



הכנסת

מרכז המחקר והמידע

המחלקה לפיקוח תקציבי

מודל חיסכון כספי מותאם (חכ"מ) בחיסכון הפנסיוני – תיאור וניתוח

21 במרס 2013

י' בניסן תשע"ג

כתיבה: ענת לוי, כלכלנית

אישור: עמי צדיק, מנהל המחלקה לפיקוח תקציבי

עריכה לשונית: מערכת "דברי הכנסת"

הכנסת, מרכז המחקר והמידע

קריית בן-גוריון, ירושלים 91950

טל': 02 - 64 08 240 / 1

פקס: 02 - 64 96 103

www.knesset.gov.il/mmm

מסמך זה נכתב לבקשת חה"כ זהבה גלאון ועניינו תיאור של מודל חיסכון כספי מותאם (להלן – "המודל החכ"מ") בחיסכון הפנסיוני בישראל.¹ במסמך מובא תיאור של החיסכון הפנסיוני בישראל, תיאור של המודל החכ"מ ויישומו בעולם, ניתוח ההשפעה הצפויה של יישום המודל על שוק ההון והצגת יתרונות וחסרונות אפשריים של יישומו.

1. החיסכון הפנסיוני בישראל²

1.1. רקע

לחברה ולממשלה בישראל אינטרס משותף בקיומו של חיסכון פנסיוני ברמה יעילה לכלל האוכלוסייה: להבטיח את רווחתם של האזרחים בגיל הפנסיה ולמנוע מהאוכלוסייה המבוגרת להיות לנטל על תקציב המדינה או לחיות בעוני.³ להכנסה בגיל הזיקנה בישראל יש שלושה רבדים:

הרובד הראשון – קצבת הזיקנה האוניברסלית וקצבת השאירים, שמשלם המוסד לביטוח לאומי;

הרובד השני – הביטוח הפנסיוני (קרנות פנסיה, פנסיה תקציבית, ביטוח מנהלים וקופות גמל);

הרובד השלישי – בעיקר הון וחסכונות עצמיים.

פעמים רבות הרובד השני (הביטוח הפנסיוני) הוא מקור ההכנסה העיקרי בגיל הזיקנה, ומטרתו לאפשר לחוסך לשמר את רמת החיים שהיה רגיל אליה טרם הפרישה.⁴ כיום עיקר התוכניות לחיסכון הפנסיוני של הציבור הן על בסיס **פנסיה צוברת**, שבה הזכויות הפנסיוניות בעת הפרישה מוגדרות בהתאם לצבירת הנכסים והתשואה שלהם, ובשנות הצבירה אין לחוסך ודאות אשר לסכומי הפנסיה העתידיים שלו. משמעות הדבר היא כי עיקר סיכוני ההשקעה בשוק ההון מוטל על ציבור החוסכים.⁵

חשיבותו של הרובד השני לחיסכון הפנסיוני וחלקו בכלל ההכנסות בגיל הזיקנה גדלה לנוכח הצמצום בתשלומים הממשלתיים לקצבאות זיקנה ושאירים. בשנת 2005 הייתה ההוצאה הציבורית בישראל על פנסיות זיקנה ושאירים בשיעור של 2.7% מהתוצר המקומי הגולמי (להלן תמ"ג), לעומת ממוצע של 7.2% במדינות ה-OECD. גם לאחר תקנון ההבדלים הדמוגרפיים בין ישראל למדינות אירופה והתחשבות בשיעור הגבוה של צעירים בישראל בהשוואה לאירופה, ההוצאה הציבורית בישראל נמוכה. כמו כן, חלקו של המימון הציבורי בכלל ההכנסות מפנסיה וקצבאות נמוך בישראל לעומת מדינות אירופה; בישראל 52% מההכנסות לפנסיה והקצבאות הן במימון ציבורי (הרובד הראשון), לעומת 70%–90% ברוב מדינות אירופה. ברוב מדינות המערב הביטוח הממלכתי (הרובד הראשון) הוא הרכיב העיקרי בהכנסות בגיל הפנסיה, והחיסכון לפנסיה פרטית הוא מצומצם. בשנים האחרונות הנהיגו כל מדינות ה-OECD שינויים במערכות הפנסיה הממלכתיות שלהן ובעיקר שינויים בנוסחת חישוב הפנסיה, שהובילו לצמצום ההשתתפות הציבורית.⁶

¹ מסמך זה נכתב בעזרת דפנה סגול, מתמחה במרכז המחקר והמידע של הכנסת מהאוניברסיטה העברית.

² מרכז המחקר והמידע של הכנסת, [דמי הניהול בקופות הגמל ובקרנות הפנסיה](#), כתב אליעזר שוורץ, פברואר 2010.

³ משרד האוצר, אגף שוק ההון, ביטוח וחיסכון, ["מהון להון", נייר עבודה – סיכון ההשקעות בתיק החיסכון הפנסיוני – גישות, מאפיינים ולקחים מהמשבר](#), דצמבר 2010.

⁴ משרד האוצר, אגף שוק ההון, ביטוח וחיסכון, [דוח שנתי 2011](#), יולי 2012.

⁵ פרופ' אביה ספיבק, [מערכת הפנסיה בישראל על שני רבדים: מבט על פרורמות שהונהגו מהצד המוסדי והצד הכמותי](#), מכון ון-ליר, ירושלים, פברואר 2012.

⁶ שם.



1.2. השינויים המבניים

כחלק מתהליך ליברליזציה נרחב במדינות המערביות ובכללן ישראל, נעשו בשנים האחרונות כמה שינויים בולטים במבנה ענף החיסכון הפנסיוני (הרובד השני), בעיקר בתחום קרנות הפנסיה וקופות הגמל, אשר צמצמו את המעורבות הממשלתית בתחום. כיום עיקר הפעילות בשוק מתנהלת על-ידי **המשקיעים המוסדיים** – קרנות הפנסיה, קופות הגמל וחברות הביטוח, שהם גורמים פרטיים המתווכים בין החוסך לבין שוק ההון. המדינה שינתה את אופן התערבותה בשוק החיסכון לטווח ארוך. בעבר ננקטה גישה של התערבות ישירה בהשקעות על-ידי הנפקת איגרות חוב מיועדות⁷ עבור הגופים המנהלים, ובהמשך – החלת מגבלות על תמהילי ההשקעות שקובעים הגופים המנהלים לפי קבוצות השקעה עיקריות. משנת 2002 הוסרו רוב המגבלות על מכסות ההשקעה השונות והחלטות על ההשקעה נמסרו במלואן להנהלות הגופים המוסדיים, בהתערבות מזערית של הרגולטור (אגף שוק ההון, ביטוח וחיסכון במשרד האוצר) בתהליכי קבלת ההחלטות ובצמצום היקף אג"ח מיועדות. במקביל שוכלל הפיקוח על הגופים המוסדיים והושם דגש רב בשיקולי מדיניות ההשקעות, פיזור ההשקעות ושקיפות התהליך לחוסכים, וכן יציבות השוק.⁸ עקב צמצום הנפקת אגרות החוב המיועדות לקרנות הפנסיה החדשות גדלה ההשקעה של הקרנות במניות לעומת סך הנכסים, מ-3.8% בסוף שנת 2003 ל-8.4% בסוף שנת 2012.⁹

הרפורמות שנעשו בשוק החיסכון הפנסיוני נועדו להשיב למערכת הפנסיה את איתנותה הפיננסית, לצורך ייצוב הענף וייעולו, לעידוד התחרות בתחום ולפיתוח שוק ההון הישראלי וייעולו. בשנים 1997–2007 גדלו במוצע הנכסים בחיסכון ארוך טווח בשיעור של כ-5.9% בשנה, יותר מהעלייה השנתית הממוצעת בתוצר בתקופה זו. עלייה זו נבעה בעיקר מהגידול בהשקעה בקרנות הפנסיה החדשות ובביטוחי מנהלים על חשבון הקרנות הוותיקות וקופות הגמל.¹⁰

1.2.1. הסדר פנסיה חובה

אחד השינויים החלים ישירות על החוסך הוא הסדר פנסיה חובה. ב-1 בינואר 2008 נכנס לתוקפו צו הרחבה לביטוח פנסיוני מקיף במשק לפי חוק הסכמים קיבוציים, התשי"ז-1957, המסדיר את חובת הביטוח הפנסיוני לכלל העובדים והמעבידים בישראל. משמעות צו ההרחבה היא כי בטווח הארוך כל עובד בישראל יהיה זכאי לפנסיה חודשית לאחר פרישתו (נוסף על קצבת הזיקנה), על-פי הסכום שצבר בשנות עבודתו ועל-פי המסלול שבו היה מבוטח. מנתוני משרד האוצר עולה כי מאז נכנס ההסדר לתוקף בשנת 2008, הצטרפו לקרנות הפנסיה מאות אלפי חוסכים חדשים מתוקף צו ההרחבה.¹¹

1.2.2. השינויים המבניים בניהול קרנות הפנסיה

קרנות הפנסיה נחלקות לקרנות פנסיה ותיקות (שאושרו עד שנת 1995) ולקרנות פנסיה חדשות (שאושרו לאחר 1995). הקרנות הוותיקות הן משני סוגים: קרנות מאוזנות וקרנות בניהול מיוחד. קרנות הפנסיה החדשות נחלקות גם הן לשני סוגים: מקיפות וכלליות.

