

משרד האוצר  
Ministry of Finance



# הצוות לצמצום הפערים במכשירי השקעה בחיסכון לטווח קצר ובינוני

דו"ח ביניים להערות  
הציבור

---

פברואר 2025

# פתח דבר

ביום 25 בפברואר 2024 החליט שר האוצר להקים צוות במשרד האוצר לצורך צמצום הפערים הרגולטוריים במכשירי החיסכון הוולונטריים לטווח קצר ובינוני.

בצוות חברים:

מנכ"ל משרד האוצר	עו"ד שלומי הייזלר (יו"ר)
הממונה על שוק ההון, ביטוח וחיסכון	מר עמית גל
יושב ראש הרשות לניירות ערך	עו"ד ספי זינגר
מנהל רשות המיסים	מר שי אהרונוביץ'
סגנית הכלכלן הראשי	גב' מורן משה חנציס
סגנית הממונה על התקציבים	גב' תמר לוי בונה
סגן החשב הכללי	מר גיל כהן

את הצוות ליווה עו"ד דודי קופל, המשנה ליועץ המשפטי של משרד האוצר, וריכז יועץ מנכ"ל משרד האוצר, מר איתן ישראלי.

בכתב המינוי נקבע כי תפקיד הצוות יכלול:

- בחינת האסדרה הקיימת של מכשירי ההשקעה בחיסכון בטווח קצר ובינוני, על מכלול היבטיה, ומיפוי ההיבטים הרגולטורים והמיסויים בה.
- גיבוש המלצות אודות מתווה האסדרה הראוי ביחס למכשירי ההשקעה בחיסכון לטווח קצר ובינוני, באופן שיביא לצמצום הארביטראז' במידת האפשר, לשם קידום התחרות וטובת החוסכים והמשקיעים. במידה ויש בכך צורך, על הצוות להמליץ על תיקוני החקיקה וההוראות המסדירות הנדרשים לשם יישום המלצות.

כפי שיתואר בהמשך, במהלך התקופה מאז הקמת הצוות, הצוות קיים ישיבות רבות, דיונים, פרסם קול קורא, קיבל עמדות והצעות מהציבור ומגורמים בעלי עניין וקיים הליך שימוע במסגרתו הופיעו בפניו מגיבים שביקשו לפרוס את עמדתם בפני הצוות.

לאחר העמקה בחומרים שנאספו, סברו רוב חברי הצוות כי נכון לעבור למודל אחר מזה הנהוג כיום בישראל, וגיבשו מודל חדש במסגרתו ייכללו באופן שוויוני, עד כמה שניתן, כלל מכשירי ההשקעה. לעומתם, נשמעה בצוות גם עמדת מיעוט שסברה כי המודל שגובש אינו מתאים ואינו בר יישום, וכן שאינו מגובש דיו על מנת להביאו להערות ציבור. לאור עמדת רוב חברי הצוות שסברו כי יהיה זה נכון לפרסם לציבור את המתווה שגובש כבר בשלב זה, וגם בשל חילופי הגברי הצפויים בתפקיד יו"ר הצוות, הוחלט להפיץ את הדו"ח, בצירוף דעת המיעוט המפורטת, להערות הציבור.

יודגש כי דו"ח זה מהווה דו"ח ביניים להערות הציבור, וברי כי רק לאחר קבלת כלל ההתייחסויות ולאחר שקילת כלל הטענות והנימוקים יופץ דו"ח סופי כמקובל.

# תוכן עניינים

5	פרק 1: מבוא
5	הקדמה לתחום השקעה והחיסכון
5	שרשרת הערך של מוצרי השקעה והחיסכון
6	מקורות הארביטראז' הרגולטורי
7	פעילות הצוות ומבנה הדו"ח
11	פרק 2: מיפוי המצב הקיים
11	אפיון החיסכון של משקי הבית בישראל
11	מכשירים פנסיוניים
13	מכשירי החיסכון שנבחנו על-ידי הצוות: קופת גמל להשקעה, פוליסת חיסכון, קרן נאמנות
14	קופת גמל להשקעה
15	פוליסת חיסכון
17	קרן נאמנות
20	יתרונות וחסרונות בריבוי סוגי מוצרי השקעה וחיסכון
21	המתווכים הפיננסיים
21	סוכן ביטוח פנסיוני
22	יועץ פנסיוני
22	יועץ ומשווק השקעות, ומנהל תיקים
24	פרק 3: עקרונות להסדרת השוק
24	עקרונות כלליים
25	עקרונות ביחס לשינויים בהטבות המס
27	פרק 4: סקירת הבעיות המרכזיות במצב הקיים
27	מקטע הייצור
27	מקטע התיווך
28	הנגשה לציבור וממשק המשתמש
29	ארביטראז' מיסוי
31	פרק 5: פתרון מוצע – ביטול הארביטראז' המיסויי בין המוצרים, יצירת תשתית לפלטפורמת השקעה וחיסכון והבטחת תיווך הוליסטי
31	ביטול הארביטראז' המיסויי בין המוצרים
34	יצירת פלטפורמה אחידה כולל ממשק משתמש לטובת הנגשה לחוסכים

37	הבטחת "תיווך הוליסטי ואובייקטיבי" לאורך חייו של החוסך
40	סיכום
43	עמדת רשות שוק ההון, ביטוח וחסכון
65	נספח: השוואה בינלאומית – בריטניה, יפן, קנדה
65	בריטניה – Individual Savings Account (ISA)
66	יפן – Nippon Individual Savings Account (NISA)
66	קנדה - Tax-Free Savings Account (TFSA)

## פרק 1: מבוא

### הקדמה לתחום ההשקעה והחיסכון

לפי התיאוריה הכלכלית, לציבור ישנה תועלת מחיסכון פרטי, המתרגמת למוטיבציה שלא לצרוך את ההכנסה במלואה עם קבלתה, וזאת משתי סיבות מרכזיות. ראשית, חיסכון מהווה אמצעי ל"החלקת צריכה" על פני החיים עבור החוסך לתקופות בהן ההכנסה עשויה להיות נמוכה יותר. שנית, חיסכון מהווה אמצעי להשקעה לצורך הגדלת ההון וגיוון מקורות ההכנסה של החוסך. בהתבוננות כלל משקית, חיסכון, ובעיקר חיסכון פיננסי, משמשים להשקעה שמצידה מהווה תשתית לפעילות ריאלית ופיננסית במשק.

ישנם גורמים שונים המשפיעים על המוטיבציה של הפרטים לחסוך, ואלו, יחד עם מאפיינים נוספים של החוסכים, משפיעים על האפיק באמצעותו יבצעו את החיסכון. כך למשל, מטרת השימוש העתידי בכספי החיסכון יכולה להשפיע על משכו, רמת החיסכון של נכסי ההשקעה, רמת הנזילות שלהם, הדרישה למעורבות החוסך בניהול הכספים ועוד. לאלו מתווספים מאפייני החוסך עצמו דוגמת רמת האוריינות הפיננסית והטכנולוגית שלו, יכולת ההשתכרות שלו ועוד. מאפיינים אלו של החוסכים והחיסכון יוצרים יחדיו את מבנה הביקוש לחיסכון מצד אחד, ומן הצד השני מבקשים לפגוש את היצע של מכשירי החיסכון. ככלל, ניתן לחלק את היצע מכשירי החיסכון בישראל לשני סוגים עיקריים: מכשירי חיסכון מנדטוריים, דוגמת החיסכון הפנסיוני, אשר ככלל הכספים הצבורים מנהלים ומושקעים לטווח ארוך ומיועדים לגיל פרישה; ומכשירי חיסכון וולונטריים, לגביהם בוחר הפרט האם, באיזה היקף וכיצד להשתמש. נוסף על חלוקה זו ישנו גם את מכשיר קרן ההשתלמות, קופת גמל לשכירים ולעצמאים. קופת גמל זו אינה מנדטורית אולם ההחלטה לחסוך במכשיר זה לרוב אינה נתונה באופן בלעדי בידיו של החוסך אלא נתונה לשיקול דעתו של מעסיקו (שאף מפריש לקרן זו). במדינות רבות וישראל בתוכן, קיימים מספר מכשירי השקעה וחיסכון שנועדו לתת מענה לצרכים משתנים של החוסכים.

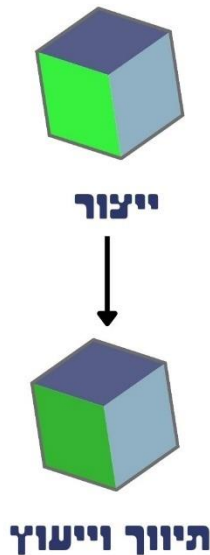
### שרשרת הערך של מוצרי ההשקעה והחיסכון

בחינת המפגש האופטימלי בין הביקוש של הפרטים לחיסכון, לבין היצע המכשירים הקיים, נעשתה במסגרת הצוות בראי מבנה שרשרת הערך של מוצרי ההשקעה והחיסכון השונים, אותה ניתן לחלק לשני מקטעים מרכזיים, הקשורים זה בזה:

#### 1. **מקטע הייצור:** מתייחס ליצרני מוצרי החיסכון ביניהם חברות מנהלות של קופות גמל, חברות

ביטוח, חברות לניהול קרנות נאמנות, מנהלי תיקי השקעות, בנקים ועוד.

2. **מקטע התיווך והייעוץ:** מתייחס למתווכים של מוצרי החיסכון השונים לציבור ביניהם סוכני ביטוח, יועצים פנסיוניים, משווקי השקעות, יועצי השקעות, מנהלי תיקים, עובדי הבנקים המסחריים ועוד.



מאפיין חשוב נוסף של שוק מוצרי החיסכון מתייחס לפלטפורמה על גביה החוסך נחשף למוצרי החיסכון השונים שהוא מחזיק, לרבות הצגת סך החיסכון, מסלול ההשקעה שנבחר, תשואות, דמי ניהול ועוד. בין אלו ניתן למנות את הכלים שמספקת המדינה לפרט בהקשר זה כגון "הר הכסף"; האזור האישי ב GOV.IL והמסלוקה הפנסיונית בהם ניתן לצפות במידע של החוסך באופן מרוכז; כלים הניתנים על ידי היצרנים עצמם, אשר חלקם אף מחויבים לספק לחוסך או למשקיע כלים כאמור מתוקף הוראות רגולטוריות החלות עליהם, כגון עמוד ניהול חשבון המסחר העצמאי באתר של חבר הבורסה, האזור האישי של החוסך בקופת הגמל, האפליקציה או עמוד החשבון האישי באתר הבנק ועוד.

### מקורות הארביטראז' הרגולטורי

בין מכשירי החיסכון שנבחנו במסגרת עבודת הצוות, ובין מכשירי החיסכון הפנסיוניים שאינם וולונטריים, קיימים פערים רגולטוריים ומיסויים שונים. זאת, הן במקטע התיווך והייעוץ לחוסכים, והן במקטע הייצור של המכשירים. פערים אלו מוסברים בין היתר בכך שמכשירים שונים נוסדו במקור למטרות חיסכון והשקעה שונות, וכן בכך שמכשירים שונים ומתווכים שונים מפוקחים על-ידי מפקחים פיננסיים שונים.

במקטע הייצור, רשות ניירות ערך מפקחת על קרנות נאמנות, על תשקיפים של ניירות ערך ועל הבורסה לניירות ערך, ורשות שוק ההון מפקחת על פוליסות חיסכון, קופות גמל להשקעה, קרנות

השתלמות, קרנות הפנסיה החדשות (מקיפות וכלליות) ו-ותיקות, וקופות גמל (מרכזית לקצבה, תגמולים ופיצויים). במקטע התיווך רשות שוק ההון מפקחת על משווקים ויועצים פנסיוניים, רשות ניירות ערך מפקחת על יועצי ומשווקי השקעות, והפיקוח על הבנקים מפקח על פעילות בנקאית שמציעה ללקוחות פיקדונות בנקאיים.

מספר בעיות בתחום זה זוהו במסגרת עבודת הצוות:

- קיימים פערי אינפורמציה גדולים בין החוסכים לבין היצרנים בשל מורכבות וריבוי המכשירים.
- אין רישיון תיווך פיננסי יחיד שמאפשר למחזיק בו להעניק ייעוץ הוליסטי לחוסך על כלל החסכונות לאורך חייו.
- ארביטראז' מיסויי בין המכשירים השונים מטה את שיקולי החוסכים.
- קיים חשש להטיה ביעוץ לגבי המכשירים אצל חלק מהמתווכים.
- קיים שוני רגולטורי בתחום ניהול ההשקעות ובהם תפקידי של ועדת השקעות, כשירות ואי תלות של בעלי תפקידים, מגבלות על עסקאות עם צדדים קשורים, מערכי בקרה, ועוד;

בפרט, בכתב המינוי נרשם כי התגלו פערים רגולטוריים ומיסויים במכשירי ההשקעה הוולונטריים לטווח קצר, בינוני וארוך הבאים: פוליסת חיסכון, קופות גמל להשקעה וקרנות נאמנות. מכשירים אלו דומים זה לזה במאפיינים רבים, לרבות אופן ניהול הכספים בהשקעה משותפת והשימושיות עבור החוסך, אולם התגלו ביניהם פערים רגולטוריים ומיסויים רבים כאמור. פערים אלו, יכולים להביא בין היתר לארביטראז' רגולטורי ולהקצאה לא מיטבית של ההון, באופן שעלול לפגוע בחוסכים ובמשקיעים.

### פעילות הצוות ומבנה הדו"ח

הצוות לצמצום ארביטראז' רגולטורי במכשירי השקעה וחיסכון לטווח קצר ובינוני התמקד, בהתאם לכתב המינוי, במכשירים הוולונטריים שהם אלו בהם עושה החוסך שימוש לטווח הזמן שאינו ארוך. עם זאת, במקומות בהם זוהה צורך, נבחנו גם המכשירים ארוכי הטווח, כפי שיוצג בדו"ח זה.

בישראל קיימים מספר מכשירים פיננסיים המוצעים לציבור החוסכים לצורך מתן מענה לסגמנט החיסכון הוולונטרי לטווח קצר, בינוני וארוך, המרכזיים בהם הם:

1. קופת גמל להשקעה
2. פוליסת חיסכון

3. ניהול חשבון השקעות (באופן עצמאי או באמצעות קבלת שירות של ניהול תיקים) המאפשר השקעה בניירות ערך ונכסים פיננסיים נוספים, לרבות קרנות נאמנות, באמצעות חשבון למסחר המתופעל בחבר בורסה
4. פיקדון בנקאי
5. קרנות השתלמות

ככלל, ניתן לטעון כי מנקודת מבטו של החוסך, תכלית השימושיות במוצרים אלו דומה: אלו מספקים מענה לביקוש שקיים אצל פרטים לצורך חיסכון. ברם, קיימת שונות מהותית בין המוצרים לרבות המסגרת החוקית, מאפייני המוצרים, הבדלים רגולטוריים במסגרת הפיקוחית, ברגולציה הנוגעת להפקדה, משיכה, ניווד וקבלת הלוואות, במסגרת המיסויית, בגורמים המתווכים, רמת ההגנה הצרכנית ובחובות הגילוי. פערים אלו יוצרים את הארביטראז' הרגולטורי הנדון במסגרת עבודת הצוות, ויש בהם כדי להשפיע הן על החלטות החוסך והן על רווחתו.

ברקע הדברים, ישנה סוגיית מורכבותם של המוצרים והקושי של מרבית החוסכים להבין לאשורם את ההבדלים ביניהם, את משמעות הבחירה באחד על פני השני, לרבות ההשפעה של הבחירה על רווחתם. יודגש כי השונות בין המוצרים כשלעצמה יכולה להיות בעלת ערך לצרכנים, לרבות דרך תרומה לרמת התחרות ממנה נהנים הצרכנים. הרי, כשם שישנה שונות בין הצרכנים עצמם במאפייניהם, ייתכן כי ההתאמה המיטבית בין החוסך למוצר החיסכון האופטימלי עבורו, מצדיקה שונות כלשהי גם בין המוצרים. שאלת רוחבו של המגוון הנדרש של מוצרי חיסכון, אשר ייתן מענה מיטבי לביקוש של הפרטים בישראל לחיסכון, הולידה מיקוד של הצוות בשני צירים מרכזיים: בציר הראשון, בחינת המקומות בהם רצוי לצמצם את הארביטראז' הרגולטורי בין מכשירי החיסכון השונים, תוך הכרה בתועלת שקיימת לצרכנים מעצם קיומו של מגוון מכשירים וגופים שמציעים אותם (בין היתר, אך לא רק דרך ההשפעות התחרותיות). בציר השני, מיקוד בקושי האינהרנטי של החוסך לקבל את החלטות ההשקעה המיטביות עבורו, על רקע שלל פערי האינפורמציה כאמור, ובמענה הנדרש כדי לסייע לצרכנים בקבלת החלטה המיטבית עבורם.

לאור זאת, החליט שר האוצר להקים צוות במשרד האוצר לצורך צמצום הפערים הרגולטוריים בין מכשירי החיסכון הוולונטריים לטווח קצר ובינוני. תפקיד הצוות יכלול את:

1. בחינת האסדרה הקיימת של מכשירי החיסכון לטווח קצר ובינוני, על מכלול היבטיה, ומיפוי הפערים הרגולטוריים והמיסויים בה.
2. גיבוש המלצות אודות מתווה האסדרה הראוי ביחס למכשירי החיסכון לטווח קצר ובינוני, באופן שיביא לצמצום הארביטראז' ככל שניתן, לטובת קידום התחרות וטובת החוסכים



והמשקיעים. במידה ויש בכך צורך, על הצוות להמליץ על תיקוני החקיקה הנדרשים לשם יישום ההמלצות.

בראש הצוות עומד מנכ"ל משרד האוצר, עו"ד שלומי הייזלר. חברים נוספים בצוות (או מי מטעמם): הממונה על התקציבים; הכלכלן הראשי והממונה על הכנסות המדינה; החשב הכללי; הממונה על שוק ההון, ביטוח וחסכון; מנהל רשות המסים; יו"ר רשות ניירות ערך.

עבודת הצוות התמקדה בבחינת שיפור יעילות ההשקעה והחסכון על-ידי צמצום הפערים הרגולטוריים בין מכשירי ההשקעה והחסכון<sup>1</sup> השונים ואופן תיוכם. זאת, תוך שאיפה לשיפור תנאי התחרות על הצרכן, הן במקטע הייצור והן בקטע התיווך וההפצה. מסמך זה מהווה דו"ח ביניים להתייחסות הציבור, והוא מסכם את פעילות הצוות עד כה. הצוות פעל באופן הבא להשגת מטרותיו:

**ניתוח האסדרה הקיימת:** ביצוע ניתוח מעמיק של האסדרה הקיימת על כל היבטיה, כולל הפיקוח הרגולטורי, המסגרת המיסויית, דרישות הממשל התאגידי אצל היצרנים, מקטע התיווך במוצרי ההשקעה והחסכון והרגולציה הנוגעת להפקדה, משיכה, ניווד וקבלת הלוואות וכן הגנות צרכניות.

**מיפוי הפערים הרגולטוריים והמיסויים:** מיפוי הפערים הרגולטוריים והמיסויים בין המכשירים השונים, לרבות השוואה בינלאומית של מכשירים דומים, על מנת להבין את הגורמים לפערים אלו והשפעתם על המשקיעים והמשק.

**פרסום קול קורא וקיום שימועים:** כחלק מפעילות הצוות, ביום 18 לאפריל 2024, פורסם באתר משרד האוצר "קול קורא לקבלת התייחסויות ועמדות ציבור - הצוות לצמצום ארביטראז' רגולטורי במכשירי השקעה וחסכון לטווח קצר ובינוני". זאת, במטרה לקבל מידע מהציבור ובעלי העניין השונים, ולהבין את ההבדלים במוצרים השונים ברמת ההגנה על המשקיעים והחוסכים, להבין את פערי הרגולציה בין מוצרי החיסכון וההשקעה השונים וכן קבלת המלצות כיצד ניתן לצמצם את הפער הרגולטורי בין המכשירים.

כאמור לעיל, דו"ח זה מהווה דו"ח ביניים להערות הציבור, והוא גובש לאחר שהוצגו בפני הצוות סקירות מקצועיות על ידי גורמי המקצוע השונים החברים בצוות, וכן על-ידי נציגי ממשלה נוספים. כמו כן, הצוות בחן את התגובות שהתקבלו לקול הקורא, שמע את התייחסויות המגיבים בשימועים

<sup>1</sup> לאורך הדו"ח נעשה שימוש הן במונח חיסכון והן במונח השקעה, לעיתים יחד ולעיתים בנפרד. הצוות מזהה שפעילויות אלו הינן דומות בהקשרים הרלוונטיים לצורך בחינת מכשירי ההשקעה והחסכון לטווח קצר ובינוני, ובשל כך הדו"ח עושה שימוש במונחים אלו לסירוגין, ואין בכך כדי להעיד על שונות מהותית ביניהם.

שהתקיימו בפני הצוות, ושילב בו התייחסויות לתגובות של המגיבים השונים במקומות הרלוונטיים לכך.

בפרק השני של דו"ח הביניים נאפיין את החיסכון של משקי הבית בישראל, נמפה את מכשירי החיסכון הוולונטריים לטווח קצר ובינוני המוצעים כיום, וכן נתייחס לתיווך שניתן לחוסכים ביחס למוצרים אלו. בפרק השלישי נסקור את העקרונות המרכזיים להסדרת השוק. בפרק הרביעי, נציג את הבעיות שבמבנה הקיים בשוק מכשירי החיסכון הוולונטריים לטווח קצר ובינוני, תוך התמקדות בשני המקטעים המרכזיים על גבי שרשרת הערך. לבסוף, בפרק החמישי, נציג את הפתרון המוצע בשלב זה על-ידי חברי הצוות, לרבות סקירת המאפיינים השונים שלו וכללי המיסוי והרגולציה הנוגעים לו. בנספחים ניתן יהיה למצוא השוואה בינלאומית למכשירים דומים במדינות מובילות.