⁷ איגרות חוב מיועדות הן איגרות חוב ממשלתיות לא סחירות, צמודות מדד ובריבית קבועה, המונפקות על-ידי המדינה לקרנות הפנסיה. הריבית הקבועה משמשת תשואה מובטחת לרכשי האיגרות.

⁸ משרד האוצר, אגף שוק ההון, ביטוח וחיסכון, "מהון להון", נייר עבודה – סיכון ההשקעות בתיק החיסכון הפנסיוני – גישות, **מאפיינים ולקחים מהמשבר**, דצמבר 2010.

⁹ בנק ישראל, **נתונים וסטטיסטיקה**, לוח ה' 20: הרכב תיק הנכסים של קרנות הפנסיה החדשות המקיפות, תאריך כניסה: 11 במרס 2013.

¹⁰ פרופ' אביה ספיבק, **מערכת הפנסיה בישראל על שני רבדיה: מבט על רפורמות שהונהגו מהצד המוסדי והצד הכמותי**, מכון ון-ליר, ירושלים, פברואר 2012.

¹¹ משרד האוצר, אגף שוק ההון, ביטוח וחיסכון, **דוח שנתי לשנת 2008**, נובמבר 2009.



הקרנות נבדלות אלה מאלה בין השאר בשיטת חישוב תקבולי הפנסיה של העמיתים, באופן גביית דמי הניהול, בהיקף הכיסוי הביטוחי ובתמהיל ההשקעות. זכויות העמית ברוב קרנות הפנסיה הוותיקות נקבעות כשיעור ממשכורתו הקובעת ואילו בקרנות הפנסיה החדשות נקבעת קצבת הפרישה של העמית על-פי הסכומים שצבר בתקופת החיסכון והתשואה שהושגה עליהם. קרנות פנסיה חדשות מקיפות וקרנות פנסיה ותיקות משקיעות 30% מהכספים באג"ח מיועדות, המבטיחות תשואה שנתית בשיעור של 4.86%, אולם יש מגבלה על סכומי ההפקדות במסלול זה. הקרנות הכלליות אינן רשאיות להשקיע באג"ח מיועדות מבטיחות תשואה.¹²

בהחלטת ממשלה מס' 5156 מיום 29 במרס 1995 הוחלט כי עקב הגירעונות האקטואריים הרחבים של קרנות הפנסיה הוותיקות, נסגרו קרנות הפנסיה הוותיקות בפני עמיתים חדשים ונפתחו קרנות פנסיה חדשות, מאוזנות מבחינה אקטוארית. כמו כן, החליטה הממשלה כי כפוף לביצוע תוכניות הבראה מקיפות בקרנות הפנסיה הוותיקות, הממשלה תהיה אחראית לקיום התחייבויותיהן של הקרנות הוותיקות.¹³ בשנת 1999 החליטה הממשלה על סגירת הפנסיה התקציבית¹⁴ בפני עובדי מדינה חדשים, והחלטה הורחבה בהדרגה והוחלה על מגזרים נוספים.

בעקבות אי-ביצוע תוכניות הבראה בקרנות הפנסיה הוותיקות עד אותה שנה, ב-29 במאי 2003 התקבל בכנסת חוק התוכנית להבראת כלכלת ישראל (תיקוני חקיקה להשגת יעדי התקציב והמדיניות הכלכלית לשנות הכספים 2003 ו-2004), התשס"ג-2003. בחוק זה התקבלו תיקוני חקיקה שאפשרו את יישום הסדר ההבראה שנקבע לקרנות הפנסיה הוותיקות והגופים המנהלים אותן וכן מונה לקרנות הפנסיה הוותיקות שבהסדר מנהל מיוחד. כמו כן, כדי למנוע קריסה של ענף הפנסיה הועבר סיוע ממשלתי נרחב לכיסוי הגירעונות שנצברו וליצירת איזון אקטוארי.¹⁵ נוסף על כך, נקבע כי אחד מתפקידיו של המנהל המיוחד הוא מימוש ומכירה של נכסי הקרן. בהתאם לכך, במהלך שנת 2004 נקט המנהל המיוחד הליך מכירה של החברות המנהלות של קרנות הפנסיה החדשות¹⁶ והן נמכרו לגופים פרטיים, בעיקר לחברות ביטוח.

1.3. חינוך פיננסי

מורכבות המערכת הכלכלית העולמית, הרלוונטיות שלה בחיינו ותכיפות הצורך להחליט החלטות פיננסיות אישיות העלו את הצורך בהקניית כלים וידע לאזרחים, כדי שיתמודדו כראוי עם נושא זה, בין היתר באמצעות חינוך פיננסי, ובפרט לימוד תחומים כגון ניהול כלכלת הבית, יסודות בתחום ניהול חשבונות בנק, חסכונות והשקעות, מושגי יסוד בפנסיה ועוד.¹⁷ תכנון פנסיוני הוא מיומנות פיננסית ספציפית, שיש לה חשיבות קריטית בתחום רווחת העובד בפרישתו מעבודה. סקרים שונים הצביעו על רמות נמוכות של תכנון פנסיוני בישראל.¹⁸ על-פי הניסיון בהפעלת רפורמות בתחום החיסכון המותאם לגיל בעולם, ליישומן של המודל החכ"מ בישראל צפוי שתהיה השפעה חיובית על שיעור המעורבות של החוסכים בבחירת מסלול החיסכון הפנסיוני שלהם ובהתאמתו למאפיינים האישיים שלהם.

¹² משרד האוצר, אגף שוק ההון, ביטוח וחיסכון, [דוח שנתי 2011](#), יולי 2012.

¹³ משרד האוצר, [תוכנית להבראת כלכלת ישראל](#), תאריך כניסה: 19 בנובמבר 2012.

¹⁴ פנסיה תקציבית היא פנסיה המשולמת מהתקציב השוטף של המעביד. להבדיל מפנסיה צוברת, בפנסיה תקציבית ההפרשות להבטחת הפנסיה נעשות רק על-ידי המעביד. מנגנון פנסיה זה היה נהוג בישראל בקרב רשויות המדינה, הרשויות המקומיות, מערכת הביטחון וגופים ציבוריים נוספים.

¹⁵ משרד האוצר, אגף שוק ההון, ביטוח וחיסכון [דוח שנתי לשנת 2003](#), נובמבר 2004; [דוח שנתי לשנת 2004](#), נובמבר 2005.

¹⁶ משרד האוצר, אגף שוק ההון, ביטוח וחיסכון, [שינויים במבנה השליטה בשוק קרנות הפנסיה החדשות](#), תאריך כניסה: 19 בנובמבר 2012.

¹⁷ מרכז המחקר והמידע של הכנסת, [הכללת החינוך הפיננסי בתוכנית הלימודים בבתי-ספר תיכוניים – סקירה משווה](#), כתב איתי פידלמן, מאי 2010.

¹⁸ משרד האוצר, [אסטרטגיה לאומית לקידום חינוך פיננסי בישראל – שאלות ותשובות](#), 22 באוקטובר 2012.



נושא החינוך הפיננסי מצוי כיום על סדר-יומם הציבורי של ארגונים בין-לאומיים ומדינות רבות ברחבי העולם, אשר הכירו בחשיבות הטמעתו בציבור הרחב. בישראל, במסגרת הרפורמה בשוק ההון (רפורמת בכר), שהפכה לחוק בשנת 2005, נקבע כי יש להקים קרן לחינוך פיננסי בישראל וכן נקבע כי שר האוצר רשאי, באישור ועדת הכספים של הכנסת, להתקין תקנות בנושא. בסוף שנת 2011, בהתאם להחלטת ממשלה מס' 3926 מיום 8 בדצמבר 2011, הוקמה מחלקת חינוך פיננסי באגף שוק ההון, ביטוח וחיסכון במשרד האוצר. תפקידי המחלקה הם לשמש גורם מתכלל, המרכז ומתווה מדיניות כוללת לקידום ולהגברה של החינוך הפיננסי של הציבור בישראל, כדי לספק כלים לקבלת החלטות פיננסיות מושכלות ולשנות דפוסיים בעייתיים בהתנהלות הפיננסית של הציבור.

בתוכנית שגיבשה המחלקה נכללים צעדים מגוונים להנגשת החינוך הפיננסי לכל אדם, בצומתי חיים שונים. במסגרת זו מתוכננת הפעלת אתר אינטרנט מרכזי לחינוך פיננסי, ובו מידע וכלים (מחשבוניים, סרטונים, משחקים ומצגות) שיסייעו בקבלת החלטות פיננסיות. כמו כן, בכל שנה ייערך שבוע חינוך פיננסי לאומי, ובו יתקיימו אירועים ברשויות המקומיות, במקומות העבודה ועוד. עוד מתוכננות סדנאות לזוגות צעירים במרכזי צעירים ברשויות מקומיות ובמתנ"סים, חלוקת עלוני מידע לציבור בסניפי ביטוח לאומי ובמוקדי שירות אחרים, סדנאות והרצאות לסטודנטים במוסדות להשכלה גבוהה ובאגודות סטודנטים, סדנאות הכנה לפרישה במקומות העבודה, תוכניות לימוד המותאמות לשכבות גיל שונות שיקודמו על-ידי משרד החינוך ועוד.

מחלקת חינוך פיננסי במשרד האוצר תוביל את יישום התוכנית בשיתוף גופים נוספים בממשלה (משרדי ממשלה, בנק ישראל, רשות ניירות ערך והמועצה הלאומית לכלכלה), וכן גופים במגזר הפרטי, האקדמיה, ארגוני צרכנים ועמותות הפעילות בתחום.¹⁹

2. תיאור המודל החכ"מ

2.1. כללי

בשנת 2008 פקד את המדינות המפותחות, ובכללן ישראל, משבר פיננסי שהוביל לתשואות שליליות במכשירי החיסכון לטווח ארוך. בעקבותיו, חוסכים שגילם היה קרוב לגיל הפנסיה איבדו חלק מהחיסכון המושקע. בעקבות זאת החליטה הממשלה, בהחלטה מס' 4323, להטיל על משרד האוצר לנקוט את הפעולות הנדרשות ליצירת מסלולי השקעה התלויים בטווח החיסכון הצפוי ובאפיקי החיסכון לגיל פרישה, כך שהסיכון הגלום בתיק ההשקעות של החוסכים הקרובים לגיל פרישה יקטן. בראשית שנת 2012 פרסם משרד האוצר את התקנות החדשות ליצירת מודל שבו מסלולי השקעה מותאמים לגיל החוסך, הנקרא "המודל החכ"מ" (חיסכון כספי מותאם).

המודל החכ"מ הוא כינוי לרפורמה המתאימה את מסלול החיסכון הפנסיוני לגיל החוסך. כאמור, רפורמה זו גובשה עקב כשלים שהתעוררו במערכת הקיימת, שבה ניהול ההשקעות נעשה במשותף לכל החוסכים, בלי שהובאו בחשבון מאפייניהם השונים, ובפרט גילם, לעניין רמת הסיכון של השקעותיהם. אף שכיום יש מאות מסלולי השקעה לבחירה, כ-95% מהחוסכים משקיעים את כספם במסלולי השקעה "כלליים".²⁰ במסלולים אלה נמצאים כספים של חוסכים בגילים שונים, ולמעשה אין התאמה בין רמת הסיכון לצורכי החוסך. רק כ-5% מהחוסכים משקיעים כספם במסלולים "מתמחים". נתונים אלו יכולים ללמד, בין היתר, כי רובם המכריע של החוסכים הם פסיביים בבחירת אפיק ההשקעה שלהם בפנסיה.

¹⁹ ש.ס.

²⁰ מסלול השקעה "כללי" הוא מסלול השקעה שבתקנון או בפוליסה של מוצר החיסכון הפנסיוני נקבע לגביו כי ניהול ההשקעות בו ייעשה בהתאם לשיקול דעתה של החברה אשר מנהלת את כספי החיסכון הפנסיוני, כלומר אין מגבלה על אפיקי ההשקעות. משרד האוצר, אגף שוק ההון, ביטוח וחיסכון, [מצגת המודל החכ"מ](#), דצמבר 2011.



על-פי המודל החכ"מ יבוטלו כל המסלולים ה"כלליים" ויוחלפו במסלולים המותאמים למאפייני החוסכים ובעיקר לגילם. הגופים המוסדיים, קופות הגמל, קרנות הפנסיה וקופות הביטוח יידרשו להקים מסלולי השקעה נפרדים לחוסכים בגילים שונים. כספים של חוסך בגיל הקרוב לגיל הפרישה יושקעו באפיקים סולידיים יותר, באג"ח ממשלתי ובפיקדונות החשופים פחות לתנודתיות שוק ההון ולכן נחשבים אפיקים בעלי סיכון נמוך. כספי החוסכים הצעירים יושקעו באפיקים ברמת סיכון גבוהה יותר, מניות או אג"ח חברות.²¹ ההנחה היא כי חוסכים בפנסיה או קרובים לגיל היציאה לפנסיה אינם יכולים להרשות לעצמם להיות חשופים לתנודתיות בטווח הקצר בשוק ההון. לעומת זאת, חוסכים שמועד היציאה לפנסיה שלהם רחוק יכולים לשאת תנודתיות בשוק ההון במהלך התקופה. כיוון שקרנות הפנסיה משקיעות את הכספים לטווח הארוך וחלק גדול מהתנודתיות של המניות מתאזן בתקופת חיסכון ארוכה של עשרות שנים, תיק חיסכון מפוזר עשוי להניב סכום גבוה יותר במשך תקופת החיסכון.²²

נוסף על מסלולי המודל החכ"מ, שיהיו ברירת המחדל לכלל החוסכים, ימשיכו להתקיים מסלולי השקעה "מתמחים", ובהם לפחות שיעור מזערי של הכספים יושקע באפיק השקעה מסוים כגון מניות, אג"ח שקלי, טווח קצר וכדומה. מטרתם של מסלולים מסוג זה היא לאפשר לחוסכים המעוניינים בכך לבחור במסלול ההשקעה המתאים ביותר למאפייניהם ולצורכיהם. למסלולים אלה יוכלו לעבור חוסכים אשר טרם החלו לקבל קצבה.

המודל החכ"מ יחול רק על כספים לחיסכון פנסיוני המיועדים לשימוש החוסכים לאחר גיל הפרישה, לרבות כספים בקופות גמל לתגמולים, בקופות גמל לא משלמות לקצבה, בקרנות הפנסיה החדשות ובקופות ביטוח, ולמעט כספי הפיצויים;²³ ברוב המקרים כספים אלו ינהלו במסלול השקעה נפרד ממסלולי המודל החכ"מ. המודל לא יחול על מוצרי חיסכון שאינם מיועדים לגיל פרישה, למשל קרן השתלמות, קופת גמל לדמי מחלה, קופה מרכזית לפיצויים, קופות אישיות לפיצויים ועוד.²⁴

מדיניות השקעה – החברות המנהלות את הכספים הן שיקבעו את המדיניות ההשקעה במסלולי ההשקעה של כל קבוצת גיל. משרד האוצר לא יתערב בתמהיל ההשקעות שיציעו קרנות הפנסיה לחוסכים, כל עוד הוא נעשה על בסיס מודל ברור.

מעבר בין מסלולים וניוד – מלבד חוסכים אשר החלו לקבל קצבה, חוסכים יוכלו לעבור בכל עת בין מסלולי השקעה – ממסלול ברירת המחדל למסלולים "מתמחים" או למסלולי ברירת מחדל שאינם מתאימים למאפייניהם, אם הגוף המוסדי מאפשר זאת. כמו כן, תיוותר האפשרות הקיימת לניוד הכספים בין מוצרי חיסכון פנסיוני המנוהלים על-ידי חברות שונות.²⁵

שקיפות ומידע לחוסך – הגופים המוסדיים יודיעו לכל חוסך על מועד העברתו ממסלול כללי למסלול המותאם לגילו ויידעו אותו בדבר האפשרות לעבור למסלולי השקעה "מתמחים". בהודעה יציין הגוף המוסדי את תמהיל ההשקעות הצפוי במסלול ברירת המחדל.²⁶

²¹ משרד האוצר, אגף שוק ההון, ביטוח וחיסכון, נייר עבודה: מערכת פנסיה רב מסלולית, כתב לביא שיפנבאואר, דצמבר 2007.

²² משרד האוצר, אגף שוק ההון, ביטוח וחיסכון, "מהון להון", נייר עבודה – סיכון ההשקעות בתיק החיסכון הפנסיוני – גישות, מאפיינים ולקחים מהמשבר, דצמבר 2010.