## פרק 2: מיפוי המצב הקיים

### אפיון החיסכון של משקי הבית בישראל

עבודת הצוות התמקדה, בהתאם לסמכות שהוטלה עליו, במכשירי חיסכון לטווח קצר ובינוני. עם זאת, במהלך עבודת הצוות נצברה הבנה כי במסגרת הדיון בדבר צמצום ארביטראז' רגולטורי ומיסויי ביחס למוצרים אלו, נדרשת הסתכלות רחבה על צרכי החיסכון של הפרטים במשק. לא זאת בלבד שנדרשת הסתכלות רוחבית על צרכי החיסכון בטווחי הזמן השונים, גם במאפייניהם של המכשירים לטווחי הזמן השונים ישנה חפיפה מסוימת. כך למשל, חלק ממכשירי ההשקעה והחיסכון לטווח קצר ובינוני מכילים הטבות מס פנסיוניות במהותן (הטבה המותנית במשיכה כקצבה בגיל 60). בהתאם כאמור, זוהו ערך בבחינה הוליסטית של מכשירי החיסכון השונים הקיימים בישראל. הדמיון הקיים בין המכשירים השונים אל מול שונות הטבות המס שמכילים גוררים ארביטראז' ביניהם. על רקע הבנות אלו, נערך אפיון רוחבי של החיסכון של משקי הבית בישראל שיובא להלן.

מדינות רבות נוהגות להתערב בתחום החיסכון הפרטי בכלל, וזה הפנסיוני בפרט, במגוון ערוצים שונים. התערבות זו נועדה בעיקר לטפל בכשל השוק הנובע מקוצר הרואי של מרבית הפרטים ביחס להכנסתם<sup>2</sup>, ולהבטיח קצבת פרישה נאותה, לעיתים עד כדי שאיפה לשימור רמת החיים של הגמלאי לאחר פרישתו. ההתערבות הממשלתית יכולה לנוע על הטווח שבין חובת הפרשה פנסיונית, מתן הטבות מס על מכשירי השקעה וחיסכון, ועד דחיפה (Nudge) של החוסכים לחסוך באמצעות תוכניות ברירת-מחדל.

### מכשירים פנסיוניים

בשלושת העשורים האחרונים, מדינת ישראל צמצמה במספר מהלכים שונים את מודל ההפרשה לפנסיה הישן שהיה נהוג בעבר, תוך ביטול האפשרות להצטרפות לעמיתים חדשים למסלולי הפנסיה הישנים, שנשענו במקרים רבים על תקציב המדינה לצורך איזון אקטוארי. כך, מדינת ישראל הקימה מסלולי חיסכון פנסיוניים המבטלים את מודל הזכויות המוגדרות (Defined Benefit) והפנסיה התקציבית, ונשענים על הפרשות החוסך והמעסיק לחיסכון של העמית. שינויי המדיניות הבולטים לסגירת מודלים ישנים ומעבר למודל פנסיוני חדש כוללים בין היתר:

- בשנת 1995, נסגרה האפשרות להצטרף לקרנות הפנסיה הוותיקות, ונפתחו קרנות הפנסיה החדשות.

<sup>2</sup> הספרות הכלכלית בנושא עוסקת בתופעת הסיכון המוסרי (moral hazard) שעלול להתרחש בקרב הפרטים, שבא לידי ביטוי בדמות צריכה גבוהה בהווה תוך דחיית החיסכון לפרישה למועד עתידי כלשהו. להרחבה ראו למשל: Stiglitz, J.E. (1983). Risk, Incentives and Insurance: The Pure Theory of Moral Hazard. *The Geneva papers on risk and insurance-issues and practice*, 8, 4-33.

- בשנת 2000, בוטלה האפשרות למשיכה הונית בפנסיה ובביטוחי מנהלים.
- בשנת 2002, נסגרה האפשרות להצטרף למודל פנסיה תקציבית לעובדי המגזר הציבורי.
- בשנת 2003, נערכה רפורמה תשתיתית בקרנות הפנסיה הוותיקות בניהול מיוחד (גרעוניות) לשם הבטחת הזכויות המוגדרות מראש לעמיתים.
- בשנת 2011, קופות הגמל המרכזיות לפיצויים שכללו הפרשות של מעסיקים לתשלומי פיצויי פיטורין לעובדים, והרשומות על שם המעסיק בלבד, נסגרו להפקדות חדשות.
- בשנת 2012, נכנס לתוקף "תיקון 190" לפקודת מס הכנסה המעניק יכולת להפקיד כספים לקופת גמל במעמד עצמאי.
- בשנת 2013 בוטל המקדם המובטח לחוסכים בפוליסות חדשות של ביטוח המנהלים.

החל משנת 2008 שכירים מחויבים להפקיד לקרן פנסיה או למוצר חיסכון פנסיוני אחר, כאשר המעסיקים מחויבים גם הם להפקיד עבור השכירים מתוך השכר החודשי, בשיעורים שנקבעו בחוק. הפקדות אלו מתחלקות בין רכיב תגמולי העובד, תגמולי מעסיק ופיצויים. החוסך מקבל הטבות מס בגין ההפקדות, והוא זכאי להטבות מס גם בגין המשיכה של הקצבה בעת הפרישה. במסגרת זו, החל משנת 2017 הורחב החיוב להפריש חלק מההכנסה לחיסכון פנסיוני לצורך קצבת פרישה גם לעובדים עצמאיים, והם נהנים מהטבות מס הן בגין הפקדות אלו והן בגין המשיכה.<sup>3</sup> לבסוף, נציין שבשנת 2016 הושקו קופות הגמל להשקעה, שהטבת המס הניתנת במסגרתן מתמרצת את החוסכים להחזיק את המכשיר עד לפרישה לטובת זכאות להטבת מס.<sup>4</sup>

מכשיר נוסף לחיסכון לטווח בינוני הוא קרנות ההשתלמות. מכשיר זה אינו כולל רכיב ביטוחי, והוא ניתן למשיכה הונית לכל מטרה בתום שש שנות ותק בפטור מלא ממס רווחי הון. בנוסף, גם על ההפרשה מהשכר לקרן ההשתלמות יש הטבת מס בדומה למוצרים פנסיוניים אחרים, לפי המפורט בחוק. קרן ההשתלמות פתוחה כיום לשכירים ולעצמאיים כאחד, והיא נועדה במקור לשמש את ציבור העובדים למימון השתלמות ולימודים בתום שש שנות עבודה. יודגש כי זהו מכשיר חיסכון וולונטרי במהותו, אך הוא אינו מונגש לציבור הישראלי באופן גורף ומהווה הטבה נלווית לשכר עבור החוסכים בעשירוני ההכנסה הגבוהים לרוב, וכתלות במוכנותו של המעסיק לבצע עבור העובד חיסכון באמצעות המכשיר.

מדיניות זו של ישראל מביאה לכך שהמערכת הפנסיונית הנהוגה כיום בישראל מתאפיינת בעמידות גבוהה וביחס תחלופה שתואם את ממוצע ה-OECD בכל רמות ההכנסה.<sup>5,6</sup> בנוסף, גם שיעור הכיסוי

<sup>3</sup> להרחבה, ראו "על הטבת המס לחיסכון פנסיוני בישראל – ניתוח מדיניות", אגף הכלכלן הראשי, ספטמבר 2024.

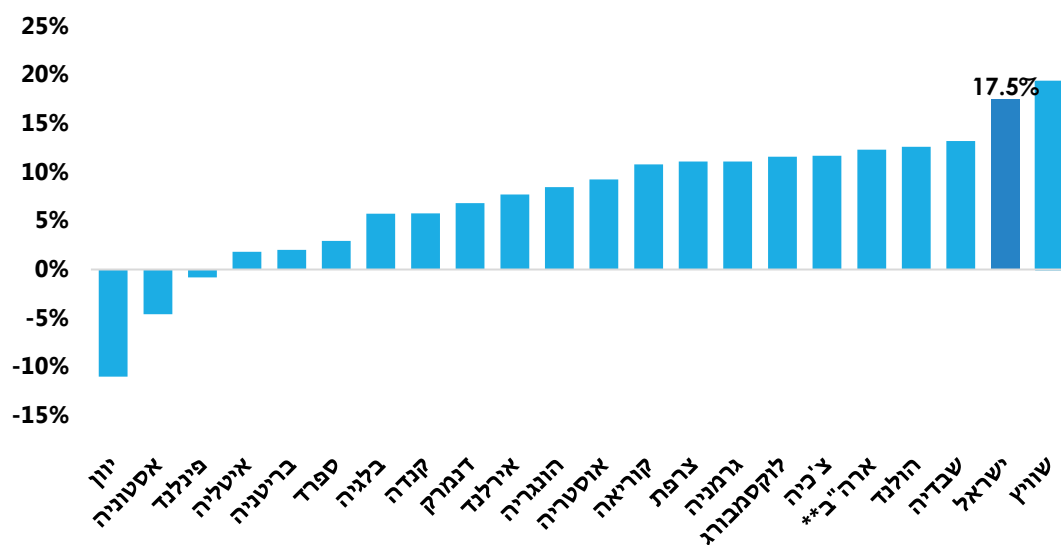
<sup>4</sup> ראו הרחבה בהמשך הפרק אודות מאפייני קופת גמל להשקעה.

<sup>5</sup> יחס תחלופה פנסיוני (Replacement Rate) מוגדר כיחס בין גובה הגמלה לאחר הפרישה, ובין השכר טרם הפרישה. יחס תחלופה של 1 משמר באופן מלא את ההכנסה לאחר הפרישה לעומת ההכנסה טרם הפרישה.

<sup>6</sup> להרחבה אודות יחס תחלופה ראו: "מהי רמת החיים הצפויה בפנסיה לחוסכים הצעירים של היום", אגף הכלכלן הראשי, אפריל 2016. קפלן, מרב, "האם הורים בישראל חוסכים לפנסיה יותר מדי? השוואה בינלאומית של שיעורי החיסכון

הפנסיוני הממוצע בישראל גבוה ומדורג במקום הרביעי מבין המדינות המפותחות (כ-86%), במה שמוסבר בין היתר על-ידי חובת ההפרשה הנהוגה בישראל, שלא נהוגה בהכרח במדינות אחרות<sup>7</sup>. באופן דומה, גם שיעור החיסכון נטו של משקי הבית בישראל גבוה מאד בהשוואה בינלאומית (ראו תרשים 1). בנוסף, ארגון ה-OECD מספק אינדיקציה לכך שהטבות המס בישראל הינן יחסית נדיבות. לפי ניתוח אחד של הארגון, ישראל מדורגת רביעית ב"הוצאות המס" (Tax breaks) ביחס לתוצר בתוכניות פנסיה פרטיות (1.2% תוצר לעומת ממוצע של 0.5% ב-OECD)<sup>8</sup>.

**תרשים 1: שיעור חיסכון נטו<sup>9</sup> של משקי הבית כאחוז מההכנסה הפנויה לשנת 2022**



מקור: OECD. עבור ישראל: עיבודי הכלכלן הראשי לנתוני הלמ"ס

מכשירי החיסכון שנבחנו על-ידי הצוות: קופת גמל להשקעה, פוליסת חיסכון, קרן נאמנות

שלושת המכשירים שנמפה להלן: קופות גמל להשקעה, פוליסות חיסכון וקרנות נאמנות, הם מכשירי חיסכון וולונטריים. דהיינו, מכשירי חיסכון שחוסך רוכש תוך שימוש בהכנסה הפנויה שלו, לאחר שזו חויבה בתשלום המס הרלוונטי.

<sup>7</sup> באמצעות תקנון יחס התחלופה לגודל משק הבית", מכון ירושלים למחקרי מדיניות, אוגוסט 2020. ברנדר, עדי "השפעת הסדרי החיסכון לגיל הפרישה בישראל על התחלקות ההכנסות", בנק ישראל, דצמבר 2010. ליפשיץ, אסנת, "גובה ההפרשה האופטימלית לפנסיה חובה", מכון אהרון, ינואר 2020.

<sup>7</sup> OECD Pension Markets in Focus, 2023.

<sup>8</sup> על הטבת המס לחיסכון פנסיוני בישראל – ניתוח מדיניות", אגף הכלכלן הראשי, ספטמבר 2024.

<sup>9</sup> מתייחס לשיעור החיסכון הכולל את כלל אפיקי החיסכון האפשריים, כאחוז מההכנסה הפנויה (לרבות מכשירים שאינם קצבתיים).

## קופת גמל להשקעה

קופת גמל להשקעה היא מוצר חיסכון והשקעה המנוהל על ידי גופים מוסדיים (חברות מנהלות של גמל ופנסיה). מוצר זה קיים החל מנובמבר 2016 מתוקף חוק הפיקוח על שירותים פיננסיים (קופות גמל), תשס"ה-2005 (להלן - **חוק הפיקוח על קופות גמל**), והוא מפקח על-ידי רשות שוק ההון, ביטוח וחיסכון. במסגרת מכשיר זה, כספי החוסכים מנוהלים בנאמנות עבור החוסכים במספר מוגדר של מסלולי השקעה, בהתאם להוראות הממונה על שוק ההון. ההשקעה נעשית באמצעות אגרגציה של כספי חוסכים לצורך השקעה משותפת בהתאם להוראות המסלול. קופות גמל להשקעה מציעות לחוסכים מספר מוגבל של מסלולי השקעה אקטיביים, פאסיביים וסחירים ברמות סיכון שונות על בסיס תמהיל אפיקי השקעה שונים (מניות, אג"ח וכיוצא בזה). מסלולי ההשקעה אותם גוף מוסדי ראשי לנהל ולהציע ללקוחותיו במוצרים השונים, מוגדרים במסגרת רשימה סגורה הנקבעת על-ידי הממונה על שוק ההון, מוגבלים במספרם ומוגדרים בהתאם לאופי ההשקעה. בנוסף, בחירת אפיקי ההשקעה והתמהיל שלהם בכל אחד מהמסלולים כפופים לכללי השקעה שנקבעו על ידי הממונה על שוק ההון. להשלמת התמונה יצוין שקופות גמל להשקעה מנוהלות על גבי אותה תשתית רגולטורית ותפעולית באמצעותה מנוהלות קופות גמל בתוכנית "חיסכון לכל ילד".

**סך נכסים מנוהלים:** נכון לחודש נובמבר 2024, סך הכספים המנוהלים בקופות גמל להשקעה (ולמעט חיסכון לכל ילד) עומד על כ-58 מיליארד ש"ח.

**כללי מיסוי:** חוסכים פטורים מתשלום מס על הרווחים שנצברו בקופה במידה והם מושכים את הקופה כקצבה ולאחר גיל 60. בנוסף, מעבר בין מסלולי השקעה שונים בתוך הקופה, וכן מעבר בין קופות גמל להשקעה אינה נחשבת "אירוע מס" (דחיית מס) ככל והחוסכים מושכים את הכספים בדרך של משיכה הונית, הרווחים אשר נצברו בקופה ימוסו כהכנסה מרבית.

### כללים רגולטוריים נוספים:

- קיימת תקרת הפקדה שנתית של כ-81,700 ₪ בשנה (נכון לשנת 2025) עבור כל חוסך בכל הקופות הקיימות
- קיים מגוון מסלולי השקעה, הנבדלים זה מזה ברמות הסיכון, בתשואה הצפויה, ובמדיניות ההשקעות. החוסכים יכולים לבחור מסלול השקעה אחד או לשלב בין מספר מסלולים, כאשר מאפייני המסגרת של המסלול קבועים ואינם משתנים, מדיניות ההשקעות בכל מסלול שקופה לחוסך במסגרת פרסום מדיניות השקעה צפויה
- הנכסים המנוהלים בקופת הגמל יכולים לכלול נכסים סחירים ולא סחירים, ובהתאם לכללי ההשקעה החלים על הגופים המוסדיים

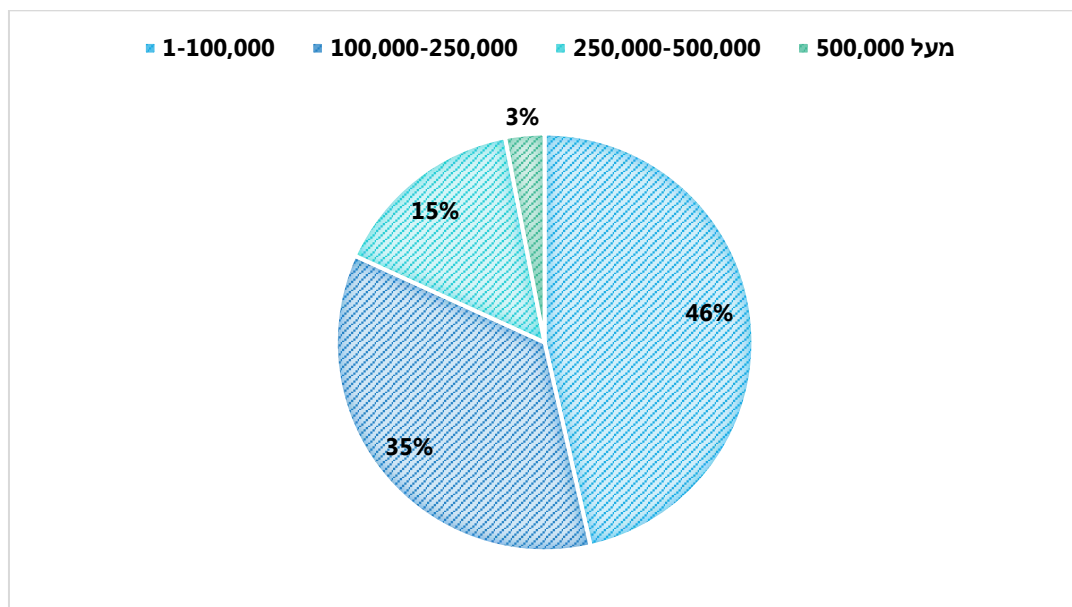
- הגוף המוסדי רשאי להעניק הלוואה לחוסך בקופת גמל להשקעה כנגד החיסכון שנצבר בקופה, עד לגובה של 80% מיתרת החיסכון הצבור של החוסך בקופה
- תקרת דמי הניהול המותרת היא 4% מההפקדה ו-1.05% מהצבירה בקופה.

תיווך ושיווק המכשיר (להרחבה אודות המתווכים ראו בהמשך):

סוגי המתווכים הפנסיוניים הרשאים לבצע שיווק או ייעוץ לגבי קופת גמל להשקעה:

- משווקים פנסיוניים (הפצה ישירה)
- סוכני ביטוח פנסיוניים
- יועצים פנסיוניים

תרשים 2: פילוח סך הצבירה לחוסך (במונחי כסף) בקופת גמל להשקעה בש"ח לסוף 2023:



מקור: רשות שוק ההון, ביטוח וחיסכון

**פוליסת חיסכון**

פוליסת חיסכון היא מוצר חיסכון פיננסי, המנוהל על ידי חברות ביטוח. פוליסות אלו מפוקחות במסגרת חוק הפיקוח על הביטוח, חלות עליהן הוראות חוק חוזה ביטוח, והן מפוקחות על ידי רשות שוק ההון, ביטוח וחיסכון. במסגרת מכשיר זה, חברות הביטוח מנהלות את הכספים המופקדים במספר מוגדר של מסלולים, בהתאם להוראות הממונה על שוק ההון, וההשקעה נעשית באמצעות אגרגציה של כספי חוסכים שונים לצורך השקעה משותפת בהתאם להוראות המסלול. במסגרת

ההשקעה, פוליסות החיסכון מציעות לחוסכים מסלולים ברמות סיכון שונות ובעלות מאפייני השקעה שונים, הכוללים השקעות בניירות ערך סחירים ולא סחירים. הבחירה במסלול או בתמהיל בין מסלולי השקעה מתבצעת בהתאם להעדפות האישיות של המשקיע. יצוין כי גם מסלולי ההשקעה במסגרת מוצרים אלה נקבעים על ידי רשות שוק ההון, ביטוח וחיסכון וכפופים לכללי השקעה שנקבעו בהוראות הממונה באשר למסלולי השקעה במוצרי חיסכון שתחת פיקוחו.

קיימת האפשרות להוסיף לפוליסות חיסכון רכיבים ביטוחיים, דבר המאפשר לחוסכים ליהנות מהגנה ביטוחית לצד החיסכון הפיננסי, אם כי זה אינו תנאי להצעת המוצר או להשקעה בו. כיום, בחלק מצמצם מפוליסות אלו קיים מרכיב ביטוחי, דוגמת ריסק או אנונה.

סך נכסים מנוהלים: נכון לחודש נובמבר 2024, סך הכספים המנוהלים בפוליסות חיסכון עומד על כ- 86 מיליארד ש"ח.

כללי מיסוי: ככלל, במשיכת הכספים הרווחים אשר נצברו בפוליסה ימוסו כהכנסה מריבית. מעבר בין מסלולי השקעה שונים בתוך חברת הביטוח לא נחשבת "אירוע מס". אולם, בשונה מקופות הגמל להשקעה שנסקרו לעיל, מעבר בין גופים מבטחים ניתן לבצע רק דרך משיכה והמלה של הכספים ומהווה אירוע חייב במס. מטבע הדברים יש לכך השפעות על דינמיקה התחרותית הקיימת במוצר זה שכן אירוע המס "נועל" במידה רבה את החוסכים בתוך פוליסה קיימת. בנוסף לאמור, נציין כי כן קיימת הטבת מס בפוליסות החיסכון במקרים מסוימים, וכתלות בגיל החוסך ובגובה ההכנסה שלו, בהתאם לסעיפים 125 ו-125 לפקודת מס הכנסה.

#### כללים רגולטוריים נוספים:

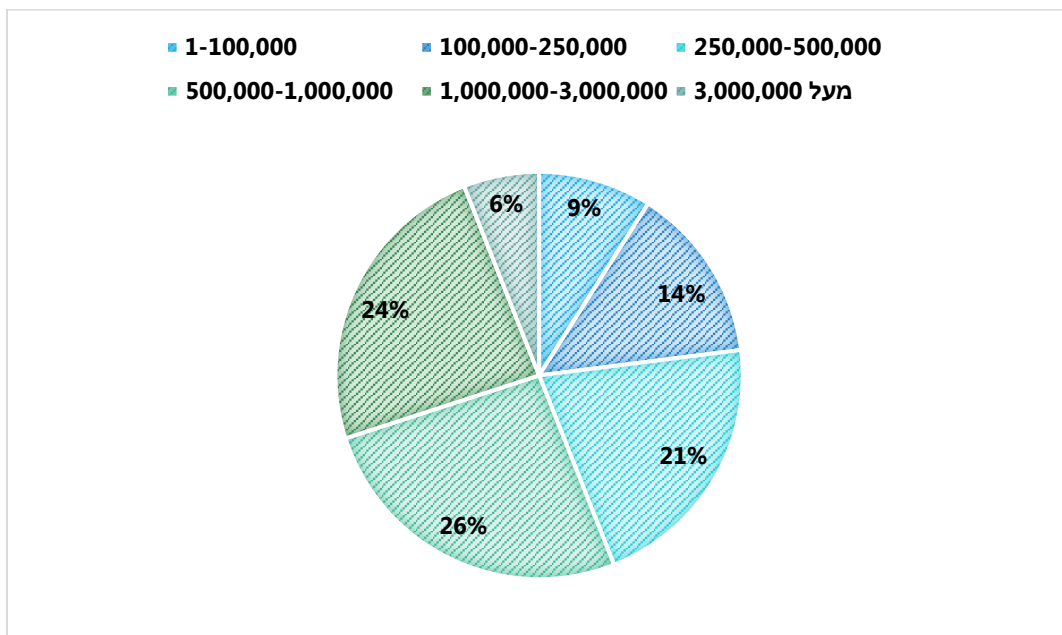
- לא קיימת תקרת הפקדה
- קיים מספר מוגדר של מסלולי השקעה, בהתאם להוראות הממונה
- הנכסים המנוהלים בפוליסת החיסכון יכולים להיות סחירים ולא סחירים, בהתאם לכללי ההשקעה החלים על הגופים המוסדיים
- הגוף המוסדי רשאי להעניק הלוואה לחוסך כנגד החיסכון שנצבר בפוליסה.
- תקרת דמי הניהול היא כקבוע בפוליסה ולכל היותר עד 2% מהצבירה.