²³ המודל החכ"מ לא יחול על כספי פיצויים, למעט מקרים מסוימים שבהם חישוב התשואות בגין כספי החיסכון הפנסיוני נעשה בשילוב עם כספי הפיצויים שנחסכו בקופה, לדוגמה אם העובד זכאי לכספי הפיצויים ללא תנאי במסגרת הסכם העבודה.

²⁴ משרד האוצר, שאלות ותשובות על המודל החכ"מ, ינואר 2012.

²⁵ תקנות הפיקוח על שירותים פיננסיים (קופות גמל) (הקמת מסלולי ברירת מחדל), התשע"ב-2012.

²⁶ משרד האוצר, אגף שוק ההון, ביטוח וחיסכון, התאמת מסלול ההשקעה למאפייני העמית, דצמבר 2011.



2.2. המסלולים במודל

במסגרת המודל החכ"מ יוכלו הגופים המוסדיים לבחור אחד משני סוגי המודלים המפורטים להלן:²⁷

מודל המדרגות – ובו שלושה מסלולים לפחות לחוסכים עד גיל 60. לדוגמה, מסלול ראשון לחוסכים עד גיל 40, מסלול שני לחוסכים בני 40–50 ומסלול שלישי לחוסכים בני 50–60. נוסף על כך, יונהגו שני מסלולים לחוסכים מעל גיל 60: מסלול לבני 60+ ומסלול נפרד למקבלי הקצבאות. במודל זה תבוצע העברה של נכסי העמיתים בין מסלולי ההשקעה השונים בהגיעם לגיל המתאים.

מודל הקוהורטות – ובו מסלול השקעה נפרד למקבלי קצבאות ומסלולי השקעה נוספים, שאליהם יצורפו החוסכים לפי תאריך לידתם. בכל קוהורטה יתקיים שינוי דינמי של מדיניות ההשקעה, בהתאם לשינויים בגיל החוסכים המשוויכים לאותו מסלול.

2.3. שלבי המעבר למודל

המעבר למודל החכ"מ, לפי ההצעה המקורית, היה אמור להתרחש בהדרגה על-פי אבני הדרך שלהלן:²⁸

- 1 בינואר 2013 – הקמת מסלולי ברירת המחדל המותאמים לגיל, המיועדים למצטרפים חדשים, והעברת מקבלי הקצבאות למסלול מותאם להם.
 - 1 בינואר 2014 – המועד האחרון להתאמת תמהיל ההשקעות במסלול מקבלי קצבאות.
 - 1 בינואר 2015 – העברת העמיתים בני 60 ומעלה למסלול ברירת המחדל המתאים למאפייניהם.
 - 1 בינואר 2016 – העברת העמיתים בני פחות מ-60 למסלול ברירת המחדל המתאים למאפייניהם.
 - 1 בינואר 2017 – מועד אחרון להתאמת תמהיל ההשקעות במסלול ברירת המחדל לעמיתים בני 60 ומעלה.
 - 1 בינואר 2018 – מועד אחרון להתאמת תמהיל ההשקעות במסלולי ברירת המחדל לעמיתים בני פחות מ-60.
- על אף לוח הזמנים האמור ליישום המודל החכ"מ, בחודש אפריל 2012 הודיע אגף שוק ההון, ביטוח וחיסכון במשרד האוצר כי לנוכח העיכוב באישור תקנות המודל החכ"מ בכנסת, תידחה תחילת יישום התקנות ל-1 בינואר 2014, בכפוף לאישור הכנסת.

3. המודל הצ'יליאני ויישומו בעולם²⁹

3.1. תיאור המודל הצ'יליאני

המודל החכ"מ מבוסס בעיקרו על המודל הצ'יליאני לפנסיה המותאמת לגיל. בעשורים האחרונים הפכה ציילה לשם דבר בפיתוח שוק החיסכון לטווח ארוך, ומדינות רבות נושאות אליה עיניים ומבקשות ללמוד מהצלחתה בתחום. כחלק מהרפורמות שנעשו בצ'ילה בתחום הפנסיה משנת 1982 ואילך, הנהיגה המדינה מדיניות של חיסכון רב-מסלולי לפנסיה המותאם לקבוצות גיל שונות באוכלוסייה. מנהלי קרנות הפנסיה בצ'ילה התבקשו לפתוח חמישה מסלולי השקעות, ואלה מסומנים באותיות A (המסלול המסוכן ביותר) עד E (המסלול הפחות מסוכן). רשות הפיקוח הצ'יליאנית קבעה לגבי כל מסלול מגבלות על מקסימום ומינימום השקעה באפיקים השונים – ניירות ערך לעומת נכסים מניבי תשואה קבועה. לדוגמה, במסלול A מגבלת ההשקעה במניות היא

²⁷ משרד האוצר, [שאלות ותשובות על המודל החכ"מ](#), ינואר 2012.

²⁸ משרד האוצר, אגף שוק ההון, ביטוח וחיסכון, [מצגת המודל החכ"מ](#), דצמבר 2011.

²⁹ משרד האוצר, אגף שוק ההון, ביטוח וחיסכון, [נייר עבודה: מערכת פנסיה רב-מסלולית, כתב לביא שיפנבאואר](#), דצמבר 2007.



לפחות 40% מכלל הנכסים, ולכל היותר 80% מכל הנכסים יושקעו במניות. במסלול D השקעה במניות היא לפחות 5% מכלל הנכסים, ולכל היותר עד 20% מכלל הנכסים בקרן.³⁰

יסוד נוסף במודל הצייליאני הוא העברת כל החוסכים למסלול ברירת המחדל. מי שנמנע מלבחור מסלול השקעה מהמסלולים E-A משויך אוטומטית למסלול המתאים לו על-פי גילו ומינו. ברירת המחדל של צעירים, גברים או נשים עד גיל 35, היא מסלול B, ברירת המחדל של גברים בני 36-55 ונשים בנות 36-50 היא מסלול C, וברירת המחדל של גברים מגיל 56 ונשים מגיל 51 היא מסלול D.

לחוסכים הצייליאנים מגבלות במעבר ממסלול למסלול: גברים מגיל 55 ונשים מגיל 50 יכולים להשקיע רק במסלולים C, D ו-E. חוסכים שגילם צעיר ב-10 שנים או פחות מגיל הפנסיה אינם יכולים להשקיע במסלול A.

המודל בצ'ילה מאפשר הבטחת תשואה מזערית לחוסכים, והתשואה מחושבת באופן יחסי לתשואה הריאלית הממוצעת של כל קרנות הפנסיה בשלוש השנים האחרונות, בהתאם למסלול החיסכון. לפי כלל זה, אם שיעור התשואה שהקרן מניבה נמוך משיעור התשואה המזערית, החוסך מקבל את התשואה המזערית ולא את התשואה בפועל. על קרנות הפנסיה בצ'ילה מוטלות דרישות לשם הבטחת יכולתן לשאת בתשלום שיעור התשואה המזערית. הממשלה דורשת מכל קרן להיות בעלת עתודה כספית של 1% מסכום כספי הקרן, ואם התשואה שהשיגה הקרן לא הגיעה לתשואה המזערית, ההפרש מוחזר לעמיתים מכספי עתודה זו. נוסף על כך, אם קרן הפנסיה אינה יכולה לשלם לחוסך את התשואה המזערית המובטחת, הממשלה נושאת באחריות זו כלפי החוסך.³¹

למודל בצ'ילה הייתה השפעה חיובית על שיעור המעורבות של החוסכים בבחירת מסלול החיסכון הפנסיוני שלהם. בשנת 2002 רק 16% מהעמיתים בחרו באופן פעיל מסלול חיסכון, והאחרים הופנו למסלול ברירת המחדל שלהם, ואילו בשנת 2007 בחרו 35% מהעמיתים את המסלול באופן פעיל. הנתונים מצ'ילה מלמדים כי החוסכים שבחרו באופן פעיל את מסלול הפנסיה נטו לבחור מסלולים מסוכנים יותר.

בין המלצות ארגון ה-OECD למדיניות בנושא פנסיה צוברת מציע הארגון להחיל מסלולי ברירת מחדל עבור חוסכים, ולצדם לאפשר להם לבחור את מסלולי ההשקעה המתאימים להם לפי רמת הסיכון שהם מעוניינים בה. בהמשך, וכהשלמה למסלולי ברירת המחדל, הארגון ממליץ על אימוץ אסטרטגיות "מחזור חיים" (Life Cycle), שבהן רמת הסיכון יורדת עם העלייה בגיל החוסך.³²

מערכת פנסיה שבה מסלולים רבים המותאמים למאפיינים מגוונים של חוסכים, על-פי פרמטרים שונים, התפתחה במדינות רבות אחרות, ובהן שבדיה, אסטוניה, פרו, לטביה וסלובקיה, ועל-פי רוב היא חלק מרפורמות רחבות יותר במערכות הפנסיה במדינות אלה. אפשר לסווג את המדינות שפועלת בהן פנסיה רב-מסלולית על-פי מגוון האפשרויות המוצעות לחוסך: באוסטרליה ובשבדיה, למשל, מוצע לחוסך מגוון רחב של אפשרויות השקעה, ואילו במדינות דרום אמריקה, מרכז אירופה ומזרחה האפשרויות מצומצמות יותר, בדרך כלל מסיבות של שמרנות וזהירות. באסטוניה ובסלובקיה, לדוגמה, אפשרות הבחירה מסתכמת בשלושה מסלולים בלבד: מסלול בסיכון גבוה, מסלול מאוזן ומסלול שמרני.