#### תיווך ושיווק המכשיר:

- הפצה ישירה
- סוכני ביטוח
- יועצים פנסיוניים



**תרשים 3: פילוח סך הצבירה (במונחי כסף) בפוליסות חיסכון בש"ח לסוף 2023:**



מקור: רשות שוק ההון, ביטוח וחיסכון

**קרן נאמנות**

קרן נאמנות היא חשבון משותף שמטרתו השקעה משותפת בניירות ערך והפקת רווחים משותפים מהחזקתם ומהעסקאות בהם. ההשקעה בקרן נאמנות אפשרית לכל אדם ובכל סכום באמצעות חשבון ניירות ערך. מכשיר זה קיים החל משנת 1994 ומתוקף חוק השקעות משותפות בנאמנות, תשנ"ד-1994 (להלן - **חוק השקעות משותפות**). במסגרת מכשיר זה מנהלי קרנות הנאמנות מאושרים על ידי רשות ניירות, וקרנות הנאמנות מוצעות על ידם לציבור על פי תשקיף אשר קיבל את היתר הרשות. ניהול הקרן נעשה בהתאם למגבלות הקבועות בחקיקה. ההשקעה נעשית באמצעות אגרגציה של כספי חוסכים שונים לצורך השקעה משותפת בהתאם להוראות הקרן. קרן נאמנות יכולה לשנות מדיניות השקעות באופן שאינו מהותי, ולשנות דמי ניהול בהודעה מוקדמת. דמי ניהול בקרן ניתן להעלות רק בתחילת שנה קלנדרית.

סך נכסים מנוהלים: נכון לנובמבר 2024, סך הכספים המנוהלים בקרנות נאמנות פתוחות וקרנות סל עומד על כ-585 מיליארד ש"ח.

כללי מיסוי: אין אפשרות לקבל קצבת פרישה בקרנות נאמנות. מתאפשרת קניה ומכירה של ניירות ערך בקרן ללא אירוע מס בהתאם לסוג הקרן. בחשבונות מסחר עצמאיים ניתן לקזז הפסדי הון לעניין מס, בין היתר במסחר בקרנות נאמנות.<sup>10</sup>

#### כללים רגולטוריים נוספים:

- לא קיימת תקרת הפקדה
- הקרנות מחזיקות בעיקר ניירות ערך נסחרים ונגזרים
- לא ניתן לקחת הלוואה כנגד החיסכון שנצבר בקופה
- רכישת הקרן מתבצעת על-ידי החוסך (לבד או באמצעות מתווך) דרך חשבון ניירות ערך אצל חבר בורסה (בנק ושאינו בנק), ויחידות הקרן מוחזקות בחשבון הלקוח בחבר הבורסה.

#### תיווך ושיווק המכשיר:

- שיווק ישיר
- יועצי השקעות

לסיכום<sup>11</sup>, מצורפת טבלה לעניין הבדלי המיסוי, התיווך והבדלים מרכזיים נוספים בין המכשירים:

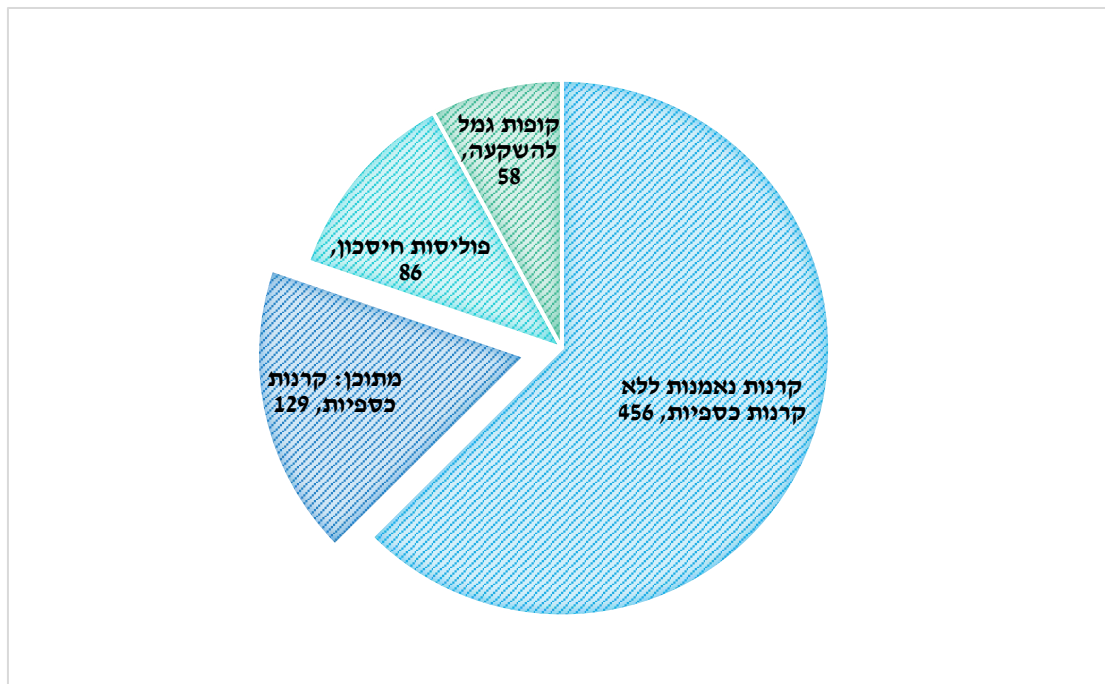
---

<sup>10</sup> קיימים הבדלים מסוימים לעניין כללי המס בין סוגים שונים של קרנות נאמנות, כך: א. קרן פטורה - קרן אשר הרווחים הנוצרים בה פטורים ממס. בעל היחידות מחויב בתשלום מס רווח הון ריאלי בגובה של 25% כשהוא פודה את היחידות שבבעלותו (או מוכר אותן במסחר אם מדובר בקרן סגורה) וניתן לקזז ממנו הפסדים מניירות ערך אחרים ומקרנות אחרות שבתיק ההשקעות של המשקיע. רובן המוחלט של הקרנות בארץ הן קרנות פטורות. ב. קרן חייבת - על הכנסתה החייבת של הקרן יחולו שערי המס שהיו חלים על רווחים או על הכנסות כאמור אילו היו מתקבלים על ידי יחיד. המשקיע פטור מתשלום מס בעת פדיון היחידות. ג. כללי מיסוי נוספים שמיועדים לתושבי חוץ - קרן להשקעות חוץ (פטור ממס לתושב חוץ), קרן להשקעות חוץ (מטבע עיקרי) וקרן חייבת לתושבי חוץ. <sup>11</sup> בשל מגבלת נתונים, אין יכולת לבצע פילוח של סך הצבירה לחוסך (במונחי כסף) עבור קרנות הנאמנות.

הבדלים נוספים			הבדלי מיסוי			
כיצד נרכש המכשיר, והיכן נמצא ממשק המשתמש?	מי מפקח על היצרן והמתווך?	למי מותר לשווק/לייעץ?	מעבר בין מסלולי השקעה / חברות מנהלות	משיכה פטורה ממס	תקרת הפקדה שנתית	סוג מכשיר החיסכון לטווח קצר ובינוני
באופן ישיר, דרך בעל הרישיון	רשות שוק ההון, ביטוח וחיסכון	סוכן ביטוח פנסיוני, יועץ פנסיוני	אינו "אירוע מס"	לאחר גיל 60 במשיכה כקצבה (גם רווחים וגם הקצבה)	81,700 ₪ (נכון לשנת 2025)	קופת גמל להשקעה
באופן ישיר, דרך בעל הרישיון	רשות שוק ההון, ביטוח וחיסכון	סוכן ביטוח, יועץ פנסיוני	מעבר בין חברות ביטוח נחשב "אירוע מס"	-	-	פוליסת חיסכון
דרך חשבון מסחר עצמאי, אצל חבר הבורסה	רשות ניירות ערך	משווק השקעות, יועץ השקעות	כל מעבר בין קרנות נחשב "אירוע מס"	קרן פטורה, החוסך חייב במס	-	קרן נאמנות

**תרשים 4: התפלגות מכשירי השקעה וחיסכון לטווח קצר ובינוני שנבחנו על-ידי הצוות, במיליארדי**

**₪ (דצמבר 2024)**



מקור: רשות שוק ההון, ביטוח וחיסכון, ורשות ניירות ערך

### יתרונות וחסרונות בריבוי סוגי מוצרי השקעה וחיסכון

ישנן הצדקות כלכליות לקיומה של שונות בין מוצרי ואפיקי השקעה וחיסכון שונים, כאשר ריבוי סוגי המוצרים מוביל בהתאם ליתרונות עבור החוסך. כך למשל, ריבוי מוצרים מסוגים שונים ובין יצרנים יכול לעודד תחרות בין יצרנים אשר תוביל לתשואות טובות יותר עבור החוסכים, לדמי ניהול נמוכים יותר ולעלייה באיכות השירות, בין היתר על ידי יצירת ממשק משתמש חדשני, נגיש ונוח. זאת, בהינתן שאין חסמי מעבר בין המוצרים ובין היצרנים ושהמוצרים מתחרים ב"מגרש משחקים" שווה. בנוסף, בהינתן "מגרש משחקים" שווה בין יצרני מוצרי החיסכון, ריבוי המוצרים יכול להביא לבידול של המוצרים השונים זה מזה באפיקי השקעה ובסוגי השקעה, באופן שכל חוסך יוכל למצוא את המוצר המתאים ביותר עבור צרכיו. כך למשל, חוסכים בעלי אוריינות פיננסית גבוהה יעדיפו פעמים רבות לנהל את כספם בניהול עצמי, לעומת חוסכים בעלי אוריינות פיננסית נמוכה שיעדיפו ניהול של גורם אחר; יוצעו מכשירים מסוכנים יותר לצד סולידיים יותר; מוצרים המיועדים לטווחי זמן שונים, ועוד.

לצידם של יתרונות אלו, ניתן למנות גם מספר חסרונות הנובעים מריבוי המוצרים. כך למשל, ריבוי מוצרים מגביר את "בעיית האינפורמציה" עבור החוסך, בתחום שבו חוסר ההפנמה של החוסך את המאפיינים השונים של המוצרים וההשפעה של הבחירה ביניהם עליו, גבוהה מלכתחילה. פערי האינפורמציה המתעצמים עם ריבוי המוצרים, יכולים להוביל להתאמה שאינה מיטבית של מוצרים

לחוסך ועלולה לפגוע בו, חשש שמתעצם עם העלייה ברמת הריכוזיות בשווקים. בנוסף לחסרונות שנמנו לעיל, ריבוי מוצרים עלול במקרים מסוימים להקשות על פעולות הפיקוח של הרגולטורים הרלוונטיים, באופן שיכול כשלעצמו לפגוע בחוסכים.

## המתווכים הפיננסיים

ככלל, התיאוריה הכלכלית גורסת כי בשווקים המאופיינים בפערי אינפורמציה בין מוכרים לקונים, פעילותם של מתווכים שיש ביכולתם לצמצם את הפערים היא בעלת תועלת פוטנציאלית, לרוב לטובת הצד שבידיו פחות אינפורמציה בנקודת המוצא. למתווך יכולת לצמצם פערי אינפורמציה מכיוון שמחד גיסא יש לו הבנה מעמיקה יותר מהחוסכים של המוצרים השונים על ההבדלים שביניהם, ומאידך גיסא יכולת הפנמה של הצרכים של החוסך. השילוב של אלו יכול לסייע לחוסך התאמה מיטבית יותר של מוצרי החיסכון המתאימים לצרכיו.

מעבר לתרומתם לצמצום פערי אינפורמציה, המתווכים הם בעלי השפעה חיובית נוספת על שיווי המשקל בשוק, באמצעות תרומתם לדינמיקה התחרותית בין המוכרים. עם זאת, היכולת ליהנות מהתועלות הנ"ל הנקשרות עם פעילותם של המתווכים בשוק, תלויה במידה רבה ברוחב הגישה של המתווכים לקשת המוצרים הרלוונטיים ללקוח, בכוח השוק שלהם ובתמריצים הכלכליים הניצבים לנגד עיניהם בבואם להתקשר הן עם המוכרים והן עם הקונים בשוק. בשל כך, קיימת חשיבות מכרעת של המתווכים בתחום מוצרי ההשקעה, ביניהם יועצי השקעות, יועצים פנסיוניים, משווקי השקעות, משווקים פנסיוניים וסוכני ביטוח, למזעור החסרונות הנובעים מריבוי המוצרים בתחום זה, וכך גם חשיבותו של מודל התמריצים על בסיסו נשענים בבואם לתווך בין החוסכים למוצרי החיסכון.<sup>12</sup> לבסוף, קיימת חשיבות גם לתחרות בין המתווכים השונים, במה שיכול להביא לשיפור השירות ללקוח, להוזלת העלויות עבור החוסכים ולהתמקצעות של המתווכים.

כפי שהוצג בפרק אודות מכשירי ההשקעה והחיסכון, קיימים מספר מתווכים פיננסיים שביכולתם להנגיש, לייעץ ולמכור מוצרים אלו לחוסכים. במצב הדברים הנוכחי, יש חלוקה בין המתווכים השונים ביחס למכשירים השונים שהם יכולים לייעץ לגביהם או לשווק אותם.

## סוכן ביטוח פנסיוני

<sup>12</sup> נציון, כי הצוות לא עסק בתועלות הכלכליות שבתיווך פיננסי, והתמקד בארביטראז' הרגולטורי והמיסויי בין המוצרים. אולם, הצוות רואה ערך רב בתיווך פיננסי ומבין את הצורך בקיום של שוק התיווך הפיננסי על התועלות הרבות שבו עבור החוסכים. הצוות סבור כי בכדי לקצור את התועלות הפוטנציאליות, על התיווך להיות הוליסטי ואובייקטיבי באופן שמקיים זהות אינטרסים מלאה בין החוסך לבין המתווך. להרחבה אודות חשיבות התיווך הפיננסי ראו דו"ח הצוות לבחינת החזקת גופים מוסדיים בסוכנויות ביטוח, ינואר 2025.

משווקים פנסיוניים שהם סוכני ביטוח פנסיוניים מורשים המתווכים בין הגופים המוסדיים לבין הלקוחות, ומשווקים את קופות הגמל להשקעה. הסוכן נדרש לפי חוק הפיקוח על שירותים פיננסיים (ייעוץ, שיווק ומערכת סליקה פנסיוניים), תשס"ה-2005 (להלן – **חוק הייעוץ הפנסיוני**) לשווק מוצרים ללקוח מתוך כלל המוצרים שלגביהם הוא עוסק בשיווק פנסיוני, ומתוך כלל הגופים המוסדיים שלגבי מוצריהם הפנסיוניים הוא עוסק בשיווק פנסיוני, ובלבד שהמוצר הפנסיוני הוא מסוג המוצר הפנסיוני המתאים ביותר ללקוח. סוכן ביטוח פנסיוני יכול לקבל עמלות מהגוף המוסדי או שכר טרחה מהלקוח ולא יכול לקבל עמלה בגין אותו הלקוח בשני אופנים שונים. לרוב, העמלות לסוכנים משולמות על ידי הגוף המוסדי שמנהל את הכספים ולא ישירות על ידי הלקוח, כאשר העמלה לסוכן אינה שקופה ללקוח ובהתאם עלות השירות שהוא מקבל מהסוכן אינה שקופה לו.

### ייעוץ פנסיוני

יועצים פנסיוניים נדרשים על פי חוק הייעוץ הפנסיוני לבירור והתאמת צרכים ללקוח ומתן ייעוץ ללקוח מתוך כלל המוצרים הפנסיוניים והגופים המוסדיים; בכלל זה, להמליץ על קופות גמל להשקעה כחלק מהמוצרים הפנסיוניים שהם מציעים ללקוח. יועץ פנסיוני מייעץ לגבי המוצר אך אינו מצרף אליו ואינו רשאי לקבל עמלות הפצה מגוף מוסדי על הפצת מוצר קופת גמל להשקעה. יצוין כי התשלום ליועץ נעשה לרוב על ידי הלקוח ולא על ידי הגוף המוסדי.

### ייעוץ ומשווק השקעות, ומנהל תיקים

יועצי ומשווקי השקעות מקבלים רישיון מתוקף חוק הסדרת העיסוק בייעוץ השקעות, בשיווק השקעות ובניהול תיקי השקעות, תשנ"ה-1995 (להלן – **חוק ייעוץ השקעות**). בהתאם לחוק, תפקיד יועצי השקעות הוא להעניק ייעוץ בנוגע להשקעה בניירות ערך ובנכסים פיננסיים שונים, ביניהם יחידות של קרן נאמנות, מניות, אופציות וכן קרנות השתלמות. כיום, מעל 90% מיועצי ההשקעות בעלי רישיון ייעוץ הנם עובדי הבנקים המסחריים<sup>13</sup>. משווק השקעות הוא למעשה יועץ השקעות שהוא בעל זיקה לנכס פיננסי. בנוסף, מנהל תיקים מקבל גם הוא רישיון מתוקף חוק ייעוץ השקעות מרשות ניירות ערך. בהתאם לחוק, עניינו הוא ביצוע עסקאות, לפי שיקול דעתו, עבור חשבונות השקעה של ציבור המשקיעים אשר יפו כוחו לכך.

<sup>13</sup> בין היתר בשל עמלת ההפצה. עמלה זו נבחנת בימים אלו על-ידי הצוות המשותף של בנק ישראל, רשות ניירות ערך ואגף תקציבים במשרד האוצר, אשר בוחן בין היתר גם את עמלות ההפצה המשולמות בידי יצרני קרנות הנאמנות לבנקים.

על אף ההבדלים הרבים בין המכשירים שנסקרו לעיל, ככל הנראה קיים ביניהם דמיון מהותי מנקודת מבטו של החוסך – שהרי כולם נועדו לספק מענה לביקוש שקיים אצל פרטים לחיסכון לטווח הזמן הקצר עד הבינוני. מאפיין חשוב נוסף אותו חולקים המכשירים טמון בכך שהם מהווים מוצרי השקעה משותפת למספר רב של חוסכים, שכספם מאוגד לצורך ההשקעה המשותפת לפי המסלול המוצע. אם כן, פערי האינפורמציה הרבים מהם סובלים מרבית החוסכים, לצד הדמיון הרב בשימושיות במוצרים מנקודת מבטם, מביאה לכך שלחוסך או למשקיע קשה להבין את ההבדלים ביניהם ואת המאפיינים השונים של כל אחד ממוצרי החיסכון וההשקעה. בפרט, החוסך הממוצע כנראה מתקשה לזהות את הבדלי המיסוי בין המוצרים ובמובן זה, קיומו של ארביטראז' מיסויי מרע עם הלקוחות. על כן, עבור החוסך הממוצע, קיימת השפעה משמעותית להמלצה של המתווך אודות רכישת אחד או יותר מהמכשירים השונים, ואף השפעה מסוימת בבחירת מסלול ההשקעה הרצוי לחוסך בתוך מכשירים אלו.

## פרק 3: עקרונות להסדרת השוק

### עקרונות כלליים

העקרונות שייבאו להלן נועדו לתת מענה לבעיות שמופו בשוק מוצרי החיסכון לטווח קצר וארוך, ובמידה מסוימת, אף לתת מענה לבעיות המאפיינות גם את המוצרים שמחוץ לתחולת עבודת הצוות, לאור דמיון מסוים בשימושיות ביניהם מנקודת מבטו של החוסך.

### עקרונות במקטע הייצור:

- יש לשאוף ליצירת "מגרש משחקים ישר" בין היצרנים בכל הקשור לכללים הרגולטוריים החלים עליהם וכתוצאה מכך, מאפייניהם של המוצרים המוצעים על ידם. צמצום הארביטראז' הרגולטורי בין היצרנים יעודד מצב בו הבידול בין המוצרים יתקיים על פני פרמטרים תחרותיים שיובילו להשאת התועלת של הצרכנים. בין אלו דמי ניהול, תשואות, ונחותו של ממשק המשתמש.
- יש להביא למודל מיסוי ניטרלי ככל שניתן, כזה שלא מתעדף מוצר אחד על פני משנהו. זאת כמובן, בכפוף לכך שהתכליות המרכזיות של המוצרים השונים דומות, ואין שאיפה רגולטורית לייצר העדפה ביניהם.
- יצירת ניטרליות רגולטורית בין המוצרים השונים, במקביל להבטחת קיומו של תיווך טוב המשיא ערך לחוסכים (הרחבה על כך בהמשך), תוביל לצמצום עד כדי איפוס הביקוש למוצרים שלא נושאים בחובם ערך תוספתי עבור הצרכנים בהשוואה למוצרים המתחרים.
- על מכלול השינויים להביא להקטנת הטבות המס ולהגדלת גביית המס בתחום.

### עקרונות במקטע התיווך:

- יש להבטיח קיומו של תיווך פיננסי הוליסטי, באופן שבו המתווך יוכל להיחשף ולייעץ על כלל מכשירי ההשקעה והחיסכון הפיננסיים עבור החוסך, ולכל אורך חיי לרבות אחרי הפרישה.
- יש לשאוף לאובייקטיביות של המתווך תוך יצירת זהות אינטרסים בין המתווך לבין החוסך, כך שהמתווך יתווך לחוסך את המוצר המתאים ביותר עבור צרכיו.



- יש לוודא שמודל התגמול והתמריצים של המתווכים, מבטיחים ניטרליות בין יצרנים באופן שיביא לכך שההמלצות של המתווך לחוסך תושפענה רק משיקולי מקסום ערך לחוסכים. ככל שתבצע התערבות רגולטורית בתחום התגמול למתווכים, יש לוודא שנותרת כדאיות כלכלית לקיומו של מקטע זה, על רקע פערי האינפורמציה המשמעותיים והתועלת שבתייוך אובייקטיבי, הן בהשאת התועלת לצרכנים והן בהגברת התחרות עליהם.