בכל מערכת פנסיה מסוג זה יש מסלול ברירת מחדל, שאליו משתייך החוסך באופן אוטומטי. חוסכים שאין להם די ידע לתכנן את תיק הפנסיה שלהם או חוסכים שיש להם ידע כזה אך הם אינם מעוניינים בתכנון תיק הפנסיה

³⁰ OECD, [Survey of Investment Regulations of Pension Funds](#), June 2011.

³¹ OECD, [The Chilean Pension System](#), 1997, pp. 8, 10, accessed: February 14, 2013.

³² OECD, [The OECD Roadmap for the Good Design of Defined Contribution Pension Plans](#), June 2012, accessed: February 14, 2013.



שלהם ישתייכו למסלול זה. אופי מסלול ברירת המחדל משתנה ממדינה למדינה: בשבדיה מסלול זה משקף את הקצאת הנכסים של החוסך הממוצע במערכת, במדינות סלובקיה ואסטוניה מסלול ברירת המחדל הוא המסלול השמרני ביותר ובמדינות דרום-אמריקה מסלול ברירת המחדל נקבע לפי גילו של החוסך.

בחלק מהמדינות המפותחות, במיוחד במדינות המחיבות חיסכון פנסיוני, נהוגה שיטה של הבטחת שיעור תשואה מזערי לקרנות הפנסיה. ברוב המקרים הכוונה להבטחת שיעור תשואה מזערי המחושב באופן יחסי לתשואה הממוצעת בתקופה נתונה (כך בצ'ילה, בפולין ובסלובניה). במדינות שווייץ, צ'כיה, בלגיה וגרמניה נהוגה שיטה של הבטחת שיעור תשואה מזערי שאינו יחסי.

3.2. השוואת המודל הצ'יליאני ליישום המוצע בישראל

השיטה הישראלית המוצעת ליישום פנסיה המותאמת לגיל החוסך והמודל הצ'יליאני דומים בעיקרם בחיוב החוסכים להשתלב במסלול חיסכון על-פי גילם ובהנהגת העיקרון של ירידה ברמת הסיכון של ההשקעה בכספי החוסכים עם הקרבה לגיל הפנסיה. כמו כן, בשתי השיטות החוסכים מופנים באופן אוטומטי למסלול ברירת המחדל שלהם.

המודל הצ'יליאני המקורי שונה מהאופן שבו מוצע ליישמו בישראל בהגדרות הברורות שהרגולטור הצ'יליאני קובע למסלולי ההשקעה השונים ובמגבלות הכמותיות על ניהול הכספים בקרנות. כלומר, למנהלי הקרנות אפשרות לפעול אך ורק על-פי מגבלות אלו בהשקעת כספי החוסכים. התקנות של המודל החכ"מ המוצע בישראל מחייבות ביטול של המסלולים ה"כלליים" ומעבר למסלולים המותאמים לגיל, אולם בניגוד למודל הצ'יליאני, התקנות בישראל מטילות על מנהלי הקרנות אחריות מלאה לאופן ההשקעה בכל מסלול, ללא התערבות של הרגולטור.

גישה זו עולה בקנה אחד עם מדיניות הרגולציה הישראלית שגובשה בשנים האחרונות ועם המעבר מפיקוח ישיר לפיקוח עקיף. כאמור, המעבר תואם למגמה שרווחה במדינות מפותחות אחרות. יש שתי גישות עיקריות לפיקוח על ההשקעה של הגופים המוסדיים:

- **כלל "האדם הסביר"** – רשות הפיקוח רואה בגופים המנהלים גורמים שאפשר לצפות מהם שינהלו את עסקיהם נאמנה ומתוך שיקול דעת מבוסס, כפי שהיה נוהג האדם הסביר. גישה זו מקנה לגופים המנהלים גמישות רבה בפעילותם. הרגולציה כאן מתמקדת בבחינה של תהליך קבלת החלטות ובבחינת ההתנהגות של מנהלי ההשקעה.
- **גישה המגבלות הכמותיות** – על-פי גישה זו, מוטלות מגבלות השקעה ספציפיות על ההשקעות כדי להגביל את הסיכון שקרנות הפנסיה חשופות אליו.

הגישה שמדינה בוחרת לפיקוח על הגופים המנהלים את החיסכון לטווח ארוך תלויה בין השאר במידת שכלולם של השווקים במדינה, בשאלה אם המדינה מחייבת חיסכון פנסיוני ובמידת הידע והמעורבות של הציבור בתנאי החיסכון הפנסיוני שלו. באופן כללי, המדינות האנגלו-סכסיות (ארה"ב, קנדה, בריטניה ואוסטרליה) פועלות יותר על-פי כלל האדם הסביר, ומגמה זו עולה בקנה אחד עם שוקי ההון המפותחים הנהוגים בהן. מדינות דרום אמריקה, מרכז אירופה ומזרחה נוטות לאמץ את גישת המגבלות הכמותיות. מדינות מערב אירופה נוטות לשלב בין שתי הגישות.³³ הבחירה של צ'ילה וישראל בגישות שונות לפיקוח על הגופים המוסדיים היא הגורם העיקרי להבדלים ביישומה של שיטת החיסכון הפנסיוני המותאם לגיל ובהגדרות והמגבלות הנקבעות לגופים המנהלים.

³³ משרד האוצר, אגף שוק ההון, ביטוח וחיסכון, "מהון להון", נייר עבודה – סיכון ההשקעות בתיק החיסכון הפנסיוני – גישות, מאפיינים ולקחים מהמשבר, דצמבר 2010.



הבדל נוסף בין השיטה הישראלית לשיטה הצ'יליאנית הוא ההגבלה של החוסכים במעבר ממסלול למסלול. בשיטה הצ'יליאנית החוסכים יכולים לבחור לעבור ממסלול שמרני למסלול שמרני יותר, וככל שהם מתקרבים לגיל הפנסיה הם אינם יכולים לבחור את המסלולים המסוכנים ביותר. נוסף על כך, אין במודל התייחסות למסלולים "מתמחים" נפרדים, שאינם חלק מהמסלולים הקבועים E-A. בישראל המגבלה במעבר בין מסלולים חלה רק על חוסכים שכבר החלו לקבל קצבת פנסיה, ולמעשה שאר החוסכים, גם אלה הקרובים מאוד לגיל פנסיה, יכולים לבחור לעבור למסלולים "מתמחים", שבהם סיכון גבוה מזה שבמסלול ברירת המחדל שלהם.

בנושא הבטחת שיעור תשואה מזערי, בישראל המדינה נוהגת לבטח חלק מכספי קרנות הפנסיה באמצעות הנפקת אג"ח מיועדות. קרנות הפנסיה החדשות המקיפות וקרנות הפנסיה הוותיקות מחויבות להחזיק 30% מתיקי ההשקעות שלהן באג"ח מסוג זה. בפועל, בשנת 2010 משקל האג"ח המיועדות מכלל החיסכון לטווח ארוך של הציבור היה 27.6% בלבד.³⁴ במובן זה, מנגנון הבטחת התשואה המזערית בישראל נקט רק לגבי חלק קטן יחסית מכספי החוסכים ואין שיעור תשואה מזערי מובטח לכלל כספי החיסכון. בצילה יש שיעור תשואה מזערי מובטח לכלל כספי החיסכון, אולם הוא אינו מוחלט ומחושב באופן יחסי לתשואות השוק הממוצעות.