#### עקרונות במקטע המשתמש:

- יש לחתור לקיומה של פלטפורמה הוליסטית, נגישה וחדשנית, המוצעת על-ידי גורמים במגזר העסקי, שבה תתאפשר הצגה לחוסך של כלל מכשירי החיסכון שהוא מחזיק, לטובת ייעול יכולת קבלת ההחלטות של החוסך ולטובת פיתוח התחרות בתחום. זאת, באופן שיאפשר לחוסך ללמוד על התיק הפיננסי שלו בכללותו, באופן עצמאי או מתווך, ובהתבסס על המידע שלו לאפיין את צרכיו בטווח הקצר והארוך, לתכנן את התיק הפיננסי שלו בהתאם ולקבל הצעות ערך מדויקות יותר לצרכיו על ידי מגוון גופים. זאת, תוך מתן מענה רגולטורי הולם לפוטנציאל ניצול לרעה של מתווכים את הפלטפורמה תוך פגיעה בכספי החוסכים. ובשים לב שמודל התגמול בבסיס הפלטפורמה מביא לידי ייעוץ ותייוך אובייקטיבי המשרת את טובת החוסך.

#### עקרונות ביחס לשינויים בהטבות המס

כל דיון בנושא הטבות מס וארביטראז' מיסויי, נדרש שיעשה בראיה רחבה של מודל המס בישראל והשפעתם הפיסקלית של הצעדים הנבחנים. ככל שזוהתה הצדקה לצמצום ארביטראז' מיסויי בין מכשירי החיסכון השונים ניתן לצמצמו במספר דרכים: (1) באמצעות השוואת הטבות המס בין כלל המוצרים עד כדי שוויון לכלי המוטב ביותר, (2) באמצעות ביטול גורף של הטבות המס לכלל המוצרים, (3) באמצעות יישור קו בין המוצרים, בפתרון ביניים כלשהו, לרבות באמצעות צמצום תחולת חלק מהמוצרים.

חשוב לציין כי כיום, היקף גביית המסים מרווחי הון וריבית מניירות ערך סחירים, הוא נמוך יחסית להיקף הרווחים שנרשמים ולהיקף הכספים המנוהלים. זאת כתוצאה משילוב בין פטורים נרחבים, לבין דחיית המס הגלומה במיסוי במימוש. חשוב להדגיש כי עבודת הצוות עד לשלב כתיבת דו"ח הביניים נעשתה במהלך שנת 2024, כשברקע מתנהלת מלחמת "חרבות ברזל" על משמעותיה הציבוריות, הכלכליות והאתגרים הפיסקליים הנלווים לה. כשזהו הרקע לעבודת הוועדה ובהיעדר

הצדקה שזוהתה להרחבת היקפה של הטבת המס,<sup>14</sup> שמירה על איזון פיסקלי ביחס למצב הקיים בהטבת המס במכשירי החיסכון דנן, דהיינו אי הרחבה של ההטבות הקיימות, מהווה עיקרון מפתח בכל הקשור לצמצום הארביטראז' המיסויי בין המוצרים. יש להשלים את עבודת מיפוי העלויות וככל שיהיו עלויות הן יאופסו מתוך צמצום הטבות המס על מכשירי חיסכון.

מעבר להשפעות הפיסקליות של הצעות לשינויים במודל המס, יש לתת את הדעת גם לתפיסה הרחבה של המודל הראוי למערכת המס בישראל. ככלל, עמדותיהם של הכלכלן הראשי והממונה על הכנסות המדינה וזו של רשות המסים, עומדת על צמצום השימוש במתן הטבות או הקלות מס ככלי ליישום צעדי מדיניות ממשלתית. זאת, על רקע ההבנה שזוהי דרך שאינה שקופה דיה לציבור, וכן שהיא מייצרת מורכבות במערכת המס, באופן שמגדיל את עלויות גביית המס ופוגע בעילותה. בנוסף על כך, ביחס להטבה הניתנת במסגרת מכשירי חיסכון וולונטריים, מדובר בהטבה רגרסיבית המיטיבה עם בעלי הכנסות גבוהות. אם כן, גם מעמדה זו נובע העיקרון כי אין להרחיב את ההטבות הקיימות וככל הניתן יש לפשטן, גם אם לא לשם צמצום היקף המצרפי. ספציפית לעניין סוגיה זו, וכפי שניתן לראות בתרשים 1, החיסכון הפרטי בישראל גבוה דיו.

עיקרון חשוב נוסף של המודל המיטבי למערכת המס נוגע לניטרליות המתבקשת מהמודל. בתוך כך, יש לשאוף לכך שהטבות מס שניתנות תהיינה ניטרליות במהותן, באופן שלא מעוות את שיקולי השחקנים בשוק כך שיקבלו החלטות על מקסום תועלת, רווחיות ורווחה על בסיס שיקולים כלכליים גרידא, ולא על בסיס שיקולים מיסויים. במצב העניינים הנוכחי עיקרון זה אינו עומד ביחס למכשירי החיסכון שנדונו במסגרת עבודת הצוות ועל כן יש לשאוף ליצירת ניטרליות מיסויית בין המוצרים, קרי צמצום הארביטראז'.

<sup>14</sup> היעדרה של הצדקה להרחבת היקף ההטבה במס המעודדת חיסכון בכלים שנדונו, מקורה בין היתר בחובת ההפרשה לפנסיה וברמת החיסכון הגבוהה בישראל בהשוואה בינלאומית, כפי שהוצג בפרק המבוא.

## פרק 4: סקירת הבעיות המרכזיות במצב הקיים

ניתן למקם את הבעיות שזוהו על-ידי הצוות במסגרת הליך המיפוי, לאורך שני המקטעים של שרשרת הערך בשוק מכשירי החיסכון, כפי שיובא להלן.

### מקטע הייצור

הארביטראז' הקיים בין מכשירי החיסכון השונים אשר הוצג בדו"ח זה יוצר הלכה למעשה "מגרש משחקים" שאינו שווה או מיושר במקטע הייצור. הארביטראז' בא לידי ביטוי הן בכללים הרגולטוריים והן בכללי המס החלים המוצרים והיצרנים השונים, באופן שמוביל לתחרות לא שווה בין יצרנים שונים ול- Regulatory Shopping. בעיה זו מקבלת משנה תוקף הנובע מכך שפעמים רבות תחת אותה קבוצת אחזקה פיננסית מוצעים כל שלושת המכשירים, במה שעלול להוביל לפרקטיקות תמחור שמאפשרות צמצום של עודף הצרכן, בחסות פערי האינפורמציה הגבוהים.

### מקטע התיווך

במקטע התיווך קיימים מספר סוגי מתווכים המפוקחים על-ידי מפקחים שונים. אולם, במבנה הדרישות הרגולטוריות והיצע המוצרים הנוכחי, אין אף מתווך יחיד בתחום הפיננסי שלו יכולת וסמכות להעניק לחוסך ייעוץ "הוליסטי" קרי ייעוץ המתייחס לכלל מכשירי החיסכון לטווח קצר ובינוני. אתגר זה אף מתעצם במידה ורואים בחיסכון שמוצע בשלושת המכשירים כנדבך נוסף לחסכונות עם אופק וייעוד אחרים, כמו החיסכון לטווח ארוך המוטב במס שאינו וולונטרי (למשל: חיסכון פנסיוני) והחיסכון הוולונטרי שאינו מוטב במס (חשבונות מסחר עצמאיים). אתגר זה מביא לשתי בעיות מרכזיות:

1. היעדרה של הוליסטיות: לא קיים היום מתווך בעל רישיון יחיד היכול לייעץ לחוסך על כלל חסכונותיו, ואף לא על חסכונות לטווח קצר ובינוני בלבד. היעדרה של פונקציה כזו מקשה על החוסך, שכאמור מוגבל באינפורמציה וביכולת הפנמה של השלכות החלטותיו, לתכנן תכנון ראוי של ניהול חסכונותיו, ומביא על כן לפגיעה פוטנציאלית בבחירת אפיקי החיסכון ואף מסלולי ההשקעה של החוסך. קיים מספר מצומצם של מתווכים פיננסיים בעלי רישיון דואלי (ייעוץ פנסיוני וייעוץ השקעות או שיווק פנסיוני ושיווק השקעות).

2. התאמת מוצרים שאינה בהכרח אופטימלית: על רקע פערי האינפורמציה שנדונו בהרחבה לאורך הדו"ח, סביר כי החוסך הממוצע לא תמיד מודע לכך שהמתווך הפיננסי אליו הוא

פונה, מציע לו מוצרי הסכון מתוך סל מוגבל של מוצרים. מצב זה עלול להוביל את החוסך לרושם מוטעה כי הוצע לו המוצר הטוב ביותר עבורו, בעוד שיתכן והמוצר המתאים ביותר לצרכי החוסך הוא כזה שהמתווך עימו התקשר מנוע מלייעץ לו לגביו, במסגרת הרישיון בו מחזיק.

אתגרים אלו מתעצמים נוכח ההבנה שמודלים שונים של תגמול למתווכים בעלי פוטנציאל להטות את שיקוליו של המתווך, באופן שאינו משיא בהכרח את תועלתם של החוסכים.<sup>15</sup> כזכור, כמעט ולא נהוג כיום בישראל בפרקטיקה מצב בו המתווך מתוגמל ישירות על ידי החוסך, באופן שאמור לפי התיאוריה הכלכלית, ליצור זהות אינטרסים בין החוסך למתווך. זאת, על אף שאין מגבלה רגולטורית על שיטת תגמול כזו. הפוטנציאל להטיה ביעוץ הנובעת ממבנה התמריצים של המתווכים בשוק זה, בעלת השפעה שלילית מאד משמעותית על הציבור בישראל.

סוגיית הבעיות בתמריצים של מתווכים בתחום זה מורכבת ולא עמדה בליבת הנושאים שנדונו במסגרת עבודת הצוות. עם זאת, כפי שיצוין בהמשך, כן נצברה במהלך עבודת הצוות ההבנה כי לא ניתן להוביל לשיווי משקל אופטימלי בתחום זה, מבלי לטפל בסוגיית התמריצים ובמודל התגמול של המתווכים, באופן שיבטיח כי הציבור בישראל יזכה ליעוץ הוליסטי ואובייקטיבי.

בנוסף לבעיות בתחום הייצור והתיווך בשוק זה, זוהו במסגרת עבודת הצוות מספר בעיות נוספות הקשורות למאפייני השוק.

### הנגשה לציבור וממשק המשתמש

ריבוי מכשירי החיסכון מביא לכך שהחוסך כמעט בהכרח מחזיק חשבונות אישיים אצל ריבוי יצרנים, וזאת בנוסף לחשבונות האישיים הפיננסיים שהוא מחזיק כגון חשבון בנק וחשבון בקופת הגמל הפנסיונית. ריבוי מכשירי חיסכון אצל יצרנים רבים אינו בעיה כשלעצמה, אדרבא פריקות של מוצרי חיסכון והיכולת לנהל מוצרים שונים אצל יצרנים שונים מחזקת את כוח המיקוח של הפרט ומגבירה את התחרות הענפית. עם זאת, ריבוי המכשירים והיצרנים יוצר מצב בו לחוסך אין גישה מרוכזת לכלל המוצרים בהם מחזיק והוא נאלץ לגשת אליהם דרך ריבוי פלטפורמות. כך למשל, חוסך המחזיק בקופת גמל להשקעה ובקרן נאמנות דרך חשבון מסחר אישי לא יכול לראות את כלל החיסכון לטווח קצר ובינוני במקום אחד. אם כן, ריבוי הפלטפורמות מוסיף לבעיית האינפורמציה בין היצרן לבין

<sup>15</sup> ראו למשל: מחקר ביטוחי בריאות: השפעת תמריצים כלכליים על מכירות הסוכנים. רשות התחרות. ינואר 2021. <https://www.gov.il/he/pages/healthinsurancereport>

החוסך, ומקשה על החוסך לקבל החלטות מושכלות בניסיונו לנהל את מכשירי החיסכון ברשותו, הן ביחס לטווח הקצר וביתר שאת, ביחס לטווח הארוך.

ריבוי פלטפורמות הניהול של כספי החיסכון של הפרטים, בשילוב מודל התגמול של המתווכים וחוסר היכולת שלהם לתת ייעוץ הוליסטי ומלא ביחס לכלל מוצרי החיסכון של אדם, מנציחים את כשל האינפורמציה השורר בתחום זה וככל הנראה מונעים שיפור במצבם של החוסכים.<sup>16</sup> בנוסף, היעדר התשתית לחיבור המידע הפיננסי לפלטפורמות הוליסטיות, חוסם את ההתפתחות של שווקי הנגשת מידע והצעות ערך משולבות שנמצא בזינוק במדינות רבות. כך, הפגיעה בתועלת של החוסך כפולה: הן מצד מגבלת השוק לשקף לו תמונה מלאה על חסכוניותו, והן מצד התפתחות השוק שיש בה פוטנציאל לצמצום פערי האינפורמציה הקיימים.

### ארביטראז' מיסוי

כפי שפורט בפרק 2 לדו"ח זה, הטבות המס משתנות בין המכשירים השונים, כאשר בקופות גמל להשקעה קיימת **הטבת מס** על כלל הכספים המנוהלים, במידה ומשיכת החיסכון תיעשה בתצורת קצבה (להבדיל ממשיכה הונית) לאחר גיל 60. הטבה זו מתמרצת את החוסך לעשות שימוש במכשיר זה כמשלים לקצבת הפרישה הפנסיונית הקיימת עבורו מתוקף מכשירים אחרים בהם מחזיק לפי חוק. בנוסף, קיימת בקופות הגמל להשקעה הטבה בדמות **דחיית מס** במעבר בין מסלולי השקעה בתוך החברה המנהלת, וכן דחיית מס במעבר בין חברות מנהלות שונות.

יתר המוצרים שנדונו במסגרת עבודת הצוות הכוללים פוליסות החיסכון וקרנות הנאמנות מצויים בעמדת נחיתות בהיבט המיסוי ביחס לקופת הגמל להשקעה. כאמור, בפוליסות חיסכון קיימת דחיית מס בלבד ולא הטבה הפוטרת את החוסך מתשלום מס כלשהו (בפרט מס רווחי הון), וגם הדחייה ניתנת רק במעבר בין מסלולי השקעה בתוך החברה המנהלת, כאשר מעבר בין חברות מנהלות מהווה "אירוע חייב במס". קרנות הנאמנות אם כן מצויות בעמדת הנחיתות הברורה ביותר בהיבטי מיסוי, שכן כל מעבר בין קרנות מהווה "אירוע חייב במס". נציין כי מתאפשרת השקעה בקרן נאמנות פטורה וכן ניתן לקזז ממס רווחי הון הפסדים מני"ע אחרים ומקרנות אחרות שבתיק ההשקעות של המשקיע.

ניתן למנות מספר השפעות שליליות על שוק מוצרי החיסכון שמקורן בארביטראז' המיסוי בין המוצרים, ונרחיב לגבי שתי העיקריות בהן. ראשית, ולפי התיאוריה הכלכלית, לארביטראז' המיסוי **השפעה מצננת על התחרות** במקטע הייצור. עבור המוצרים בהם מעבר בין יצרנים מהווה אירוע

חייב במס, הרי ששיטת המיסוי יוצרת תמריץ שלילי למעבר בין יצרנים. נוצר אפוא מצב בו כספיו של חוסך "נעולים" במידה רבה אצל חברה מנהלת אחת, באופן שמשפיע על הדינמיקה התחרותית ומחליש את כוח המיקוח של החוסך מול החברה המנהלת. במצב עניינים זה החוסך חשוף לצמצום רווחתו דרך העלאה של דמי ניהול וירידה באיכות השירות, וזאת להבדיל ממצב בו המעבר בין מוצרים ויצרנים אינו חייב במס.<sup>17</sup> השפעה שלילית נוספת קשורה להטיה שיוצר הארביטראז' המיסויי בשיקוליו של החוסך בבחירה בין המוצרים, באופן שאינו בהכרח מוביל למיקסום התועלת שלו. במילים אחרות, הארביטראז' המיסויי עלול לגרום העדפה בין המוצרים משיקולים שאינם בהכרח משיאים את תועלת הצרכן, ואינו תואם את עיקרון הניטרליות של מערכת מס מיטבית.

---

<sup>17</sup> קושי זה יתעצם עוד יותר במידה ומערך התמריצים של המתוכים יוצר הטיה פוטנציאלית של המתווך כלפי חברה מסוימת, בפרט בתחום הביטוח, במה שעלול להוביל לשיתוף פעולה בין חברת הביטוח והמתווך על חשבון צרכיו של החוסך.

## פרק 5: פתרון מוצע – ביטול הארביטראז' המיסויי בין המוצרים, יצירת תשתית לפלטפורמת השקעה וחיסכון והבטחת תיווך הוליסטי

בחלק זה תובא להערות הציבור הצעה לפתרון בעיית הארביטראז' הרגולטורי והמיסויי במכשירי החיסכון לטווח קצר ובינוני. הפתרון המוצע נשען על שלוש רגליים מרכזיות, ביניהן נכון שלא להפריד, וגובש בראי הפערים שזוהו במבנה הקיים של השוק, ובהינתן העקרונות להסדרתו על מקטעיו השונים.

הפתרון המוצע הוא הפתרון שהוסכם בקרב חברי הצוות שנותן את המענה הטוב ביותר לבעיות שהוצגו, הגם שאינו חף מחסרונות, ובכלל זה אתגרים משפטיים ותפעוליים, ומיישם באופן הטוב ביותר מבין האפשרויות האחרות את העקרונות להסדרת השוק.

### ביטול הארביטראז' המיסויי בין המוצרים

ראשית, כפי שצוין בפרק העקרונות להסדרה, במסגרת עבודת הצוות נצברה ההבנה שקיומו של ארביטראז' בהטבות המס בין שלושת המוצרים הנבחרים, אינו מטיב עם הצרכנים. על כן מוצע לבטלו. הצוות זיהה כי אמנם נתבקש לבחון במסגרת כתב המינוי שלושה מכשירי חיסכון לטווח קצר ובינוני, אולם קיימים מכשירים נוספים המשרתים אותה שימושיות עבור הלקוחות, ביניהם קרנות השתלמות, החזקה של מניות, אגרות חוב וניירות ערך נוספים במסגרת חשבונות מסחר עצמאיים. יצוין כי חלק ממוצרים אלה מצויים אף הם בנחיתות מיסויית ביחס לחלק מהמכשירים שנבחנו<sup>18</sup>.

לאור זאת, והן לאור העקרונות להסדרה שהוצגו לעיל, **מוצע לבטל את הארביטראז' המיסויי בין המוצרים ולהחיל הטבת מס אחידה בין כולם, שתהיה ניטרלית ביחס למוצר ההשקעה שבחר החוסך.**

להלן יובאו עיקרי ההצעה הנוגעת לביטול הארביטראז' המיסויי:

<sup>18</sup> ניתן לטעון כי במידה מסוימת ישנה תחליפיות מנקודת מבטו של הלקוח גם בין הפיקדונות הבנקאיים, שכללי המיסוי לגביהם שונים, ובין יתר המוצרים שנסקרו. אולם, מאפייניהם הייחודיים בכל זאת של הפיקדונות הבנקאיים, לרבות השפעתם על היקף האשראי במשק (באמצעות יחס הרזרבה), הובילו להחרגתם מכלל ההמלצות בדו"ח זה.

• יצירת ניטרליות בין מוצרי החיסכון: ניתוק הקשר בין הטבת המס למכשיר באמצעותו בוחר החוסך לחסוך. כלומר דחיית מס תינתן לחוסך, באמצעות חשבון השקעה ייעודי, ולא תוצמד לאחד המכשירים. החוסך יוכל לנצל את ההטבה כולה באחד המכשירים, או לחלקה בין המכשירים השונים, בהתאם להעדפותיו.

• הפקדה הנהנית מדחיית מס עד לתקרה שתקבע בחוק: חוסך יוכל לרכוש את המכשירים הבאים במסגרת החשבון המוטב, עד לתקרה כוללת שתיקבע בחוק בהפקדות נומינליות (קרי שווים של הנכסים ביום המעבר לחשבון).<sup>19,20</sup> ההגעה לתקרה תבצע על-ידי הפקדה על פני מספר תקופות **בכפוף לתקרה שנתית שתיקבע בחוק**. למען הסר ספק, סך ההפקדות לא תעלינה על התקרה הכוללת שתיקבע בחוק כאמור:

- קופות גמל להשקעה דרך חברה מנהלת
- פוליסות חיסכון דרך חברת ביטוח
- קרנות נאמנות<sup>21</sup>
- מניות
- איגרות חוב

○ נכסים פיננסיים נדילים נוספים בראי הגדרת "נכסים פיננסיים" בחוק ייעוץ השקעות, לפי החלטת שר האוצר.

• בהקשר זה יצוין כי אף שכתב המינוי של הצוות התמקד במוצרי החיסכון המפורטים מעלה, ובהתאמה המכשירים שניתן לרכוש כחלק מחשבון ההשקעה, ניתן לשקול גם הוספה של מכשירים דומים נוספים תחת אותו חשבון מוטב. יובהר, כי פיקדונות נושאי ריבית לא יכללו במסגרת הנכסים בחשבון ההשקעה.

דחיית מס עד להנזלת הכספים: מכירה או רכישה של נייר ערך בחשבון ומעבר בין המכשירים השונים שרכש החוסך במסגרת חשבון ההשקעה המוטב במס יתבצע ללא "אירוע מס", בדומה למעבר בין מסלולים או בין חברות מנהלות בקופת גמל להשקעה כיום. כך לדוגמה, מכירה של מניה ורכישה של אגרת חוב, של מניה אחרת או של קרן נאמנות, וכן

<sup>19</sup> למען הסר ספק יובהר כי ההצעה מתייחסת למכשירי ההשקעה והחיסכון הוולונטריים המנויים להלן בלבד, ואין הצעה לשינוי מודל המיסוי ביחס למכשירי החיסכון שאינם וולונטריים.

<sup>20</sup> לאורך עבודת הצוות, הושמעו לעיתים טענות בדבר היעדרה של הצדקה לקיומם של חלק ממוצרי החיסכון הזמינים היום, על רקע נחיתותם ביחס לאחרים, בשילוב עם בעיות בתמריצים של מתווכים לשווקים. כפי שיפורט בהמשך ביחס לרכיבי הפתרון הנוגעים למקטע התיווך והייעוץ, תיווך טוב המשיא ערך לחוסכים, יביא בשיווי משקל לכך שמוצרים שלא משיאים ערך לחוסכים יחדלו ככל הנראה מלהתקיים הלכה למעשה, מה שמייצר צורך מצד הרגולטור לבטל אקטיבית קיומו של מכשיר כלשהו.