בהקשר זה יצוין כי המדינה ביטחה כספי פנסיה של חוסכים לקראת גיל פרישה בעקבות המשבר הכלכלי בשנת 2008 וההפסדים בקופות הגמל שבאו בעקבותיו. בהחלטת ממשלה מס' 4323 מיום 14 בדצמבר 2008 הוחלט על החלת "רשת ביטחון" על כספי החיסכון הפנסיוני לעמיתים מבוגרים. זכאים לרשת ביטחון זו הם בני 57 ומעלה שחסכונם אינו עולה על 1.5 מיליון ש"ח. תקרת ההגנה היא בשווי 600,000–750,000 ש"ח מכספי החסכונות הצבורים, בניכוי מחצית מסכום החסכונות המוגנים, ובהם פנסיה תקציבית, קרן פנסיה ותיקה או ביטוח מנהלים המבטיח תשואה.³⁵

הבדל נוסף בין ישראל לצ'ילה בנושא זה הוא שבקביעת מסלולי החיסכון על-פי המודל הצ'יליאני יש התייחסות, נוסף על גיל החוסך, גם למינו – גבר או אישה, בהתאם לגיל היציאה לפנסיה שלהם הנהוג במדינה (גברים – 65; נשים – 60). בישראל גיל הפרישה גבוה יותר וההבדל בין גברים לנשים קטן יותר (גברים – 67; נשים – 64), אולם המודל החכ"מ אינו מביא בחשבון הבדלים אלה בקביעת קבוצות החיסכון השונות.

4. הערכת ההשפעה של יישום המודל החכ"מ על שוק ההון

4.1. הרכב הנכסים הפנסיוניים של הציבור

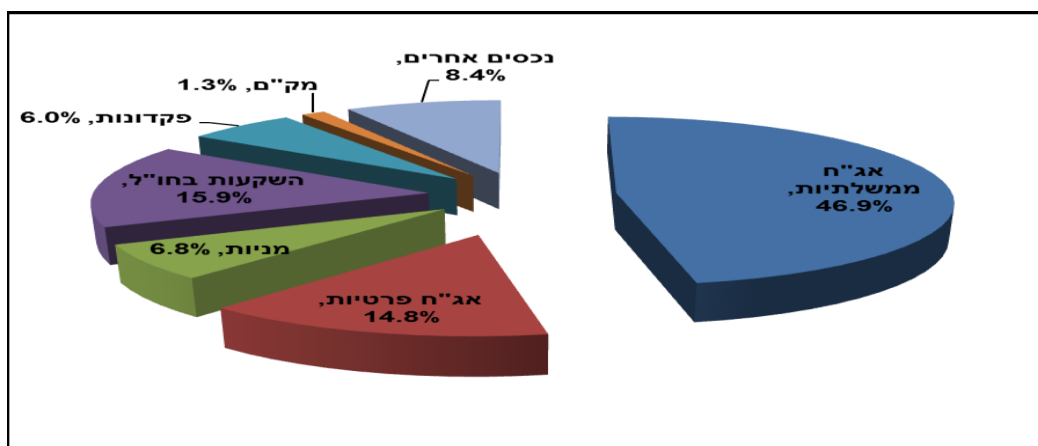
בסוף שנת 2012 הסתכמו כלל נכסי הציבור בחסכונות ארוכי טווח ב-922 מיליארד ש"ח. כספי הפנסיה של הציבור מנוהלים באמצעות מכשירי הפנסיה השונים: קרנות פנסיה, ביטוחי חיים וקופות גמל. ועדות ההשקעה של החברות המנהלות את גופי הפנסיה קובעות באופן עצמאי, במגבלות הרגולציה, את תמהיל ההשקעה של כספי החוסכים באפיקי ההשקעה השונים: אג"ח ממשלתיות, אג"ח פרטיות, מניות, פיקדונות ועוד. תרשים 1 להלן מציג את הרכב תיק הנכסים הפנסיוניים של הציבור לפי אפיקי ההשקעה.

³⁴ ש.ם.

³⁵ החלטת ממשלה מס' 4323, 14 בדצמבר 2008.



תרשים 1: הרכב תיק הנכסים הפנסיוניים של הציבור (סוף שנת 2012)³⁶



מהתרשים עולה כי מתוך 922 מיליארד ש"ח חיסכון לטווח ארוך שבידי הציבור, כ-46.9% מהכספים מושקעים באג"ח ממשלתיות, בעיקר הכספים המנוהלים על-ידי קרנות הפנסיה הוותיקות, כ-15.9% מהכספים מושקעים בחו"ל, כ-14.8% מהכספים מושקעים באג"ח פרטיות, בעיקר על-ידי קופות הגמל, כ-6.8% מושקעים במניות, בעיקר על-ידי חברות הביטוח וקופות הגמל, כ-6% מושקעים בפקדונות, כ-1.8% מושקעים במק"מ (מלווה קצר מועד) וכ-8.4% מושקעים בנכסים אחרים.

לוח 1 להלן מתאר את חלוקת כספי הפנסיה של הציבור לפי מכשיר פנסיוני ולפי אפיק השקעה בכל מכשיר.

לוח 1: הרכב החיסכון לטווח ארוך של הציבור לפי מכשירי חיסכון וכלי השקעה (במיליוני ש"ח, סוף 2012)³⁷

סה"כ	תכניות ביטוחי חיים		קופות הגמל והפיצויים	קרנות פנסיה			מכשיר חיסכון
	"משתתפות ברווחים"	"משואה"		חדשות כלליות	חדשות מקיפות	ותיקות	
921,953	169,529	74,792	190,777	1,878	152,059	332,918	סה"כ נכסים
100.0%	18.4%	8.1%	20.7%	0.2%	16.5%	36.1%	סה"כ באחוזים
432,658	17.5%	64.1%	31.0%	37.8%	40.0%	70.4%	אג"ח ממשלתיות
136,035	21.6%	12.6%	24.2%	20.4%	13.9%	6.7%	אג"ח פרטיות
63,080	13.1%	1.4%	10.6%	9.1%	8.4%	2.0%	מניות
146,134	27.0%	4.1%	16.5%	17.3%	20.3%	10.4%	השקעות בחו"ל
55,118	6.1%	8.3%	7.1%	6.5%	7.4%	4.1%	פיקדונות
11,934	1.4%	0.3%	2.9%	1.0%	0.3%	1.0%	מק"מ
76,994	13.3%	9.2%	7.7%	7.9%	9.7%	5.4%	נכסים אחרים
921,953	100%	100%	100%	100%	100%	100%	סך הכול

מהלוח עולה כי כ-52.8% מכספי החיסכון לטווח ארוך של הציבור מנוהלים על-ידי קרנות פנסיה (מתוכם כ-36.1% בקרנות ותיקות, כ-16.5% בקרנות מקיפות וכ-0.2% בקרנות כלליות), כ-26.5% מנוהלים על-ידי חברות

³⁶ ש.ם.

³⁷ בנק ישראל, [נתונים וסטטיסטיקה](#), המשקיעים המוסדיים וקרנות הנאמנות, לוחות ה' 14, ה' 16, ה' 20, ה' 22, ה' 24, ה' 25, תאריך כניסה: 26 בפברואר 2013.



ביטוחי חיים (מתוכם כ-18.4% בתוכניות משתתפות ברווחים וכ-8.1% בתוכניות מבטיחות תשואה), וכ-20.7% מנוהלים על-ידי קופות גמל ופיצויים.

עוד עולה כי רוב הנכסים (כ-70.4%) בקרנות הפנסיה הוותיקות מושקעים באג"ח ממשלתיות, ולעומת זאת בקרנות הפנסיה החדשות, בקופות הגמל ובביטוחי החיים בתוכניות משתתפות ברווחים, שיעור ההשקעה באג"ח ממשלתיות נמוך יותר, ונע בין 17.5% לכ-40% מכלל הנכסים.

גם בשיעורי ההשקעה במניות ובאג"ח פרטיות מכשירי החיסכון הפנסיוני נבדלים זה מזה: בביטוחי החיים ובקופות הגמל נמצא שיעור ההשקעה הגבוה ביותר באפיקים אלה: 13.1% ו-10.6% בהתאמה מכלל הנכסים מושקעים במניות, ו-21.6% ו-24.2% בהתאמה מכלל הנכסים מושקעים באג"ח פרטיות. לעומת זאת בקרנות הפנסיה הוותיקות 2% מכלל הנכסים מושקעים במניות ו-6.7% מהם מושקעים באג"ח פרטיות. כלומר, תיקי הנכסים של ביטוחי החיים משתתפים ברווחים ושל קופות הגמל והפיצויים חשופים יותר לתנודתיות בשווקים ולכן נחשבים מסוכנים יותר מתיקי הנכסים של קרנות הפנסיה הוותיקות והחדשות.

4.2. ניתוח ההשפעה הצפויה של יישום המודל על שוק ההון

לשוק ההון תפקיד מרכזי בהקצאה יעילה של מקורות ההון במשק. התנאים המרכזיים לשכלולו של השוק הם פעילותם של גופים רבים ורמת תחרות גבוהה ביניהם; קיומה של רמת נזילות גבוהה, המאפשרת למשקיעים לסחור במניות בכל רגע נתון, וכן מידע רחב ומהימן בין החברות הנסחרות למשקיעים. היעדרם של גורמים אלה פוגע בתפקוד השוק ובאמון המשקיעים, מרתיע אותם מלהשקיע בבורסה ועלול להקשות על החברות בגיוס הון בשוק.