<sup>21</sup> בנוסף, בהמשך עבודת הצוות תיבחן אפשרות לקבוע ביחס לקרנות הנאמנות מספר מוגבל של "מסלולי על" שתחת כל אחד מהם יוצעו קרנות המקיימות את מאפייני המסלול. בחינת האפשרות ליצירת "מסלולי על" תיעשה בהלימה למגמה הקיימת בשנים האחרונות של צמצום מספר קרנות הנאמנות לצורך הגנה על משקיעים וחוסכים.



מכירה של פוליסת חיסכון ורכישה של קופת גמל להשקעה לא תחויב במס רווחי הון בעת המכירה, כל עוד הכסף נותר בחשבון ההשקעה ולא הועבר אל חשבון התשלומים של החוסך. בנוסף, מעבר בין מסלולי השקעה במכשירי ההשקעה המנוהלים על-ידי פוליסות חיסכון או קופות גמל להשקעה ייעשה ללא "אירוע מס".

- **הטבת מס בעת פדיון החיסכון:** בעת פדיון החיסכון, יחויב החוסך לשלם מס רווחי הון על הרווחים שנצברו בחשבון, בדומה למשיכה הונית של קופת גמל להשקעה כיום או לפדיון של פוליסת חיסכון. **לגבי הפטור מתשלום מס רווחי הון במידה והחיסכון יימשך כקצבה על-ידי החוסך ולאחר גיל 60,** בדומה להטבת המס הקיימת כיום בקופת גמל להשקעה, יש לבחון את המשך היקפה של הטבה זו, ובפרט אפשרות לצמצמה. יודגש, כי במידה והחוסך יבצע משיכה הונית גם לאחר גיל 60 הוא יחויב במס רווחי הון על הרווחים שנצברו בחיסכון, בדומה לכללי המיסוי הקיימים היום בקופת גמל להשקעה.

- **מגבלת גיל בפתיחת חשבון:** פתיחת חשבון השקעה מוטב במס תתאפשר **רק עבור אזרחים מעל גיל 18.**

- **חשבון יחיד לכל תעודת זהות:** תינתן פתיחת חשבון יחיד עבור כל תעודת זהות. הגופים שינהלו את הפלטפורמה לחשבון המוטב יפתחו מערכת דיווחים ביניהם כך שלא ניתן יהיה לפתוח ריבוי של חשבונות וליהנות מכפל הטבה.

- **תתאפשר הפקדה מעל לתקרת ההפקדות ללא דחיית מס:** במטרה להבטיח נוחות ניהול הכספים ומניעת עיוותים סביב תקרת ההפקדות, תינתן אפשרות להפקדה לחשבון ההשקעה מעבר לתקרה שתיקבע בחוק. כספים אלו יוכלו להיות מושקעים באותם המכשירים לעיל, (קופות גמל להשקעה, פוליסות חיסכון, קרנות נאמנות, מניות ואיגרות חוב) וזאת כמובן **מבלי שתינתן בגינם דחיית מס**, ובדומה למצב הקיים בחשבונות מסחר עצמאיים. לא תתאפשר דחיית מס בעת פדיון מכשיר אחד לטובת רכישת מכשיר אחר ובעת מעבר בין מסלולים.

נדגיש כי במסגרת דיוני ההמשך, הצוות יבחן את השפעת השינויים המוצעים על הנכסים הנסחרים בשוק ההון הישראלי, וזאת בהתחשב בסוגיות הבאות: שינוי טעמי ההשקעה בהחזקת ני"ע כתוצאה מהנגישות המוגברת למידע וקלות ביצוע הפעולות בהתחשב במנגנון הטבת המס; שינוי בביקוש והיצע של ני"ע כתוצאה ממאפייני המוצרים בתצורתם החדשה, כך שלא תיווצר נחיתות השקעתית בכלל הנכסים במצב הקיים אשר תפגע בביקוש ו/או תגדיל את התנודתיות במכשיר. נושא זה מקבל

משנה תוקף בתקופות של גאות ושפל אשר בתקופות אלו תנודתיות בתנועות ההון נוטה להיות גבוהה.

### יצירת פלטפורמה אחידה כולל ממשק משתמש לטובת הנגשה לחוסכים

במסגרת עבודת הצוות ובראי ההצעה לחבר את הטבת המס על החיסכון לחשבון בו מנהל החוסך את כספיו, במקום למוצר חיסכון כלשהו, נעשתה חשיבה של הצוות על ממשק ניהול הכספים של החוסכים. בתוך כך, נערכה סקירה בינלאומית בניסיון לזהות מדינות נוספות בהן מתנהל "חשבון חיסכון בעל הטבות מיסוי". הסקירה המפורטת מופיעה בנספח לדו"ח זה וכוללת התייחסות לחשבונות השקעה בבריטניה, יפן וקנדה, מהן נשאבו מספר עקרונות מאלו המוצעים כאן. ככלל, התייחסות לרכיב הממשק בהצעה מבוססת על ההבנה בדבר השפעתם המשמעותית של פערי האינפורמציה השוררים בתחום החיסכון אוזותיהם הורחב לאורך הדו"ח, וההבנה שכל צמצום אפשרי שלהם, יטיב עם הציבור בישראל.

בשל כך מוצע לקדם תשתית נאותה להקמת פלטפורמה אחת לצפייה וניהול כלל מכשירי החיסכון וההשקעה של החוסכים. פלטפורמה זו תיקרא "פלטפורמת חיסכון והשקעה" והיא תהווה ממשק משתמש הן עבור החוסכים והן עבור המתווכים והיועצים הנותנים להם שירות.

להלן יובאו עיקרי ההצעה הנוגעת לפלטפורמת חיסכון והשקעה:

- תכולת המוצרים בפלטפורמה: על גבי הפלטפורמה יוצגו לחוסך כלל מכשירי החיסכון וההשקעה שהוא מחזיק, לרבות באילו חברות המכשירים השונים מנוהלים.
- חלוקה לחשבונות פונקציונאליים: הפלטפורמה תאגד שלושה סוגי חשבונות:

1. **חשבון פנסיוני**: בחשבון זה, יוצגו לחוסך כלל מכשירי החיסכון הפנסיוני המנדטוריים בהם הוא מחזיק כמו קרנות פנסיה חדשות, ביטוחי מנהלים וקופות גמל לתגמולים. עבור מכשירים אלו, יוצגו לחוסך על גבי הפלטפורמה מאפיינים הדומים לאלו המוצגים כיום במכשירים הפנסיוניים: למשל, יוצג לחוסך המחזיק בקרן פנסיה חדשה בחברה "פלוני" את סך הכספים המנוהלים במכשיר זה, דמי הניהול מההפקדה והצבירה שהחוסך משלם אל מול דמי הניהול הממוצעים, סך הקצבה הצפויה כתוצאה מפרישה, מסלול ההשקעה ועוד. יצוין כי במסגרת עבודת הצוות עלה חשש כי יש בעצם הצגת הנתונים אוזות החשבון הפנסיוני במסגרת הפלטפורמה, כדי ליצור תמריץ למשיכה מוקדמת של

כספי הפנסיה, באופן שעלול לפגוע בחוסכים. יובהר אפוא כי יש לייצר חסמים התנהגותיים וחסמים נוספים לצורך צמצום האפשרות והתמריץ לפדיון מוקדם של כספי הפנסיה כאמור (שאינו מיטבי), במה שיהווה תנאי מקדם להפעלת הפלטפורמה.<sup>22</sup> לצורך כך, מוצע למצות בחינה של סוגיה זו טרם קידום הפלטפורמה, זאת, לשם הבטחת קצבת פרישה מיטיבה עבור החוסכים בישראל.

2. **חשבון השקעה מוטב במס למוצרים וולונטריים:** בחשבון יוצגו לחוסך כלל מכשירי ההשקעה והחיסכון הוולונטריים שעבורם ניתנת לחוסך הטבת מס, לפי המודל שהוצע בסעיף הקודם אודות ביטול הארביטראז' המיסוי, וזאת עד לתקרת ההפקדות הנומינלית שתיקבע בחוק כאמור. במסגרת הפעילות החשבון, יוכל החוסך לצפות ביתרות הקיימות לזכותו גם מעבר לתקרת ההפקדה המוכרת להטבות מס, ואלו יוצגו גם הן על גבי הפלטפורמה, תוך יצירת חיווי ברור שיאפשר ללקוח להבחין בין שני סוגי הכספים, המוטבים ואלו שאינם מוטבים (כספים אלו יוצגו לחוסך בחשבון השקעה למוצרים וולונטריים שאינם מוטב במס, כפי שיפורט בסעיף הבא). עבור מכשירים אלו, יוצגו לחוסך מאפיינים הדומים לאלו המוצגים כיום במסגרת מכשירי ההשקעה והחיסכון הוולונטריים הקיימים כיום (קופות גמל להשקעה, פוליסות חיסכון, קרנות נאמנות). כך למשל, מחירי רכישה ופדיון, תשואה ופרמטרים נוספים לקבלת החלטת השקעה (בהתאם לכללים אחידים שיקבעו), וכן יוצגו עבור החוסך סך אחזקותיו.

- **ניהול הפלטפורמה:** בשלב ראשון, פלטפורמה זו תוכל להיות מוצעת על-ידי חברי הבורסה וכן על-ידי גופים נוספים שיקבלו רישיון ייעודי לכך.
- **פיקוח על הפלטפורמה:** זהות המפקח על הפלטפורמה תיקבע בהמשך, תוך שהפיקוח על המוצרים ועל היצרנים ייעשה בדומה למבנה הפיקוח הקיים כיום. הפיקוח על הפלטפורמה ייעשה בין היתר על ההיבטים התפעוליים והצרכניים שבפלטפורמה.
- **סוגי הפעולות שניתן יהיה לבצע על גבי הפלטפורמה:** בנוסף להצגת הנתונים על גבי הפלטפורמה כפי שהוצע ביחס לחשבונות הפונקציונאליים שיתנהלו על גביה, ניתן לבחון אפשרות לביצוע פעולות על גבי הפלטפורמה. זאת, ישירות בתוך הפלטפורמה או באמצעות יצירת קישור על גבי הפלטפורמה שיאפשר גישה מהירה לממשק אחר (של יצרן מוצר החיסכון), על גביו ניתן יהיה לבצע את הפעולות. שתי האפשרויות האלו נדונו במסגרת

<sup>22</sup> זאת למשל, על ידי הארכת תקופת העדכון של נתוני התשואות המוצגים לגבי כספי הפנסיה ביחס למכשירים לטווחי זמן קצרים יותר, דרישת "הכר את הלקוח" לצורך פדיון מוקדם ועוד.

עבודת הצוות והבחינה לגביהן טרם הושלמה ותלויה במאפיינים הטכנולוגיים ובמודל התגמול של הפלטפורמה שייבחנו בהמשך עבודת הצוות.

- מתן שירותי שיווק, תיווך וייעוץ על גבי הפלטפורמה: ביצוע פעולות על גבי הפלטפורמה כמפורט בסעיף הקודם, לרבות צפייה בנתונים, תוכל להתבצע ישירות על ידי החוסך או בסיוע של מתווך. **מתווך שכזה יידרש להחזיק רישיונות להענקת שירותי ייעוץ אובייקטיביים על כלל מכשירי החיסכון וההשקעה המוצגים בפלטפורמה.**

**יובהר כי מוצע שלא ניתן יהיה לנהל את חשבונות החיסכון המוטבים במס, הן הפנסיוני והן החשבון הוולונטרי, שלא על גבי הפלטפורמה. הועדה תבחן בהמשך מקרים חריגים לניהול הכספים שלא באמצעות הפלטפורמה.**

3. **חשבון השקעה למוצרים וולונטריים שאינו מוטב במס**: חשבון זה יהיה דומה במאפייניו לחשבון המוטב במס, למעט בכך שלא יחולו על הכספים המנוהלים בו הטבות מס. רכישה של מוצרים בתוך חשבון זה תיעשה באחת משתי האפשרויות: הראשונה, לאחר מיצוי תקרת ההטבה בחשבון המוטב במס, כלל הרכישות יועברו אוטומטית לחשבון זה. השנייה, במידה והחוסך יבחר עוד טרם מיצוי ההטבה להשקעה דרך חשבון זה. יודגש כי הכספים בחשבון זה יהיו חייבים במס רווחי הון בכל משיכה, וכמו כן לא יהיו מדחיות מס בעת מעבר בין מוצרים ובין חברות מנהלות, בדומה למצב הקיים בחשבונות מסחר עצמאיים. עוד יובהר כי לא יהיה הכרח לנהל את החשבונות שאינם מוטבים במס דרך הפלטפורמה, אולם יש לפעול למניעת תמריצים לעשות זאת, לצורך מניעת מצב של פגיעה בחוסכים והטבה עם היצרנים והמתווכים.

ראוי לציין כי הקמת הפלטפורמה תדרוש ביצוע התאמת תפעוליות וטכנולוגיות, לרבות חיבור פוליסות החיסכון וקופות הגמל להשקעה עם קרנות נאמנות וניירות ערך נוספים תחת חשבון אחד, מאחר שמדובר במוצרים שפועלים במסגרות (משפטית, רגולטורית ותפעולית) מגוונות.

בנוסף, במסגרת עבודת הצוות נסקרה האפשרות שהקמת הפלטפורמה תהא כרוכה בעלות מצד מפעיל הפלטפורמה, וזאת בנוסף לעלויות של יצרני המכשירים המגולמים בדמי ניהול על אחזקתם. עם זאת, הוערך כי "יישור מגרש המשחקים" בין המכשירים במסגרת החשבון יכול להגביר את התחרות במקטע הייצור, ולהביא בכך להפחתת עלויות דמי הניהול כיום, באופן שלא ישית עלות תוספתית על חוסכים.

אם כן, הפלטפורמה המוצעת יכולה לתרום לצמצום פערי האינפורמציה בשוק מוצרי החיסכון בשני היבטים מרכזיים. ראשית, ההנגשה של המידע המלא, חוצה המוצרים והיצרנים לגבי חסכוניותו של הפרט, תקל על החוסך להשוות בין המוצרים, לעמוד בצורה טובה יותר על ההבדלים ביניהם, ולהפעיל לחץ תחרותי על היצרנים, באופן שיגדיל את רווחתו. בנוסף על כך, היכולת לצפות מזווית ראייה הוליסטית ושלמה על סוגי החסכוניות השונים, וכך על הצפי להכנסות מחיסכון לאורך כל חייו (בין אם בעצמו או בסיוע של מתווך), צפויה לשפר משמעותית את יכולתו של החוסך לקבל החלטות חיסכון מיטביות עבורו.

לבסוף, העובדה שחוסכים רבים מחזיקים כיום במכשירי השקעה וחיסכון לטווח קצר ובינוני, מחייבת יצירתן של הוראת מעבר שיעניקו ודאות לחוסכים המחזיקים במכשירים אלו, כמו גם לחוסכים בעתיד, דבר שהצוות יתמקד בו בהמשך. בנוסף, יש ערך בצמצום פגיעה הנובעת משינוי המודל עבור חוסכים קיימים<sup>23</sup>, לשם מתן ודאות לשוק ולצורך מניעת מכירה בהולה של נכסים פיננסיים.

### הבטחת "תיווך הוליסטי ואובייקטיבי" לאורך חייו של החוסך

כפי שהוצג דלעיל, אין כיום אף מתווך פיננסי בעל רישיון יחיד שיש לו היכולת ליעץ לחוסך על כלל מכשירי ההשקעה והחיסכון שברשותו. דבר זה נובע ממבנה הפיקוח הפיננסי הקיים בישראל, ומריבוי המוצרים הפיננסיים בתחום. בנוסף, וכפי שפורט באריכות בדו"ח צוות סוכנויות ביטוח בבעלות<sup>24</sup>, מודל התגמול ומבנה התמריצים של חלק מהמתווכים הפיננסיים לא מוביל בהכרח ליעוץ שבטובת החוסך, דבר המביא לפגיעה בחוסכים ואף פגיעה במוצרים מסוימים.

בשל כך, מוצע לייצר תשתית למתן שירותי תיווך פיננסי תוך הישענות על עקרון ההוליסטיות שהוצג לעיל, ותוך יצירת מודל תגמול שיוצר, ככל הניתן, זהות אינטרסים בין המתווך לבין החוסך. יודגש כי הצוות לא עסק בסוגיית מודל התגמול המיטבי עבור המתווכים. **עם זאת, הצוות סבור כי יש להקדיש דיון ייעודי לסוגיה זו עד מיצויה, שכן ללא השגת מודל תגמול בר-קיימא שיבטיח את קיום השוק, בד בבד עם היותו יוצר זהות אינטרסים, רבים מהיתרונות של המודל המוצע לא מתקיימים.**

בהתאם למודל רישיונות התיווך הקיים כיום ולמבנה הפיקוח הפיננסי על המתווכים ועל מכשירי ההשקעה והחיסכון, **הבטחת ייעוץ הוליסטי עבור החוסך דורשת כי מתווך המעוניין ליעץ על "פלטפורמת ההשקעה והחיסכון" יחזיק בשני רישיונות: רישיון יועץ/משווק השקעות, ורישיון יועץ/משווק פנסיוני (להלן - מתכנן פיננסי).** יובהר כי אין בהצעה זו כדי לבטל רישיונות קיימים

<sup>23</sup> ובפרט עבור אלו שעושים שימוש בפוליסות החיסכון עבור חיסכון פנסיוני, לרבות פוליסות פרט ואנונה.  
<sup>24</sup> דו"ח הצוות לבחינת החזקת גופים מוסדיים בסוכנויות ביטוח, משרד האוצר, ינואר 2025.

למתווכים שאינם בעלי רישיון כפול (דהיינו, יועץ השקעות לא יחויב לקבל רישיון ייעוץ פנסיוני, ולהפך ואלו לא יבוטלו). אולם, רק בעלי רישיון מתכנן פיננסי יוכלו לייעץ לחוסך על כלל מכשירי ההשקעה והחיסכון לכל אורך חייו באופן הוליסטי, ואפשרות זו תעניק להם יתרון משמעותי על פני בעלי רישיון אחד בלבד.<sup>25</sup>

המתכנן הפיננסי יהיה רשאי לתווך לחוסכים את כלל מכשירי החיסכון וההשקעה, הוולונטריים והמנדטוריים, מכל סוג. באופן זה, המתכנן הפיננסי יוכל לייעץ, ואף לבצע פעולות באישור החוסך, על כלל המכשירים ובאופן שרואה את צרכי החוסך לאורך חייו. זאת, לרבות התאמת ההשקעות עבור כלל טווחי הזמן (קצר, בינוני וארוך) עבור החוסך. המתכנן הפיננסי יהא רשאי לתווך עבור החוסך את כלל המוצרים שמופיעים בכלל חשבונות ההשקעה על גבי הפלטפורמה.

יצוין כי במסגרת דיוני הוועדה עלו מספר הצעות נוספות לפתרון הבעיות שהוצגו, לרבות הארביטראז' הרגולטורי והמיסוי והתיווך שאינו הוליסטי. חלק מההצעות הוצעו על-ידי חברי הצוות, וחלקן עלו במסגרת שימועי הציבור שנערכו. בין ההצעות המרכזיות שנידונו, הוצע להחיל כללי השקעה בניהול אישי (בדומה למודל קופת גמל וקרן השתלמות בניהול אישי IRA) על קופת הגמל להשקעה, במסגרתה החוסך יוכל לבחור באופן ישיר את הנכסים בהם יושקעו הכספים, בשונה ממוצרים מנהלים, לרבות קרנות נאמנות, מניות ואיגרות חוב. במסגרת זו, הוצע להחיל תקרת הפקדות כוללת על סך הכספים שייחוו מהטבת המס הקיימת.

הצוות בחר שלא לקדם הצעה זו, על אף שיש בה יתרונות לרבות לעניין קלות היישום המשפטית והתפעולית, שכן היא מספקת פתרון חלקי בלבד ביחס לבעיות שהועלו דלעיל, ובפרט לעניין התיווך הפיננסי שאינו הוליסטי וכן הצמצום החלקי של הארביטראז' ביחס למוצרים שלא יוכלו להיכנס לתוך קופת הגמל להשקעה בניהול אישי.

הצעה נוספת שהועלתה כללה את ביטול פוליסות החיסכון, על רקע ההערכה שפוליסות שאינן בעלות מרכיב ביטוחי הינן דומות בהיבטים רבים למכשירים אחרים שמבצעים השקעה משותפת עבור החוסכים, והשוני בכללי המיסוי בין מכשיר זה לבין מכשירים אחרים עלול להביא לפגיעה בחלק מהחוסכים.

<sup>25</sup> יש לייצר הוראות מעבר עבור בעלי רישיון יחיד כיום, כך שקבלת רישיון שני יתקבל למתווך תוך מתן פטור מחלק מתנאי הרישיון, ובתלות במאפיינים שונים דוגמת שנות ותק, והכל לפי הוראות המפקח הרלוונטי.

הצוות בחר שלא לקדם גם הצעה זו, על רקע ההבנה שהפתרון שהוצע מאפשר צמצום פגיעה פוטנציאלית זו, ככל שהיא קיימת, תוך "יישור מגרש המשחקים" בין היצרנים השונים, ומבלי לצמצם את היצע המוצרים באופן שעלול לפגוע בתחרות וממילא בחוסכים.

דו"ח הביניים של הצוות לבחינת ארביטראז' רגולטורי ומיסויי במכשירי חיסכון לטווח קצר ובינוני, מסכם את התובנות שנצברו במסגרת עבודת הצוות מאז כינוסו ועד לכתבת הדו"ח, ומציע מודל ליישום, כפתרון לרבות מהבעיות שעלו. כאמור וכמודגש לעיל, מדובר בדו"ח ביניים שמבקש להביא את המודל שגובש, על דעת המיעוט שכנגדו, להערות הציבור.

עבודת הצוות החלה ממיקוד בשלושה מכשירים לחיסכון בטווח הקצר והבינוני לגביהם נבחן קיומו של ארביטראז': קופות גמל להשקעה, פוליסות חיסכון וקרנות נאמנות. עם זאת, הפתרון שהוצג בדו"ח להערות הציבור מרחיב ביחס למכשירי חיסכון נוספים שתכלית השימושיות בהם דומה מנקודת מבטו של החוסך, בשם עיקרון של ניטרליות בין המוצרים במדיניות הממשלתית לעידוד חיסכון באמצעות הטבות מס.

ראשית, אכן **זוהו ארביטראז' רגולטורי ומיסויי בין המוצרים**, בו יש כדי להשפיע הן על החלטות החוסך והן על רווחתו. כך, במקטע הייצור של המוצרים, הארביטראז' הקיים מייצר "מגרש משחקים" שאינו ישר, באופן שמוביל לתחרות שאינה מטיבה עם החוסכים וגורר Regulatory Shopping. במקטע התיווך התחדד במסגרת עבודת הצוות כי **היעדרו של מתווך פיננסי המעניק לחוסך ייעוץ "הוליסטי"**, מקשה על החוסך לתכנן תכנון ראוי של ניהול חסכונותיו, ומוביל להתאמת מוצרים שאינה בהכרח אופטימלית. אתגר זה, בשילוב עם בעיית האינפורמציה המשמעותית בתחום, מתעצם נוכח ההבנה שמודלים שונים של תגמול למתווכים הנהוגים כיום בעלי פוטנציאל להטות את שיקוליו של המתווך, באופן שאינו משיא בהכרח את תועלתם של החוסכים. סוגיית הבעיות בתמריצים של מתווכים בתחום זה מורכבת ולא עמדה בליבת הנושאים שנדונו במסגרת עבודת הצוות. עם זאת, ברור כי לא ניתן יהיה להוביל לשיווי משקל אופטימלי בתחום זה, **מבלי לטפל בסוגיית התמריצים ובמודל התגמול של המתווכים**.

עוד עלה כי העובדה שהמידע אודות חסכונותיו של אדם מבוזר בפלטפורמות שונות באופן שאינו מאפשר לחוסך גישה מרוכזת לכלל המוצרים בהם הוא מחזיק, מעמיק את בעיית האינפורמציה בתחום.

בנוגע לארביטראז' המיסויי הקיים בין המוצרים, ניתן לקשור בין קיומו לבין שתי השפעות שליליות על שוק מוצרי החיסכון. האחת, **השפעה מצננת על התחרות** במקטע הייצור, שמקורה בתמריץ שלילי למעבר בין יצרנים במוצרים שאינם מוטבים במס. השנייה, קשורה להטיה שיוצר **הארביטראז' המיסויי בשיקוליו של החוסך בבחירה** בין המוצרים, באופן שאינו מוביל בהכרח למיקסום התועלת



שלו. במילים אחרות, הארביטראז' המיסויי עלול לגרור העדפה בין המוצרים משיקולים שאינם בהכרח משיאים את תועלת הצרכן, ואינו תואם את עיקרון הניטרליות של מערכת מס מיטבית.

על רקע אתגרים אלו, מגישים חברי הצוות הצעה לפתרון ליישום המורכב משלושה חלקים בלתי ניתנים להפרדה, ומבקשים לשמוע את הערות הציבור ביחס לפתרון זה, על רכיביו השונים.

הרכיב הראשון **עוסק בביטול הארביטראז' המיסויי בין שלושת המכשירים שנבחנו, ואף בין מוצרי חיסכון נוספים** המשרתים את אותה תכלית שימושיות עבור החוסכים. כך, מוצע להחיל מערכת לדחיית מס אחידה בין כולם, שתהיה ניטרלית ביחס למוצר ההשקעה שבחר החוסך מבלי לפגוע במגוון סוגי המכשירים בשוק. למעשה, מוצע כי הטבת ודחיית המס תינתנה לחוסך אזרח ישראל שמלאו לו 18 שנים, באמצעות חשבון השקעה ייעודי, ולא תוצמד לאחד המכשירים כפי שנהוג כיום. הפקדת כספי חיסכון מוטבים במס תתאפשר תחת מגבלה שנתית ועד סך הפקדות שייקבעו בחוק, במסגרתו ייהנו החוסכים מהטבת מס עד להנזלת הכספים, קרי **עסקאות במניות ואג"ח וכן מעבר בין המכשירים השונים שרכש החוסך במסגרת חשבון ההשקעה למוצרים וולונטריים המוטב במס יתבצעו ללא "אירוע מס"**. לבסוף, תיבחן אפשרות לצמצום היקפה של הטבת הפטור ממס רווחי הון על משיכות כקצבה לאחר גיל 60.

הרכיב השני בהצעה מתייחס לממשק באמצעותו מונגש לחוסכים המידע אודות חסכונותיהם, כאשר הטיפול בו נדרש על רקע הבנת השפעתם המשמעותית של פערי האינפורמציה השוררים בתחום על רווחת החוסכים. בשל כך מוצע לקדם תשתית נאותה להקמת **פלטפורמה אחת לצפייה וניהול כלל מכשירי החיסכון וההשקעה של החוסכים**. פלטפורמה זו תיקרא "פלטפורמת חיסכון והשקעה" והיא תהווה ממשק משתמש הן עבור החוסכים והן עבור המתווכים והיועצים הנותנים להם שירות. הפלטפורמה המוצעת תאגד שלושה סוגי חשבונות: (1) **חשבון פנסיוני** בו יוצגו לחוסך כלל מכשירי החיסכון הפנסיוני המנדטוריים בהם מחזיק; (2) **חשבון השקעה מוטב במס למוצרים וולונטריים** בו יוצגו לחוסך כלל מכשירי ההשקעה והחיסכון הוולונטריים שעבורם ניתנת לחוסך הטבת מס; (3) **חשבון השקעה למוצרים וולונטריים שאינו מוטב במס**, אשר יהיה דומה ברוב מאפייניו לחשבון המוטב במס, למעט בעובדה שלא תחול על הכספים המנוהלים בו הטבת מס, לרבות דחיית מס.

הרכיב השלישי בהצעה מתייחס לצורך ביצירת **תשתית למתן שירותי תיווך פיננסי תוך הישענות על עקרון ההוליסטיות**, ותוך יצירת מודל תגמול שיוצר זהות אינטרסים בין המתווך לבין החוסך. אמנם הצוות לא עסק בסוגיית מודל התגמול המיטבי עבור המתווכים, אולם חבריו **סבורים כי יש להקדיש דיון ייעודי לסוגיה זו עד מיצויה, שכן ללא השגת מודל תגמול בר-קיימא שיבטיח קיום השוק, בד בבד עם היותו יוצר זהות אינטרסים, רבים מהיתרונות של המודל המוצע לא מתקיימים**.

הרכיב הרביעי בהצעה מתייחס להיקף גביית המס במכשירי החיסכון, המשופעים בהטבות מס. לעמדת הצוות, במסגרת הפתרון המוצע, **יש לצמצם את היקף הטבות המס הניתנות בתחום ולהביא לגידול בהיקף גביית המס**. זאת בין היתר באמצעות קטימת ההטבה הקיימת ביחס לסכומים המנוהלים בקופת גמל להשקעה ובפוליסות חיסכון. בתוך כך, למשל, ניתן לבחון הקטנת תקרת ההפקדה השנתית המותרת לכספים המוטבים, לרמה נמוכה מזו הניתנת להשקעה בקופת גמל להשקעה כיום, או צמצום ההטבות במשיכת הכספים.

עוד מוצע במסגרת המודל כי **מתווך המעוניין ליעץ על "פלטפורמת ההשקעה והחיסכון" יחזיק בשני רישיונות**: רישיון יועץ/משווק השקעות, ורישיון יועץ/משווק פנסיוני, ורק הוא יהיה רשאי לתווך לחוסכים ביחס למוצרי החיסכון הוולונטרי המוטב במס במסגרת פלטפורמת ההשקעה.

לאחר שיתקבלו הערות הציבור על הפתרון, יתכנס הצוות לדון בהיבטים השונים שלא ניתן להם מענה במסגרת הפתרון שהוצע כאן: לרבות, יצירת הוראת מעבר, קבלת נתונים משלימים<sup>26</sup>, הבנת המשמעויות התקציביות (פיסקליות) וקביעת תקרות ההפקדה, טיפול במודל התיווך, הפנמת האתגרים הטכנולוגיים שנדרשים לצורך הקמת הפלטפורמה ותיקוני חקיקה נדרשים. בייחוד, נדגיש כי יש להשלים את עבודת מיפוי העלויות וככל שיהיו עלויות הן יאופסו מתוך צמצום הטבות המס על מכשירי חיסכון.

בראי מסקנות ועדת בכר משנת 2005<sup>27</sup>, וביחס למנהלי הפלטפורמה, יש לבחון בהמשך את האפשרות להיווצרותם של ניגודי עניינים בין מציעי החשבון לבין יצרני מוצרי החיסכון, בהיותם יצרנים של מוצרים ושירותים רבים בתחום זה, לרבות שירותי ברוקראז', קופות גמל, "עושי שוק", חברת קרנות נאמנות וחברת ניהול תיקים. לבסוף, הצוות יבחן את הצורך בצמצום של היבטים נוספים בארביטראז' הרגולטורי בין המכשירים שלא נסקרו במסגרת דו"ח זה, לרבות רגולציה בנושאי ממשל תאגידי, כללי הרישוי, ניהול הסיכונים ועוד.

<sup>26</sup> בפרט לגבי אחזקות שלא באמצעות קופת גמל להשקעה, קרנות נאמנות ופוליסת חסכון, וכן אודות העלויות עבור החוסכים של המכשירים השונים לפי פילוחים וחתכים שונים.

<sup>27</sup> ועדת בכר – דו"ח הצוות הבין משרדי לעניין רפורמה בשוק ההון, 2005.

[https://www.gov.il/he/departments/units/bachar\\_reforma\\_committee](https://www.gov.il/he/departments/units/bachar_reforma_committee)

# עמדת רשות שוק ההון, ביטוח וחיסכון

## 1. מבוא

ביום 25 בפברואר 2024 הקים שר האוצר צוות במשרד האוצר לבחינת הפערים הרגולטוריים בין מכשירי החיסכון הוולונטריים לטווח קצר ובינוני (להלן: "הצוות"): פוליסות חיסכון, קופות גמל להשקעה וקרנות נאמנות, שתפקידו לבחון את האסדרה הקיימת של מכשירי החיסכון לטווח קצר ובינוני בישראל על מכלול היבטיה, למפות את הפערים הרגולטוריים והמיסויים באסדרה, ולגבש המלצות אודות מתווה האסדרה הראוי ביחס למכשירי החיסכון לטווח קצר ובינוני, באופן שיביא לצמצום הפערים ככל שניתן, לטובת קידום התחרות ולטובת החוסכים והמשקיעים.

רשות שוק ההון, ביטוח וחיסכון (להלן: "רשות שוק ההון" או "הרשות"), האמונה, בין היתר, על תחומי הביטוח והחיסכון בישראל, חברה בצוות והציגה במהלך דיוניו את עמדתה ביחס לנושאים שנבחנו, עמדה שמבוססת על מדיניות ארוכת שנים, כפי שבאה לידי ביטוי בעיצוב ענפי הביטוח והחיסכון, ועל הניסיון שצברה בפיקוח על היצרנים והמוצרים שבליבת עבודת הצוות.

מאחר שחלקים מהותיים בעמדת הרשות לא באו לידי ביטוי בדוח הביניים שפורסם על ידי הצוות, והרשות אינה שותפה למרבית המסקנות וההמלצות שעולות מהדוח, ואף סבורה כי ככל שההמלצות ייושמו כלשונן, ישנו חשש לפגיעה בציבור החוסכים בישראל, ובפרט בחוסכים במוצרים תחת פיקוח רשות שוק ההון, בין היתר עקב חששות להסללת ציבור החוסכים למוצרים שאינם מתאימים לצרכיו, לצמצום התחרות בתחום ולעליית מחירי מוצרי החיסכון וההשקעה, ישנה חשיבות להבאת עמדת הרשות ביחס לסוגיות שנבחנו במסגרת דוח הביניים.

בתמצית, על אף שהמטרה של הצוות היא דיון בארביטראז' רגולטורי בין מוצרי השקעה לטווח קצר ובינוני, ההצעה המרכזית של הצוות היא להעניק הטבת מס למשקיעים פרטיים בשוק ההון על חשבון הטבת מס לחיסכון וולנטרי לפנסיה וחיסכון לילדים, ולתמרץ את הציבור להשקיע באמצעות "חשבון השקעה" במכשירים ונכסים פיננסיים מורכבים ויקרים ביחס לקופות גמל להשקעה ופוליסות חיסכון, שאינם מתאימים לצרכיהם ומאפייניהם של מרבית החוסכים, וכל זאת בניגוד למדיניות המס בישראל, כפי שהיא באה לידי ביטוי בין היתר בשינויים משמעותיים במיסוי חברות שננקטו רק בעת האחרונה, וללא שנערך דיון מעמיק אם בכלל נדרשת בעת הזו הטבת מס למשקיעים בשוק ההון.

לעמדת הרשות, דוח הביניים של הוועדה אינו משקף בצורה מספקת את הנתונים והעמדות שהוצגו ונידונו במסגרת עבודת הצוות. בדוח חסר ניתוח של סכומי ההשקעה במוצרים, מחיריהם

של המוצרים, מאפייני החוסכים, מגוון אפשרויות ההשקעה על יתרונותיהם וחסרונותיהם, כימות הטבות המס ואופן ניצולה, שהן הפער המרכזי שעולה מהדוח.

כמו כן, חסר ניתוח של השלכות ההצעה על התחרות בין מוצרי החיסכון הנדונים וההשפעה הפוטנציאלית על מחירי החיסכון, על זמינות המוצרים, על שוק ההון בישראל, למשל בזמני משבר, בהם מאפייני חלק מהמוצרים ואופי הפעילות של המשקיעים בהם נוטה להעצים משברים וכן העלויות התקציביות של ההצעה להן יש השלכות מהותיות על ההצעה עצמה.

הצוות מונה לשם בחינת הפערים הרגולטוריים בין מכשירי השקעה לטווח קצר ובינוני – פוליסות חיסכון, קופות גמל להשקעה וקרנות נאמנות, אך **המלצת הצוות מתייחסת גם למוצרי חיסכון פנסיוני**, וכן לנכסים פיננסיים אחרים דוגמת ני"ע סחירים, ויש לה השלכות מהותיות על מוצרים תחליפיים, כגון פיקדונות בנקאיים. הצוות אכן בחן את הפערים הרגולטורים בין המוצרים דנן, אך ניתוח זה אינו מקבל ביטוי בהצעה אשר מתייחסת בעיקר להיבט אחד בארביטראז' הרגולטורי – פער המיסוי. לעמדת הרשות ההצעה מטפלת בפער זה באופן שאינו מביא בחשבון את מבנה המוצרים ומאפייני החוסכים במוצרים והמשקיעים בשוק ההון.

עמדת הרשות בקשר לסוגיות שהונחו לפתחו של הצוות מוצגת להלן בשלושה חלקים. בחלק הראשון, תובא תמונה של המצב הקיים, שמבוססת על ניתוח מסגרת האסדרה שחלה על מוצרי החיסכון הנבחנים על הנתונים הרלוונטיים שמצויים בידי הרשות. בחלק השני, נתייחס להמלצות הצוות בדוח הביניים, בראי תפקידיה של הרשות שמנויים בחוקי הפיקוח<sup>28</sup>, וכחברה בצוות. בחלק השלישי, נציג עקרונות לאורם ניתן לגבש חלופות להצעת הצוות בדוח הביניים.

## 2. חלק א' – השוואת מאפייני מוצרי החיסכון

ככלל, הרשות אינה חולקת על מיפוי הפערים בדוח הביניים, אלא על ניתוח הפערים והמסקנות שנובעות מהמיפוי כפי שהן באות לידי ביטוי בהצעת הצוות. בחלק זה נתאר את המוצרים ונציג נתונים נוספים שרלוונטיים לניתוח המצב הקיים, להתייחסות הרשות להצעת הצוות ולעקרונות לגיבוש חלופות שיוצגו בהמשך.

### היקפי הצבירה במוצרי החיסכון ברובד השלישי

<sup>28</sup> חוק הפיקוח על שירותים פיננסיים (ביטוח), תשמ"א-1981 וחוק הפיקוח על שירותים פיננסיים (קופות גמל), תשס"ה-2005

בפני הציבור בישראל שמעוניין לחסוך ולהשקיע שיעור מהכנסתו הפנויה (חיסכון וולנטרי – רובד שלישי) לצורך שימוש עתידי עומדות מספר אפשרויות – פקדונות בבנקים, מוצרי חיסכון שמנהלים נכסים פיננסיים ואחרים, או השקעה במישרין בניירות ערך, באופן עצמאי או באמצעות מנהל תיקים.

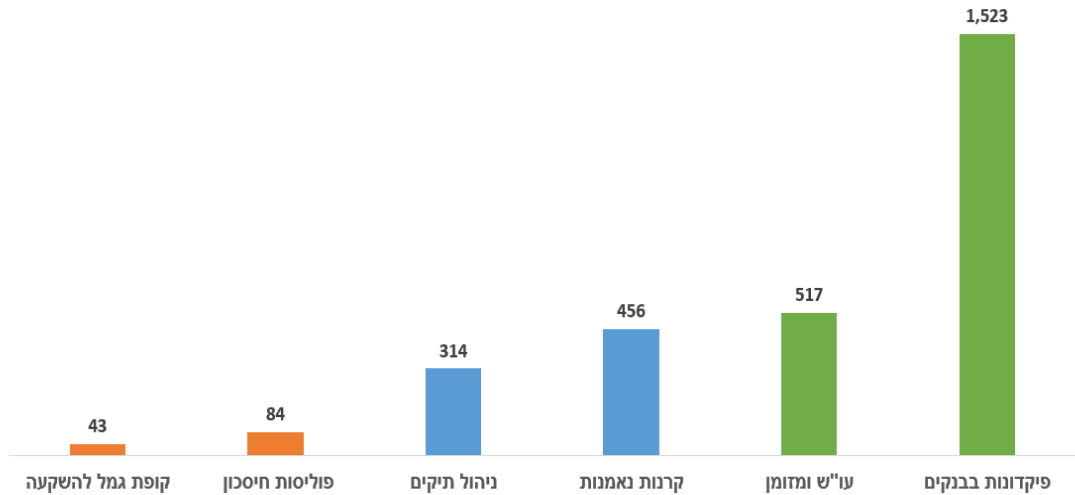
נכון לדצמבר 2023, סכום כספי הציבור ברובד השלישי הוא כ-2.9 טריליון ש"ח. רוב הסכום, כ-2 טריליון ש"ח, מצוי במערכת הבנקאית בפקדונות וחשבונות העו"ש. מצב זה ניתן להסביר במספר גורמים, ביניהם: כספי הציבור מופקדים מלכתחילה בחשבונות העו"ש שמנהלים במערכת הבנקאית; רמת האוריינות הפיננסית בקרב חלק ניכר מהציבור אינה גבוהה; ישנם חסמים שונים להשקעה במוצרים פיננסיים אחרים (כגון הצורך לפתוח חשבון ני"ע); טעמי הציבור; וכן, מבנה התמריצים ומערכת ההפצה הבנקאית שמעודדים את הציבור להשאיר את כספו במערכת.

מתרשים 1 עולה כי חלק משמעותי מהסכום שנותר, כ-456 מיליארד ש"ח, מושקע בקרנות נאמנות, מוצר אשר מיועץ ע"י יועצי ההשקעות בבנקים ומנוהל בחשבונות ני"ע על ידי חברי הבורסה. כ-314 מיליארד ש"ח מנוהלים בידי מנהלי תיקים, חלקם קשורים למערכת הבנקאית.

היקף כספי החיסכון בקופות גמל להשקעה הוא כ-43 מיליארד ש"ח ובפוליסות חיסכון כ-84 מיליארד ש"ח (ביחד כ-127 מיליארד ש"ח), והם מהווים שיעור כ-4.3% בלבד מסך כספי החיסכון במוצרי הרובד השלישי.

ניתן היה לצפות כי קיומם של פערי "ארביטראז'" רגולטורים משמעותיים, מיסויים או אחרים, היו מביאים לזרימה מוגברת של כספי ציבור למוצרים מסוימים בכדי להפיק רווח מאותו "ארביטראז'" רגולטורי. אולם כבר ממבט על, ובהתאם לניתוח הפערים בהמשך, מפילוח סכומי הכספים במוצרי הרובד השלישי ניתן להסיק כי למעט פקדונות בנקאיים, אף אחד ממוצרי החיסכון וההשקעה לא נהנה מיתרונות מוחלטים ביחס למוצרים האחרים, מבניים או מיסויים, שמביאים לזרימה מוגברת של כספים לאותם מוצרים לשם ניצול אותם פערים. דברים אלה בוודאי נכונים לגבי קופות גמל להשקעה ופוליסות חיסכון, שבהם מנוהלים כספי חיסכון בהיקפים נמוכים בהשוואה למוצרים האחרים.

## תרשים 1: פילוח סכומי הכספים ברובד השלישי לפי מוצרים



### המסגרת החוקית של המוצרים

ישנם שלושה חוקים עיקריים שיצרו את המסגרות למוצרים אשר נבחנו ונדונו על-ידי הצוות: **קב** **נאמנות** - חוק השקעות משותפות בנאמנות, תשנ"ד-1994; **פוליסת חיסכון** - חוק הפיקוח על שירותים פיננסיים (ביטוח), תשמ"א-1981 (להלן: "**חוק הפיקוח על הביטוח**") ו**קופת גמל להשקעה** - חוק הפיקוח על שירותים פיננסיים (קופות גמל), תשס"ה-2005 (להלן: "**חוק קופות גמל**"), במסגרתו יצרה הכנסת בתיקון לחוק קופ"ג להשקעה, על רקע השינויים במוצר זה בעבר כפי שיפורט להלן ומתוך הכרה שהמוצר מתאים לעידוד חיסכון וולונטרי לטווח ארוך.

### מאפייני המוצרים

#### **קופת גמל להשקעה**

קופת גמל להשקעה היא מוצר חיסכון המוצע לציבור על ידי חברות מנהלות של קופות גמל. מוצר זה קיים החל מנובמבר 2016 מתוקף חוק קופות גמל והוא מפוקח על-ידי רשות שוק ההון. תיקון 3 לחוק קופות גמל ביטל החל מינואר 2008 את אפשרות הפקדת כספים לקופת גמל שבה היה ניתן לחסוך ולמשוך כספים בסכום הוני. אמנם, תיקון זה קידם את מדיניות הממשלה בדבר עידוד חיסכון למטרות קצבה ואולם הביא להפחתה ניכרת בשיעור ההפקדות לקופות גמל וצמצם את חלופות החיסכון של הציבור. במטרה לאפשר לציבור החוסכים אפיק חיסכון פנסיוני הוני, ולעודד אותו למשך כספים שנצברו בו כקצבה בתקופת הפרישה, תוקן חוק קופות גמל כך שהחל מנובמבר 2016 ניתנה האפשרות לחברות מנהלות של קופות גמל להקים ולנהל מוצר חיסכון נוסף שנקרא קופת גמל להשקעה.