צפוי שיישום המודל החכ"מ ישפיע רבות על שוק ההון בישראל. ההנחה היא שכספי החוסכים המבוגרים יעברו בהדרגה, בתוך חמש שנים מתחילת הפעלת התוכנית, מאפיקי השקעה מסוכנים – אג"ח פרטיות ומניות – לאפיקים סולידיים יותר, כגון אג"ח ממשלתיות, פיקדונות והשקעות אחרות עם תנודתיות מועטה. מעבר של סכומי כסף גדולים אלה עלול לטלטל את השוק וליצור עודף ביקוש לאפיקי ההשקעה הבטוחים ולהזרמת היצעים באפיקי ההשקעה המסוכנים.

מרכז המחקר והמידע של הכנסת פנה לאגף שוק ההון, ביטוח וחיסכון במשרד האוצר על מנת לקבל את הערכת האגף אשר להשפעות של יישום המודל החכ"מ על הרכב תיק הנכסים הפנסיוניים של הציבור ולתנודות הצפויות בשוק ההון. תשובת האגף הייתה כי נערכו סימולציות בנושא אך הן נועדו לצרכים פנימיים ואינן לפרסום.³⁸

על-פי ניתוח של בית ההשקעות "דש" על מעבר כספים עקב יישום המודס הצייליאני,³⁹ עיקר ההשפעה תהיה על תיקי הגמל והביטוח, מכיוון שמשקל הנכסים המסוכנים בהם כיום הוא גבוה במידה ניכרת ממשקלם בקרנות הפנסיה. על-פי אומדן החברה, המבוסס על ניתוח גיל החוסכים היום, צפוי שכ-60 מיליארד ש"ח מכספי החוסכים יעברו מאפיקים מסוכנים לאג"ח ממשלתיות. נכסי החיסכון הפנסיוני של הציבור באפיקי השקעה אלה מסתכמים כיום בכ-200 מיליארד ש"ח. לפי אומדן זה, מעבר של 60 מיליארד ש"ח מאג"ח פרטיות ומניות לנכסים סולידיים משמעו מעבר של 30% מנכסי החיסכון הפנסיוני באפיקים מסוכנים בשוק. אפשר להעריך כי לשינויים בהשקעות בסדר גודל כזה של נכסים יהיו השפעות מרחיקות לכת על שוק ההון:

³⁸ לביא שיפנבאואר, מנהל מחלקת מידע ופיתוח, אגף שוק ההון ביטוח וחיסכון, משרד האוצר, דואר אלקטרוני, 5 במרס 2013.

³⁹ דש בית ההשקעות, מעבר כספים כתוצאה מיישום המודל הצייליאני, אלכס זבזיינסקי, ינואר 2012.



- התמתנות עקומת התשואות⁴⁰ של אג"ח ממשלתיות – עם יישום המודל החכ"מ ומעבר של כספי חוסכים מבוגרים לאפיקים סולידיים אפשר לצפות שיתרחש גידול בביקוש לאג"ח ממשלתיות ארוכות טווח. גידול זה, צפוי שיביא לעלייה במחיר האג"ח ולירידה בתשואות.
- ירידה בעלויות ההון של הממשלה – ככל שהביקוש לאג"ח מדינה יגדל, תוכל הממשלה להנפיק אגרות חוב במחירים גבוהים יותר ובתשואה נמוכה יותר, וכך להפחית את עלויות גיוס ההון שלה מהציבור בארץ.
- ירידה במחירי נכסים מסוכנים – עם המעבר של נכסי חוסכים מבוגרים לאפיקים סולידיים ומניעת החזקתם של נכסים מסוכנים על-ידי חוסכים מבוגרים, ירד הביקוש לאג"ח חברות ולמניות ומחירן ירד בהתאם לכך. ייתכן שתהיה לכך השפעה כללית שלילית על השוק, שתבטא בירידת מדדים ולתשואות נמוכות בטווח הקצר.
- ייתכן כי כחלק מהתאמת החיסכון הפנסיוני של הציבור למודל, יגדילו גופי הפנסיה את חלק המניות והאג"ח הפרטיות ואף את רמת הסיכון בתיקי הפנסיה של העמיתים הצעירים יותר, **מעבר לרמת הסיכון הרצויה**. כלומר, צפוי שחלק מכלל הנכסים המסוכנים של החוסכים המבוגרים שיישום המודל יביא למכירתם (על-פי האומדן לעיל, סכום של 60 מיליארד ש"ח), יעבור לעמיתים הצעירים. מעבר של נכסים אלה לחשבונות העמיתים הצעירים נראה שיפחית את הזרמת ההיצעים לשוק ואת ירידת המחירים בעקבותיה. אולם ברירת המחדל של הרכב תיקי נכסי החוסכים הצעירים תהיה הרכב מסוכן יותר מהרכב התיקים היום.
- בבורסת תל-אביב היו בשנים האחרונות מגמות בולטות של ירידה במסחר, ירידה בגיוס הכספים ובמספר החברות הנסחרות. מחזור המסחר היומי ירד בשנת 2012 בשיעור של כ-16% לעומת שנת 2011, וירידה זו המשיכה את המגמה שרווחה במסחר היומי בבורסה משנת 2009. המסחר היומי במניות ירד בשנת 2012 בשיעור של כ-40% לעומת שנת 2011. גיוס ההון בשוק המניות בשנת 2012 הסתכם בכ-3 מיליארד שקל בלבד, לעומת כ-5 מיליארד בשנת 2011 ולעומת כ-13 מיליארד שקל בשנת 2010. כמו כן, מספר החברות הרשומות בבורסה ירד מ-613 חברות בשנת 2010 ל-552 חברות בשנת 2012.⁴¹ גורמים אפשריים למגמות אלה מפורטים להלן:

הגברת הרגולציה: כדי להגן על המשקיעים, נעשו בשנים האחרונות כמה שינויים בחקיקה הנוגעים להגברת השקיפות בשוק ההון ולהידוק הפיקוח על החברות הציבוריות. בין השינויים שבוצעו: שינוי כללי הדיווח החשבונאי; תיקון 16 לחוק החברות, העוסק באישור עסקאות של בעלי שליטה; תיקון 20 לחוק החברות, המטיל מגבלות על שכר הבכירים בחברות הציבוריות. הידוק הרגולציה יצר תמריץ שלילי לביצוע הנפקות חדשות ותמריץ חיובי למחיקת חברות מהמסחר – תהליך שהביא לירידה במספר החברות הציבוריות ולירידה במחזור המסחר.⁴²

השקעות זרות: ביוני 2009 הודיעה חברת המדדים העולמית מורגן סטנלי Morgan Stanley Capital Indices (MSCI) על שדרוגה של ישראל והעברתה ממדד המשקים המתעוררים (Emerging Markets Index) למדד המדינות המפותחות (Index World), בעקבות התפתחותו ופתיחותו של שוק ההון הישראלי. מהלך זה הציב את ישראל בשורה אחת עם המדינות החזקות והמפותחות בעולם אולם הוא גם הביא לירידה בסכומי ההשקעות הזרות בבורסה הישראלית. הסיבות לכך הן ירידה בחלקה היחסי של ישראל במעבר בין המדדים, מ-2.87% במדד השווקים המתעוררים ל-0.37% בלבד במדד המדינות המפותחות. ואכן,

⁴⁰ **עקומת התשואות:** עקומה המתארת את התשואות של איגרות החוב לפי משך זמן הפדיון. ככל שזמן הפדיון ממושך יותר, התשואה לפדיון גבוהה יותר, שכן התשואה הגבוהה מפצה את המשקיע על רמת סיכון גבוהה יותר באג"ח בעל זמן ארוך לפדיון, הנובעת מאי-ודאות גבוהה יותר.

⁴¹ הבורסה לניירות ערך, **סקירה שנתית 2012**.

⁴² בנק ישראל, **ניתוח הגורמים שהשפיעו על הירידה במחזורי המסחר במניות בבורסה בתל-אביב**, 12 במרס 2013.



ההשקעות הזרות נטו במניות בבורסת תל-אביב ירדו מכ-1.8 מיליארד דולר בשנת 2009 לכ- 670 מיליון דולר בשנת 2011.⁴³

השקעות בחו"ל: הגופים המוסדיים הגדילו בשנים האחרונות את שיעור ההשקעות בחו"ל. עיקר הגידול היה בקופות הגמל ובקרנות הפנסיה הוותיקות, שכן שיעור השקעתן בחו"ל היה נמוך לעומת שיעור ההשקעה של חברות הביטוח וקרנות הפנסיה החדשות. בקופות הגמל הושקעו 10% מהנכסים בחו"ל בסוף שנת 2009, ושיעור זה גדל ל-16.5% בסוף שנת 2012; בקרנות הפנסיה הוותיקות היה גידול מ-5.7% השקעה בחו"ל בסוף שנת 2009 ל-10.4% בסוף שנת 2012.⁴⁴

יישום המודל החכ"מ והסטת נכסי החוסכים הפנסיוניים המבוגרים ממניות ואג"ח פרטיות עשוי להעמיק עוד יותר את המגמות בירידה בנפחי הסחר בבורסת תל-אביב, שנוצרו עקב הגברת הרגולציה בשוק ההון, מקיטון בהשקעות הזרות בבורסה ומהפניית כספי המשקיעים המוסדיים להשקעות בחו"ל, כפי שתואר לעיל.