המוצר מאפשר לחסוך סכומים עם תקרת הפקדה שנתית ללקוח של כ-81,700 ש"ח (כיום) שיהיה ניתן למשוך בסכום הוני בלא הטבות מס בהפקדה או לקבל עליהם פטור ממס רווחי הון אם העמית יחליט לקבלם כקצבה. כמו כן, הוא מאפשר למוטבי העמית למשוך את הכספים שהם זכאים להם עקב פטירתו של עמית או לייעד אותם לקצבה בגיל פרישה. כל זאת תחת היתרונות הצרכניים וההגנות של מוצרי קופות הגמל שהן חלק ממערכת החיסכון הפנסיוני, וניהול מקצועי של החיסכון על ידי הגופים המוסדיים שפועלים תחת מעטפת רגולטורית מקיפה שקובעת בין היתר, תקנון תקני המסדיר את זכויות וחובות העמיתים בקופה, רשימה מצומצמת ואחידה של מסלולי השקעה, כללי השקעה, מגבלות על ייקור דמי ניהול, כללי משטר תאגידי מחמירים, כללי דיווח וסקיפות לעמיתים, לציבור ולרשות ועוד.

קופת גמל להשקעה הוא מוצר חיסכון פשוט, שמתאים לצרכי החיסכון של מרבית הציבור שאינו בעל רמה גבוהה של אוריינות פיננסית, ומאפשר לחוסך להשקיע, גם סכומים קטנים יחסית, בתיק נכסים מנוהל בגוף מוסדי מפוקח, בהפקדה תקופתית עד לתקרת ההפקדה כאמור ובמחיר נמוך ביחס לחלופות, וללא ליווי צמוד של יועץ פיננסי לאורך חיי החיסכון.

### פוליסת חיסכון

פוליסת חיסכון היא מוצר חיסכון המוצע לציבור על ידי חברות ביטוח המבוסס על חוזה בין אדם מסוים לחברת ביטוח מסוימת. הפיקוח על תנאי ומאפייני המוצר מבוצע על ידי רשות שוק ההון בהתאם לחוק הפיקוח על הביטוח. הבסיס החוזי של המוצר מאפשר גמישות בעיצוב תנאי ההתקשרות בין הצדדים אשר יכולה לבוא לידי ביטוי הן בחוזה מסוים והן במוצר המדף המוצע לכלל הציבור. בהתאם, פוליסות הכוללות מרכיב חיסכון, בין אם קיים בהן גם מרכיב ביטוחי ובין אם לאו, קיימות עשרות שנים ובמהלכן הן עברו שינויים לא מעטים בהתאם למגמות ומאפייני השוק. דוגמה לשינוי כאמור החל בשנת 2008, עם החלת הסדר פנסיה חובה שהרחיב את רשת הביטוחן הסוציאלית של הציבור למקרה פטירה ואובדן כושר עבודה באמצעות ביטוחים המשולבים במסגרת מכשירי החיסכון הפנסיוני. עם הרחבת רשת הביטוחן כאמור, קטן הביקוש למוצר חיסכון מקיף הממומן מכסף פנוי של הציבור הכולל את ההגנות הפיננסיות המנויות לעיל ונוצר הצורך בגמישות בהתאמת הכסויים הביטוחיים לפי הצורך של החוסך. בהתאם, חוזים הכוללים מרכיב חיסכון של כסף פנוי החלו בפועל להתאפיין בתכלית שונה שמטרתה המרכזית היא חיסכון לטווח בינוני באופן שמתאים, ואף מעניק יתרונות, לחיסכון לטווח ארוך וזאת כחלק מרשת ההגנה הפנסיונית לגיל הפרישה.

כיום פוליסות חיסכון משווקות כך שברובן מאפשרת הוספת רכיב ביטוחי (למשל כיסוי למקרה מוות) ובחלק מהפוליסות קיימת אפשרות לקבל את הכספים כאנונה או כקצבה. בכך, חוזה חיסכון והשקעה מאפשר במסגרת ההתקשרות עם חברת ביטוח לקבל תשלומים עיתיים,

ביטוחיים במהותם, ככל שהחוסך מעוניין בכך. האפשרות לקבל קצבה או אנונה חודשית היא מאפיין ייחודי לפוליסת חיסכון ביחס למוצרי חיסכון של כסף פנוי, והיא מתאפשרת באמצעות שימוש במנגנונים קיימים של חברת ביטוח אשר מיועדים לתשלום סכומי ביטוח חודשיים.

בשונה מקופת גמל להשקעה, בפוליסת חיסכון ניתן לחסוך כספים ללא תקרת הפקדה או צבירה. אולם בדומה לקופת גמל להשקעה, במסגרת החוזה ניתן לבקש הלוואה בשיעור מסוים מסך הנכסים הצבורים, באופן שמשאיר את האפשרות שלא "לשבור" את החיסכון במקרה של צורך באשראי, בין אם הוא צורך נקודתי ובין אם מתמשך יותר. הזמינות המתוארת לאשראי, בעלות נמוכה בממוצע ביחס לתנאי השוק, היא אלמנט צרכני בעל חשיבות בניהול אשראי ברמת משק הבית.

בהיבט ההשקעתי, פוליסות חיסכון היא מוצר פשוט בדומה לקופת גמל להשקעה – גם היא מתאימה לצורכי החיסכון של מרבית הציבור שאינו בעל רמה גבוהה של אוריינות פיננסית, ומאפשרת לחוסך להשקיע בתיק נכסים מנוהל בגוף מוסדי מפוקח, בהפקדה חד פעמית או תקופתית.

### קרן נאמנות

קרן נאמנות היא מוצר פיננסי המאפשר למשקיעים להתאגד להשקעה משותפת בניירות ערך. הקרן היא תיק השקעות משותף, המנוהל על-ידי חברת קרנות נאמנות. המסגרת החוקית והנורמטיבית של המוצר היא חוק השקעות משותפות בנאמנות, אשר חוקק בשנת 1994. המוצר מפוקח ע"י רשות ניירות ערך והשקעה בקרן מתבצעת באמצעות חשבון ניירות ערך אצל חברי בורסה, בנקים או חש"בים.

מבחינת מיסוי, רוב מוחלט של קרנות הנאמנות הן קרנות נאמנות פטורות – קרנות שרווחיהן והכנסותיהן פטורים ממס (קניה ומכירה של ניירות ערך בקרן אינן אירוע מס), ובעלי היחידות בקרן חייבים במס בעת מכירת היחידות. כמו כן, ניתן לקזז הפסדי הון מקרנות נאמנות מול ני"ע אחרים, ואף מול רווחי הון בנכסים אחרים (כגון מקרקעין).

ישנם מספר סוגים של קרנות נאמנות: קרן כספית, קרן אקטיבית, קרן פאסיבית (קרן סל וקרן מחקה), וקרן גידור בנאמנות. בבורסה לניירות ערך בת"א זמינות כ-2,300 קרנות נאמנות, כאשר חברות ניהול הקרנות הגדולות מנהלות כ-400 קרנות.

הנזילות בקרנות הנאמנות גבוהה מאוד, יחידות הקרן ניתנות לרכישה ומכירה באופן יומיומי במערכת הבורסה, ומאפשרות למשקיע עם אוריינות פיננסית לפעול באופן גמיש ולנצל הזדמנויות השקעה.



דמי הניהול ומדיניות ההשקעה של הקרן אינם מובטחים לתקופה מסוימת, וקרן נאמנות יכולה לשנות מדיניות השקעות ודמי ניהול פעם בשנה, ולהודיע על כך למשקיעים באמצעות מערכת הדיווחים של הבורסה.

מנהל הקרן יכול לשווק את המכשיר באמצעות בעל רישיון שיווק לפי חוק הסדרת העיסוק בייעוץ השקעות, בשיווק השקעות ובניהול תיקי השקעות, תשנ"ה-1995. מרביתם של היועצים מעניקים את שירותי הייעוץ במסגרת מערכי הייעוץ הקיימים בבנקים.

קרן נאמנות היא מוצר השקעה נפוץ, שמאפשר למגוון רחב של טיפוסי משקיעים, ובעיקר מי שהם בעלי רמה גבוהה יחסית של אוריינות פיננסית, או כאלה שמלווים בייעוץ, לבנות תיק השקעות נזיל בהתאם לצרכיהם וטעמם.

### **הפערים הרגולטורים המשפיעים על התחרות בין מוצרי החיסכון**

לכל אחד מהמוצרים שנסקרו לעיל מאפיינים ייחודיים שנובעים בין היתר מהמסגרת החוקית והמעטפת הרגולטורית, שמעשירים את מגוון המוצרים והאפשרויות הזמינים לחוסכים בעלי צרכים שונים. כך, חוסך שצריך כיסויים ביטוחיים משולב בהשקעה ימצא את מבוקשו בפוליסת חיסכון, חוסך שמעוניין בהפקדה תקופתית לחיסכון בסכום נמוך על שם ילדו יפתח חשבון בקופ"ג להשקעה, וחוסך שמעוניין בתחליף לפיקדון כספי בעל נזילות יומית יכול לרכוש יחידות בקרן כספית. בשביל חוסכים אלה, שלושת המוצרים אינם מספקים באופן מלא את אותו צורך.

מעבר למאפיינים השורשיים של כל אחד מהמוצרים, ישנם מאפיינים שנקבעו ברגולציה שחלה על כל מוצר, להם ייתכנו השלכות על הבחירה של אותם חוסכים עבורם שלושת המוצרים מספקים צורך דומה (מוצרים תחליפיים). פער רגולטורי באחד המאפיינים (למשל אפשרות מעבר בין מסלולים ללא אירוע מס) יכול לתת יתרון תחרותי למוצר אחד על פני מוצר אחר. אולם ייתכן כי קיימים פערים רגולטורים לטובת המוצר האחר (למשל מגוון אפשרויות השקעה), באופן שמאזן בין המוצרים, ומחדד את הבידול ביניהם, כך ששני המוצרים ישרתו את צרכיהם של טיפוסי חוסכים שונים.

קופת גמל להשקעה	פוליסות חיסכון	קרן נאמנות
<b>דמי ניהול ממוצעים ותקרת דמי ניהול</b>	0.74%	אקטיבית- 1.23%; מנייתית- 1.64% קרן סל- 0.55% (+0.15% משתנים); קרן מחקה- 0.35%; קרן בספית- 0.17%.
<b>הוצאות נוספות</b>	הוצ' ישירות	הוצ' ישירות
<b>שינוי דמי ניהול</b>	דמי ניהול קבועים לחמש שנים לפחות. הודעה אקטיבית לעמיתים בשל שינוי בדמי הניהול.	ניתן לעדכן את דמי הניהול מידי שנה. הודעה על שינוי דמי ניהול באמצעות מערכת הדיווחים.
<b>סכום שנתי מקסימאלי</b>	אין	אין
<b>אפיקי השקעה</b>	נכסים סחירים ולא סחירים	נכסים סחירים
<b>אפשרויות השקעה</b>	מספר מוגבל של מסלולים אחידים – כעשרה מסלולים בפועל בכל חברה	מספר מוגבל של מסלולים (כ-400 קרנות אצל המנהלים הגדולים (כ-2,300 קרנות סה"כ)) בפועל בכל חברה
<b>מיסוי</b>	פטור ממס על הרווחים שנצברו כקצבה לאחר גיל 60 (מלוא הקצבה פטורה ממס). מעבר בין מסלולים וחברות אינו אירוע מס.	קיזוז הפסדים מעבר בין מסלולים אינו אירוע מס
<b>אופי ומשיכה בפועל</b>	תקופתי לטווח בינוני	תקופתי וחד פעמי לטווח בינוני
<b>אופציות ביטוחיות/פנסיונית</b>	יש	אין
<b>משך ממוצע החזקה</b>	כ-3.5 שנים	כ-5.9 שנים
<b>שיעור מסלולים שנתי העברות</b>	כ-7%	כ-15%
<b>ממוצע בחשבון (שיעור מתחת ל-500 אלף ש"ח)</b>	60 אלף ש"ח (99.7% מהחשבונות מתחת ל-500 אלף ש"ח)	196 אלף ש"ח (90% מהחשבונות מתחת ל-500 אלף ש"ח)
		כ-600 אלף ש"ח <sup>29</sup> בחשבונות ני"ע (כ-70% מהחשבונות מתחת ל-500 אלף ש"ח)

<sup>29</sup> כ-50% מסכום זה בקרנות נאמנות. אומדנים על פי נתוני ב"י ודוח ב"י לשנת 2021, וכן דוחות כספיים שנתיים של חברי בורסה שהם חברות ציבוריות.

לצורך הדיון בפערים הרגולטורים בין המוצרים מוצגת בטבלה 1 השוואה בין המאפיינים העיקריים של המוצרים.

דמי ניהול – דמי הניהול במוצרים האקטיביים זולים באופן משמעותי בקופות גמל להשקעה ופוליסות חיסכון, כ-0.64% ו-0.74% בהתאמה אל מול קרנות נאמנות אקטיביות בהם דמי הניהול הממוצעים 1.23% ובקרנות נאמנות אקטיביות מנייתיות אף 1.64%.

בקרנות הפאסיביות (קרנות סל וקרנות מחקות) לדמי הניהול הקבועים יש להוסיף גם דמי ניהול משתנים (בממוצע תוספת של כ-0.2%) וכן עמלות קניה ומכירה (בין 0.08% ל-0.68%) ודמי משמורת (בין 0.2% ל-0.7%) אותם הלקוח משלם לחבר הבורסה באמצעותו הוא קונה את קרן הנאמנות, בהתאם לתנאי כל חשבון. חלק מהוצאות אלו באות לידי ביטוי בקופות גמל להשקעה ופוליסות חיסכון בהוצאות הישירות, אך בשיעורים נמוכים בהרבה, בשל כוח המיקוח של הגופים מוסדיים מול חברי הבורסה.

הפערים הרגולטוריים העיקריים שזוהו בסעיף זה הם: (1) קיומה של תקרת דמי ניהול בקופות גמל להשקעה, שאינה קיימת בקרנות נאמנות ופוליסות חיסכון. (2) האפשרות של החברות לשנות את מחירי המוצרים, כל חמש שנים בקופות גמל להשקעה ופוליסות חיסכון בהשוואה לפעם בשנה בקרנות נאמנות. (3) על חברות הביטוח ומנהלי קופ"ג לשלוח הודעה ספציפית ללקוח בעת שינוי מחיר, בהשוואה לדיווח של קרנות הנאמנות לבורסה. העדר תקרת דמי ניהול, הגמישות בשינוי דמי הניהול ומתכונת ההודעה לחוסך על שינויים בדמי הניהול, מהווים יתרונות תחרותיים לקרנות נאמנות.

אפשרויות השקעה – לחוסך בפוליסת חיסכון או בקופת גמל להשקעה בחברה מסוימת זמינים מספר מוגבל ומוגדר של מסלולים, בדומה למסלולים שזמינים במערכת החיסכון הפנסיוני, בהתאם להוראות רשות שוק ההון. בפועל מדובר בכעשרה מסלולים בחברה, הגדולים שבהם הם המסלולים הכלליים, מסלולי מניות, ועוקבי מדד SP&500, כאשר חברה אינה יכולה לנהל שני מסלולים זהים.

למשקיעים בקרנות נאמנות זמינים בחברות הגדולות מאות קרנות נאמנות, ובסה"כ כ-2,300 קרנות, ולמרות קיומן של מגבלות מסוימות, חברה יכולה לנהל יותר מקרן אחת מאותו סוג (למשל, חברות מסוימות מנהלות ארבע קרנות כספיות).

הפער הרגולטורי העיקרי שזוהה בסעיף זה: קיומן של מגבלות משמעותיות על פתיחת מסלולי השקעה בקופות גמל להשקעה ופוליסות חיסכון. העדר מגבלות משמעותיות על ניהול מספר רב של קרנות נאמנות, מאפשר לקרנות נאמנות מגוון רחב של אפשרויות השקעה שנותנים מענה ללקוחות שונים. האפשרות לנהל קרנות דומות, מאפשרות פרקטיקות של אפליית מחירים,

יתרונות בהשוואת תשואות ויתרונות שיווקיים. כל אלה מהווים יתרונות תחרותיים משמעותיים לקרנות נאמנות.

סכום הפקדה שנתי מקסימאלי - חוסך בקופת גמל להשקעה מוגבל להפקדת כ-81 אלף ש"ח בשנה. מגבלה כאמור לא קיימת בהפקדה לפוליסות לחיסכון או רכישת קרנות נאמנות.

הפער הרגולטורי העיקרי שזוהה בסעיף זה: קיומה של תקרת הפקדה שנתית בקופת גמל להשקעה, מהווה יתרון תחרותי משמעותי לפוליסות חיסכון וקרנות נאמנות.

מיסוי - בקופת גמל להשקעה ופוליסות חיסכון ישנה הטבת דחיית מס – מעבר בין מסלולים וחברות (ככל שניתן) אינו אירוע מס. כמו כן, בקופת גמל להשקעה ישנו פטור ממס על רווחי הון בהמרה לקצבה לאחר גיל 60. בקרנות נאמנות ישנה אפשרות לקיזוז הפסדי הון. יצויין, כי בכל שלושת המכשירים, קיימת דחיית מס רווחי הון עד למועד המימוש.

הפערים הרגולטורים העיקריים שזוהו בסעיף זה: (1) בקופת גמל להשקעה – קיומו של פטור ממס רווחי הון בהמרה לקצבה מעל גיל 60. (2) בקופת גמל להשקעה ופוליסות חיסכון – מעבר בין מסלולים וחברות ללא אירוע מס. (3) בקרנות נאמנות – אפשרות קיזוז הפסדי הון.

לכאורה, הטבת דחיית המס במעבר בין מסלולים מעניקה יתרון תחרותי משמעותי לפוליסות חיסכון וקופות גמל להשקעה על פני קרנות נאמנות. ברם, מספר המסלולים המוגבל, ונתונים אודות משך ההחזקה הממוצע במוצרים השונים ושיעור המעברים השנתי בקופות הגמל להשקעה ופוליסות חיסכון, מלמדים שהיתרון בפועל אינו משמעותי (כלומר, ניתן לעבור למסלול אחר ללא אירוע מס, אך אפשרויות המעבר מוגבלות). האפשרות להמרה לקצבה בפטור ממס רווח הון מהווה יתרון תחרותי לקופת גמל להשקעה. נציין כי עד כה ניצול הטבה זאת בפועל נמוך. אפשרות קיזוז הפסדי הון בקרנות הנאמנות מהווה יתרון תחרותי מסוים על פני המוצרים האחרים, בייחוד למשקיעים בני"ע.

אפשרות השקעה בנכסים לא סחירים – חוסך בפוליסת חיסכון וקופ"ג להשקעה יכול לבחור מסלול שעל פי מדיניות ההשקעה משקיע גם בנכסים לא סחירים, כגון הלוואות, קרנות השקעה ומקרקעין. לעומת זאת, קרנות נאמנות יכולות להשקיע אך ורק בנכסים סחירים. לכאורה קיים כאן יתרון מסוים לפוליסת חיסכון וקופ"ג להשקעה. אולם במקביל לעבודת הצוות, רשות ני"ע מקדמת סוג נוסף של קרנות נאמנות – קרנות אלטרנטיביות<sup>30</sup>, שיאפשרו למנהלי קרנות נאמנות להציע קרנות אלטרנטיביות שמשקיעות בנכסים לא סחירים. עם תיקון זה, ייווצר יתרון תחרותי דווקא לקרנות הנאמנות, עקב גידול נוסף במגוון אפשרויות ההשקעה, והיכולת להציע אפשרות

<sup>30</sup> סעיף ב.2. בתכנית האסדרה לשנת 2025 של הרשות לני"ע

השקעה בנכסים לא סחירים בלבד (אין מסלולי השקעה לא סחירים "טהורים" בקופת גמל להשקעה ופוליסת חיסכון).

הפערים הרגולטורים העיקריים שזוהו בסעיף זה: (1) החברות שמנהלות פוליסות חיסכון וקופ"ג להשקעה יכולות להשקיע גם בנכסים לא סחירים, לעומת קרנות נאמנות שמוגבלות לנכסים סחירים בלבד. (2) במבט צופה פנה עתיד – מנהלי קרנות יוכלו להציע קרנות אלטרנטיביות שמשקיעות אך ורק בנכסים לא סחירים, אפשרות שאינה קיימת בפוליסות חיסכון וקופ"ג להשקעה.

המעטפת הרגולטורית שחלה על החברות שמנהלות את המוצרים ועל המוצרים עצמם – מסגרת האסדרה החלה על הגופים המוסדיים המפוקחים על ידי רשות שוק ההון הינה קפדנית ומקיפה, מבוססת על סטנדרטים בינלאומיים ודומה בהיבטים רבים למסגרת הבנקאית. מסגרת זו, שתחתיה מפוקחים כספי החיסכון הפנסיוני בסכום של כ-2.6 טריליון ש"ח, חלה על כל סוגי המוצרים שמנוהלים על ידי הגופים המוסדיים, ובכלל זה פוליסות חיסכון וקופות גמל להשקעה. פועל יוצא מכך, הוא שבהיבטים רבים של ניהול מוצרי החיסכון, האסדרה החלה על פוליסות חיסכון וקופות גמל להשקעה, מקיפה יותר לעומת האסדרה החלה על קרנות נאמנות. המעטפת הרגולטורית הרחבה אמנם שומרת על כספו של החוסך, אך מנקודת המבט של החברות שמנהלות את המוצרים דנן, עלויות הרגולציה והמגבלות השונות שבאות לידי ביטוי בהעדר גמישות ניהולית הן חסרון של קופות הגמל ופוליסות החיסכון ביחס לקרנות הנאמנות שחלה עליהן מסגרת רגולטורית יותר מתירנית.

בסעיף זה זוהו הפערים הרגולטורים הבאים: (1) ממשל תאגידי ובפרט דירקטוריון (אישור נושאי משרה, שיעור דב"תים, תנאי כשירות ומגבלות על כהונה, ייצוג הולם לשני המינים, הפרדה בין הדירקטוריון להנהלה ועוד). (2) ועדות השקעה (רוב נציגים חיצוניים ביניהם היו"ר, איסור כהונה מקבילה, מגבלות על עובדים ויועצים, כשירות מקצועית, תדירות ישיבות). (3) תשתית מערך השקעות (ועדת משנה לאשראי, ועדת אשראי פנימית, מרכז חובות בעייתיים, מערך עורפי, בקרת השקעות, מודל דירוג ועוד). (4) ניהול נכסי אשראי וחוב (מדיניות העמדת אשראי, טיפול בחובות בעייתיים, השקעה באג"ח חברות, נהלי חיתום ואנליזה, הלוואות ללווים שהיו בקשיים, הלוואות ממונפות, ועוד). (5) כללי השקעה. (6) ניהול סיכונים. (7) הצבעה באסיפות כלליות. (8) השקעה ועסקאות עם צדדים קשורים. (9) שקיפות וגילוי.