5. יתרונות וחסרונות של המודל המוצע

5.1. יתרונות

- יישום המודל ייתן הגנה מפני תנודתיות בשוק ההון לחוסכים בגיל הקרוב לגיל פרישה וימתן את הפגיעה האפשרית בכספי חוסכים הקרובים לגיל פרישה בזמן משבר, כפי שאירע במשבר האחרון.⁴⁵
- ייתכן שהחלת המודל בישראל והגברת המידע המועבר לציבור החוסכים בעקבותיו יגרמו לאנשים רבים יותר להיות מודעים למאפייני התיק הפנסיוני שלהם, וכן להיות מעורבים יותר בבחירת מסלול הפנסיה המתאים להם ובעדכונם על-פי השינויים בשוק ובמאפיינים האישיים שלהם. מידע מלא יותר לציבור על מאפייני קרנות הפנסיה וביצועיהן משכלל את השוק ומגביר את התחרות.
- יש טענה שההשקעה במסלולים כלליים, כנהוג היום, מעודדת את מנהלי ההשקעות להציג רווחים גבוהים בטווח הקצר; משום כך החוסכים נחשפים לסיכונים לא מבוטלים, אשר גורמים לעתים להפסדים כספיים רבים ולצמצום ניכר של נכסי קרן ההשקעות. לפיכך יש יתרון במעבר מהמצב הקיים, שבו מנהלי השקעות מדווחים ונמדדים רק על בסיס הרווחים ורמת הסיכון מוגדרת על-פי החלוקה בין אפיקי השקעה במניות מול אג"ח, למצב שבו הדגש מוסט מרווחיות הקרן, ומנהלי ההשקעות נדרשים להציג את רמת הסיכון הרצויה בכל מסלול השקעה המותאם לגיל ולהסביר ולנמק את אופי ההשקעה שלהם לאורך השנים ואת הצפי שלהם לתשואות ארוכות טווח.

5.2. חסרונות

- המעבר למסלולי ההשקעה הייחודיים המיועדים לשכבות גיל שונות במסגרת המודל החכ"מ עשוי לגרום להגברת התנודתיות בשוק ההון, בשל הגדלת היצע הנכסים בעלי סיכון מצד אחד והגדלת הביקוש לאג"ח מדינה מצד אחר. הביקוש הכללי למניות ואג"ח חברות יהיה נמוך יותר, שכן תיקי הפנסיה של חלק גדול מהאוכלוסייה לא יוכלו להיות חשופים לנכסים מסוכנים. ייתכן שבמקרה כזה גופי הפנסיה יגדילו את חלק המניות ואג"ח החברות ואת רמת הסיכון בתיקי הפנסיה של החוסכים הצעירים יותר, מעבר לרמת הסיכון הרצויה.

⁴³ הבורסה לניירות ערך, [סקירת המחצית הראשונה של 2012](#), כתבה נורית דרור, יולי 2012.

⁴⁴ קבוצת פינניר, [השקעות גלובליות תופסות תאוצה](#), כתב אודי חברוני, מאי 2012.

⁴⁵ בנק ישראל, דוח בנק ישראל 2010, [פרק ד' – המערכת הפיננסית וציבורה](#), 30 במרס 2011.



- ייתכן שהעלות למנהלי קרנות הפנסיה תגדל, שכן יהיה עליהם לחלק את החיסכון הפנסיוני למספר גדול יותר של מסלולים המותאמים לגיל במקום המסלולים הכלליים הקיימים כיום, ולספק מידע רב יותר ללקוחותיהם. כמו כן, ייתכן שהחברות יידרשו לערוך שינויים ושדרוגים במערכות הטכנולוגיות התפעוליות הקיימות, ולבחון הקמתן של מערכות חדשות. על-פי המודל נדרשת התאמה רבה של החיסכון למאפייני החוסך ונדרשת התערבות גדולה יותר של חברות הפנסיה עם ההתקדמות בחיי קרן הפנסיה, והדבר מצריך תקורה ניהולית גבוהה יותר.
- ייתכן שהמעבר למסלולים המותאמים לגיל יקשה על החוסך את ההשוואה בין קרנות הפנסיה. המסלולים של קרנות הפנסיה לא יהיו זהים, לא בחלוקה לקבוצות גיל ולא בתמהיל ההשקעות המותאם לכל גיל. חוסר האחידות לא יאפשר לחוסכים לערוך השוואה איכותית של המסלולים השונים, או שהשוואה תהיה קשה יותר, והחוסך יאלץ להיות תלוי באופן מוחלט ביועצים הפנסיוניים לשם דירוג הכדאיות של המסלולים השונים.
- אגף שוק ההון, ביטוח וחיסכון הטיל למעשה את האחריות להגדרת המאפיינים הייחודיים לכל קבוצת גיל על ועדות ההשקעות של גופי הפנסיה. אפשר לומר שלא הגדרת רמת הסיכון הנדרשת לכל קבוצת גיל, כל גוף יוכל לקבוע הגדרה שונה לרמת הסיכון בקבוצות הגיל השונות. לפיכך, תהיה תחרות על כספי החוסכים, וזו תביא להגדלת מרכיב הסיכון בהשקעות במטרה למרב רווחים, ואף ייתכנו הפסדים ניכרים.
- המודל מאפשר לכל החוסכים, פרט לחוסכים אשר החלו לקבל קצבאות, לעבור למסלולים ברמת סיכון גבוהה מזו שמתאימה להם על-פי גילם. כלומר גם חוסכים בני 60 ומעלה, שהם על סף גיל הפנסיה, יכולים למעשה להיות חשופים לתנודתיות של שוק ההון בטווח הקצר ולספוג הפסדים כבדים בלי יכולת תיקון, בניגוד למטרות המודל להתאמת הסיכון לפי קבוצת הגיל. נוסף על כך, ייתכן שבחשכונות של חוסכים שגילם מעט פחות מ-60, החשופים לתנודתיות השוק, תהיה ירידה חדה, ועוד בטרם תינתן להם האפשרות ליהנות מהתאוששות השוק, אשר עשויה לתקן את הירידה, הם יועברו אוטומטית, על-פי המודל החכ"מ, למסלול לבני 60 ומעלה, שבו חשיפה פחותה למניות.
- תוחלת החיים בישראל עולה עם השנים. גבר שיוצא היום לפנסיה בגיל 67 יחיה במוצע 16.9 שנים נוספות, ואישה שיוצאת היום לפנסיה בגיל 64, תחיה במוצע 21.4 שנים נוספות.⁴⁶ תשלומי הפנסיה נפרסים על שנים רבות, אולם על-פי המודל, הם מושקעים כל תקופת קבלת קצבת הפנסיה בנכסים חסרי סיכון, אשר מניבים רווחי הון זעירים. ייתכן שעם עליית תוחלת החיים כספי החיסכון לא יספיקו לקיים את החוסכים ברמת חיים סבירה.⁴⁷
- המודל החכ"מ, כפי שהוא מוצע, אינו מביא לידי ביטוי מאפיינים נוספים על גיל החוסך, אשר משפיעים על אופן החיסכון הפנסיוני שלו. בין הגורמים: מין החוסך, מצבו המשפחתי והבריאותי, השכר שעבורו מופרשות הפרשות הסוציאליות והביטחון התעסוקתי שלו. קביעת הגיל כתבחין יחיד לסיווג מסלול ברירת המחדל להשקעה עלולה להיות בעייתית, כיוון שהחוסך יכול לחשוב בטעות כי מסלול ברירת המחדל מתאים לכל מאפייניו, ולא יראה לנכון לחפש מסלול המביא בחשבון גם מאפיינים נוספים.⁴⁸

⁴⁶ הלשכה המרכזית לסטטיסטיקה, לוחות תמותה של ישראל 2006–2010, [זכרים, נקבות](#).

⁴⁷ יונט אינוסט שוקי הון, [המודל הציליאני והשלכותיו](#), כתב אמיר אדיבי, תאריך כניסה: 5 במרס 2013.

⁴⁸ גלובס מחקרים, [מסלולי השקעה – עד כמה חכ"מ המודל הציליאני?](#), ינואר 2011.