לסיכום, טבלה 2 מעריכה את הפערים ב-"מגרש המשחקים" הרגולטורי במסגרתו פועלים שלושת המוצרים, באמצעות סיכום היתרונות התחרותיים של כל אחד מהם ביחס לאחרים. יתרון מסוים יסומן ב+, יתרון ב++, ויתרון משמעותי ב+++.

## טבלה 2: סיכום יתרונות תחרותיים שנובעים מפערים רגולטורים

קרת דמי ניהול	קרת דמי ניהול	קרת דמי ניהול	קרת דמי ניהול
תקרת דמי ניהול	-	+	+
גמישות בשינוי דמי ניהול	-	-	+
תקרת הפקדה שנתית מקסימאלית	-	+++	+++
מספר אפשרויות השקעה זמינות לחוסך (מסלולים וקרנות)	-	-	+++
דחיית מס במעבר בין מסלולים	++	++	-
פטור ממס רווחי הון בהמרה לקצבה	++	-	-
אפשרות לקיזוז הפסדי הון	-	-	+
גמישות המעטפת הרגולטורית	-	-	++
סה"כ יתרונות תחרותיים שנובעים מפערים רגולטורים (סיכום הפלוסים)	4	6	11

### 3. חלק ב' – התייחסות הרשות לפתרון המוצע בדוח הביניים

בחלק זה תובא עמדת הרשות ביחס להצעת הצוות לפתרון בעיית הארביטראז' הרגולטורי והמיסוי במכשירי החיסכון לטווח קצר ובינוני, על שלושת מרכיביה השונים – ביטול הארביטראז' המיסוי בין המוצרים, יצירת פלטפורמה אחידה, והבטחת תיווך "הוליסטי ואובייקטיבי". בתמצית, הרשות מתנגדת לרכיבים מהותיים בהצעה, לנוכח עלויות משקיות בכלל ובפרט עלויות תקציביות משמעותיות שצפויות עם יישומה, טיפול בפערים רגולטורים מסוימים תוך התעלמות מפערים רגולטוריים משמעותיים אחרים, ושינויים במוצרים שאינם במנדט של הצוות.

הצעת "חשבון ההשקעה" (להלן: "ההצעה") אינה מיישרת את מגרש המשחקים, אלא מטה אותו, על ידי הסטה של הטבות המס מהחוסכים במכשירי החיסכון לטווח בינוני-ארוך דוגמת פוליסות חיסכון וקופות גמל להשקעה, למשקיעים לטווח קצר-בינוני בשוק ההון באמצעות קרנות נאמנות, ניירות ערך ואף נכסים פיננסיים זרים. על אף הפערים המשמעותיים בין מאפייני המוצרים השונים כפי שהוצג לעיל, ההצעה מטפלת בפער המיסוי בלבד, ואף זה באופן חלקי, ומתעלמת מפערים אחרים הנובעים ממבני המוצרים, באופן שמפר את האיזון בין המוצרים

השוניים ושעלול להשפיע על רמת התחרות הכוללת בענפי ההשקעה והחיסכון לטווח קצר ובינוני.

### ההצעה אינה עולה בקנה אחד עם מדיניות המס בישראל

על בסיס ההמלצות של ועדת רבינוביץ' (2002) לרפורמה מקיפה במס הכנסה, הוטל (בעיקר על יחידים) מס על רווחי הון ממכירת ניירות ערך נסחרים בבורסה לני"ע בתל אביב, ובכך צומצם הפער שהיה קיים בזמנו בין נטל המס על הון לנטל המס על עבודה. כן נקבע כי המס יחול על רווחים ממכירת כל סוגי ניירות הערך והמכשירים הנסחרים בבורסה, לרבות מניות, אגרות חוב וקרנות נאמנות, כאשר המס מוטל על בסיס מימוש (בעת מכירה) ולא על בסיס צבירה, למעט קרנות נאמנות פטורות בהן המיסוי חל בפדיון היחידה. מאז הרפורמה, לא חל שינוי מהותי בעקרונות שנקבעו למיסוי שוק ההון בישראל. יתרה מכך, רק לאחרונה חוקק חוק ההתייעלות הכלכלית (תיקוני חקיקה להשגת יעדי התקציב לשנת 2025) (מיסוי רווחים לא מחולקים), התשפ"ה-2024 ("חוק הרווחים הכלואים"), שהרציונל בבסיסו הוא להקדים תשלומי מס על רווחים לא מחולקים, באמצעות הטלת מס שנתי בשיעור 2% על רווחים שאינם מחולקים או חלוקת 6% מהרווחים כדיבידנד ותשלום מס בגינו.

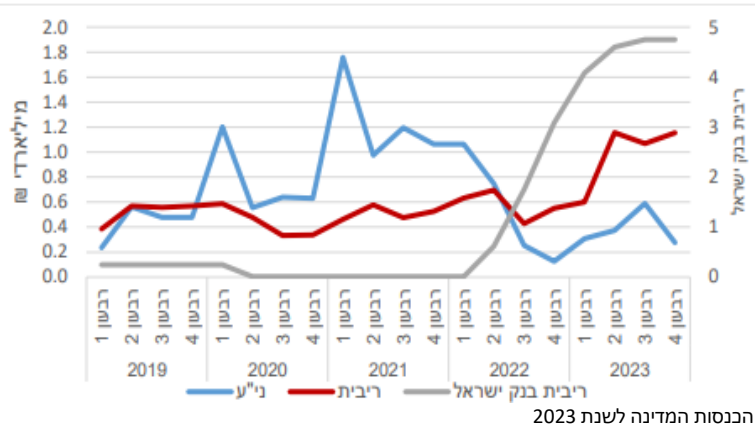
מהאמור לעיל עולה כי ההצעה, על פיה כספים המופקדים ב"חשבון השקעה" ומושקעים במגוון רחב של נכסים פיננסיים, ימוסו רק בשלב המשיכה מחשבון ההשקעה, אינה עולה בקנה אחד עם מדיניות המס של ישראל ביחס להשקעה בשוק ההון. מצב בו המדינה תחייב חלוקת דיבידנד בחברות מסוימות לצורך גביית מס, בעוד היא דוחה מיסוי על דיבידנדים שמחולקים בחברות אחרות, אינו עקבי.

### ההצעה עלויות תקציביות משמעותיות

בהצעה נקבע כי יישמר איזון פיסקלי ביחס למצב הקיים בהטבת המס במכשירי החיסכון, דהיינו צמצום הארביטראז' המיסויי יבוצע ללא עלות נוספת מעבר לעלות ההטבה הקיימת. כפי שיוסבר להלן, איזון פיסקלי כאמור יושג רק אם תיקבע תקרת הפקדות כוללת נמוכה שמעמידה בספק את כדאיות המהלך כולו על מחיריו השונים.

בשנת 2023 סכום גביית המס משוק ההון עמד על כ-5.5 מיליארד ש"ח (4 מיליארד ריבית, 1.5 מיליארד מני"ע).

תרשים 5: גביית המס לשנים 2019-2023



\*דוח הכנסות המדינה לשנת 2023

היקף הנכסים המנוהלים בקופת גמל להשקעה ופוליסות חיסכון הוא נמוך באופן יחסי לסך הנכסים המנוהלים במערכת כ-43 מיליארד ו-84 מיליארד בהתאמה. סכום החיסכון הממוצע בפוליסות כ-196 אלף ש"ח, כאשר כ-90% מהחשבונות בפוליסות חיסכון הם מתחת ל-500 אלף ש"ח. בקופות גמל להשקעה סכום החיסכון הממוצע בחשבון הוא כ-88 אלף ש"ח בלבד, וכ-99.7% מהחשבונות הם מתחת ל-500 אלף ש"ח.

לעומת זאת, היקף הנכסים המנוהל ע"י הציבור במישרין (אג"ח ממשלתיות ומק"ם, מניות בארץ, נכסים פיננסיים בחו"ל ואג"ח חברות) הסתכם ל-1.2 טריליון ש"ח<sup>31</sup> והיקף הנכסים בקרנות נאמנות הסתכם ל-456 מיליארד ש"ח.

נכסים ומכשירים אלה מנוהלים בכמיליון חשבונות ני"ע של אזרחי ישראל, אצל חברי הבורסה, וסכום הכספים בחשבון ני"ע ממוצע עומד על כ-600 אלף ש"ח. ניתן להניח כי בעתיד כמעט כל חשבון ני"ע יהיה חשבון השקעה, שאם לא כך חברי בורסה שלא יציעו ללקוחות חשבון שמאפשר הטבות מס יהיו בנחיתות תחרותית לעומת חברי בורסה שכן יציעו את המוצר.

לפי נתוני הרשות, שיעור המעבר בשנת 2023 בין מסלולים בקופות גמל להשקעה הוא 7.31% ובפוליסות חיסכון 15.77% (נציין כי שנת 2023 הייתה חריגה בשיעור גבוה יחסית), והכספים מוחזקים בממוצע לטווח זמן בינוני-ארוך. בקופות גמל להשקעה (שהוא מוצר חדש יחסית) מח"מ האחזקה הוא של כ-3.5 שנים ובפוליסות חיסכון 5.91 שנים. זאת לעומת משך אחזקה קצר בהרבה בקרנות נאמנות ובנכסים פיננסיים אחרים, שניתן להעריכו

<sup>31</sup> [https://www.boi.org.il/publications/regularpublications/statistic\\_bulletin/bulletin2023](https://www.boi.org.il/publications/regularpublications/statistic_bulletin/bulletin2023)



בכשנה בלבד<sup>32</sup>. נדגיש כי כמפורט לעיל, מספר המסלולים בקופ"ג להשקעה ופוליסות חיסכון מוגבל, ולכן מיצוי "הטבת דחיית המס" במוצרים אלה, נמוך יחסית.

בהינתן מאפייניו של "חשבון ההשקעה" כפי שהם באים לידי ביטוי בהצעה, ניתן להעריך כי הכספים המופקדים בחשבון ההשקעה יהיו הכספים הנזילים האחרונים שחוסך יוציא לצריכה, שכן על כספים אלה ישולם מס במשיכה בלבד, ואילו על כספים מחוץ לחשבון ההשקעה משולם מס שוטף במכירה. כמו כן, קיומה של תקרת הפקדה כוללת (בניגוד לתקרת הפקדה שנתית) תגרום לכך שכספים מעל התקרה שיצאו מחשבון השקעה (רווחים), לא יוכלו לחזור אליו.

נתונים והערכות אלה באשר להתנהגות החוסכים מצביעים על כך שהכספים ב"חשבון ההשקעה" יוחזקו למשך זמן ארוך מאוד, בסבירות גבוהה גם מעבר למשך זמן ההשקעה בפוליסת חיסכון וקופ"ג להשקעה.

בשקלול הנתונים והערכות לעיל – היקף הגבייה הנוכחי משוק ההון, היקף הנכסים שמהווה את בסיס המס, שווי חשבון ני"ע ממוצע, משך ההחזקה הצפוי בכספים בחשבון להשקעה, מספרם הגבוה לעין ערוך של ני"ע והמכשירים הפיננסיים ביחס למסלולים בקופ"ג להשקעה ובפוליסות חיסכון ואופי ההשקעה בהם, **ניתן להעריך כי סכום תקרת ההפקדה הכוללת שתביא לכל הפחות לאיזון פיסקאלי כנדרש בהצעת הצוות יעמוד על עשרות אלפי שקלים בודדים, נמוך אף מתקרת ההפקדה השנתית שקיימת היום בקופ"ג להשקעה (כ-80 אלף ש"ח). סכום זה, מעבר לכך שהוא כנראה חסר כדאיות בראיית עלות-תועלת ליצרני "חשבון ההשקעה" והמכשירים הפיננסיים, מעקר מתוכן את תכלית ההטבות בקופ"ג להשקעה – אשר נועדה לעידוד חיסכון פנסיוני ובמשיכתו כקצבה ומהווה חיסכון וולנטרי לקצבה למי שזקוק לכך.**

בשולי הדברים נציין כי, בדיון בוועדת כספים מיום ה-25 ביוני 2024, שעסק בהגדלת התקרה להפקדה בקופות גמל להשקעה, התנגדו נציגי אגף תקציבים ורשות המיסים להגדת תקרת ההפקדה בקופ"ג להשקעה ל-300 אלף ש"ח בשנה, והעריכו את שווי הטבת המס בהגדלת התקרה בכ-100 מיליון ש"ח בשנה, תחשיב מצומצם שהתייחס אך ורק למאיון העליון במוצר ששווי הצבירה בו 43 מיליארד ש"ח בלבד.<sup>33</sup>

**ההצעה מטפלת רק בהיבט המיסוי של הארביטראז' הרגולטורי באופן שמטה את "מגרש המשחקים" לכיוון קרנות הנאמנות**

<sup>32</sup> אומדן על בסיס נתוני הקניות והמכירות של קרנות נאמנות בדוח פעילות מערכי הייעוץ בבנקים שפרסמה רשות ניירות ערך, מדוח בנק ישראל המוזכר לעיל, ומדוח הוועדה לבחינת פעילות ברוקראז.  
<sup>33</sup> <https://main.knesset.gov.il/Activity/committees/Finance/Pages/CommitteeProtocols.aspx?ItemID=2219490>

מהניתוח בחלק א' לעיל עולה ש"מגרש המשחקים" הרגולטורי אינו מוטה לכיוון פוליסות החיסכון וקופות גמל להשקעה. על אף שזוהו פערים רגולטורים רבים בין שלושת המוצרים שיש להם השלכות על האיזון התחרותי ביניהם והמענה שכל מוצר נותן לטיפוסים שונים של חוסכים, ההצעה מתמקדת בטיפול בהיבט הארביטראז' המיסוי בלבד, בדרך שמפרה את האיזון כאמור ומטה את "מגרש המשחקים" לטובת קרנות הנאמנות, שתוביל להעדפת טיפוסים חוסכים מסוימים על פני אחרים, גידול בעלויות, הפחתת התחרות, צמצום אפשרויות בחירה ופגיעה כוללת בחוסכים.

טבלה 3 להלן מעריכה את היתרונות התחרותיים של המוצרים ככל שההצעה תמומש, ביחס למצב הקיים. ניתן לראות כי לאחר יישום ההצעה, לא רק שהפערים הרגולטורים לא יצומצמו, אלא הפערים הרגולטורים לטובת קרנות הנאמנות יתעצמו (השינויים הם ביחס למצב הקיים, ומסומנים באדום) -

טבלה 3: סיכום יתרונות תחרותיים שנובעים מפערים רגולטורים – לאחר יישום ההצעה

קופת להשקעה	גמל	פוליסת חיסכון	קרן נאמנות
תקרת דמי ניהול	-	+	+
גמישות בשינוי דמי ניהול	-	-	+
תוספת עלות שכבת "חשבון השקעה"	-	-	+
אפשרות הפקדה במוצר מעבר לתקרה הכוללת (היה: תקרת הפקדה שנתית מקסימאלית)	-	-	-
מספר אפשרויות השקעה זמינות לחוסך (מסלולים וקרנות)	-	-	+++
דחיית מס במעבר בין מסלולים	-	-	-
פטור ממס רווחי הון בהמרה לקצבה	-	-	-
קיזוז מס	-	-	+
גמישות המעטפת הרגולטורית	-	-	++
סה"כ יתרונות תחרותיים שנובעים מפערים רגולטורים (סיכום הפלוסים)	0	1	9

## ההצעה מייצרת ארביטראז' מיסויי בין נכסים ומכשירים שניתן לרכוש בחשבון ההשקעה

### לנכסים אחרים, ובפרט פקדונות בנקאיים

בהצעה המובאת בדוח הביניים נכתב כי "מוצע לבטל את הארביטראז' המיסויי בין המוצרים ולהחיל הטבת מס אחידה בין כולם, שתהיה ניטרלית ביחס למוצר ההשקעה שבחר החוסך", ומנגד מובהר כי "פיקדונות נושאי ריבית לא ייכללו במסגרת הנכסים בחשבון ההשקעה". ההצעה יוצרת בבירור ארביטראז' מיסויי בין פקדונות בנקאיים לבין מוצרים ונכסים תחליפיים, דוגמת קרנות כספיות, מק"מ, ואגרות חוב (ובפרט אגרות חוב ממשלתיות), בניגוד לעקרונות שהותוו בהצעה עצמה. היקף ההשקעה של הציבור במוצרים ובנכסים דנן **עולה על טריליון ש"ח**, ולהפרת האיזון במקטע זה יכולות להיות השלכות לא רצויות, כגון העצמת מגמת עליית דמי הניהול בקרנות הכספיות וייקור עלויות הגיוס של המערכת הבנקאית שתוביל לייקור האשראי ללקוחות.

### ההצעה אינה מטפלת בסוגיית הקיזוז מחוץ לחשבון ההשקעה

על אף שההצעה מתיימרת לסגור ארביטראז' מיסויי בין המוצרים השונים, ההצעה אינה מטפלת בסוגיית קיזוז המס. כפי שהוצג בחלק א' ישנו ארביטראז' באפשרויות קיזוז המס בין קופ"ג להשקעה, פוליסות חיסכון וקרנות נאמנות. בעוד שלא ניתן לקזז רווחים והפסדים בקופ"ג להשקעה ובפוליסות חיסכון, ניתן לקזז מס בין הפסדים ורווחים בקרנות נאמנות לנכסים פיננסיים אחרים. **פער זה משמר יתרון מיסוי לקרנות הנאמנות ומשאיר עיוות תחרותי בשוק.**

## ההצעה מוסיפה עלויות לחוסך בקופ"ג להשקעה ופוליסות חיסכון וצפויה לייקר את

### החיסכון בכלל המוצרים

על פי ההצעה תתווסף לחוסכים בקופ"ג להשקעה ובפוליסות חיסכון מעטפת של "חשבון להשקעה", שהוא דה פקטו חשבון ני"ע שמנוהל אצל חבר בורסה, עליו החוסכים ישלמו דמי ניהול קבועים, דמי משמרת ועמלות קנייה ומכירה, ובזאת בנוסף על דמי הניהול המשולמים בקופות גמל ובפוליסות חיסכון. זאת לעומת המצב היום שהחוסך בקופת גמל להשקעה ובפוליסת חיסכון אינו צריך להחזיק חשבון ני"ע ומשלם דמי ניהול אך ורק בעבור המוצרים כאמור.

### ההצעה מוסיפה עלויות תיווך לחוסך ופוגעת במקטע התיווך

ההצעה מבקשת להרחיב את מקטע התיווך ומציעה ביצוע פעולות בחשבון השקעה, לרבות צפייה בנתונים, רק על ידי מתווך שיידרש להחזיק שני רישיונות להענקת שירותי ייעוץ אובייקטיביים בתחום ייעוץ פנסיוני ובתחום ייעוץ השקעות – "מתכנן פיננסי". עוד מובהר בהצעה כי אין בה כדי לבטל רישיונות קיימים למתווכים שאינם בעלי רישיון כפול. אולם, רק

בעלי רישיון מתכנן פיננסי יוכלו לייעץ לחוסך על כלל מכשירי ההשקעה והחיסכון בפלטפורמת חשבון ההשקעה. כך שלמעשה המתכנן הפיננסי יפעל בנוסף למתווכים הקיימים בשוק החיסכון הפנסיוני ובשוק ההשקעות המעניקים כיום שירותים לחוסכים, דבר אשר סביר שיביא להוספת עלויות תיווך נוספות לחוסך ויפגע בכל מקטע התיווך הקיים כיום בישראל שישאיר אותו "מחוץ למשחק". בהקשר זה ראוי לציין כי כיום ישנם עשרות בודדות של בעלי רישיון המחזיקים ברישיון כפול, זאת לעומת כ-13,000 בעלי רישיון בשוק החיסכון הפנסיוני ובשוק התיווך בהשקעות.

## **ההצעה מסלילה את החוסך למערכת פחות תחרותית שאינה מתאימה לכל החוסכים –**

### **חברי הבורסה ומנהלי קרנות הנאמנות**

**ככלל, השקעה בקרנות הנאמנות יקרה יותר מחיסכון בקופ"ג להשקעה ופוליסות חיסכון –** מחלק א' עולה כי לרוב מוחלט של טיפוסים החוסכים, קופ"ג להשקעה ופוליסות חיסכון הם המוצרים הזולים יותר. בעוד ממוצע דמי הניהול בקופ"ג להשקעה הוא 0.64% ובפוליסות חיסכון 0.74%, ממוצע דמי הניהול בקרנות האקטיביות (התחליף הרלוונטי העקרי למסלולי קופ"ג להשקעה ופוליסות חיסכון) גבוה בהרבה ועומד על 1.23%. מהשוואה של המסלולים הפאסיביים בקופ"ג להשקעה ופוליסות חיסכון, עולה כי מחירן דומה. לאחר הוספת עלויות ניהול תיק ני"ע דוגמת דמי משמרת/דמי ניהול חשבון, עמלות קנייה ומכירה, דמי נאמן וכיוצ"ב, עולה כי למרבית טיפוסים החוסכים בקופ"ג להשקעה ופוליסות חיסכון (ובפרט חוסכים שמפקידים כספים מדי תקופה), מוצרים אלה זולים במידה ניכרת מקרנות נאמנות.

**ענף קרנות הנאמנות מורכב יותר, ואינו מתאים למרבית החוסכים –** כיום קיימות בישראל כ-2,300 קרנות נאמנות, מרביתן מנהלות בידי ארבע חברות ניהול קרנות נאמנות, כאשר כל אחת מהן מנהלת כ-300-400 קרנות, זאת בהשוואה לכ-10 מסלולים זמינים בכל חברה שמנהלת פוליסות חיסכון וקופ"ג להשקעה. על אף ה"שקיפות" בענף, ריבוי סוגי הקרנות (קרן מחקה וקרן סל, קרן כספית וקרן אג"ח וכיוצ"ב), ריבוי הקרנות עצמן, וההוראות בדבר עדכון מחירים וגילוי ללקוח מקשים על המשקיעים במכשיר זה לבחור מכשירי השקעה באמצעות השוואת מחירים ותשואות, ומאפשרים את קיומן של פרקטיקות שיווקיות שונות לגיוס כספים, אפליית מחירים ושינוי מדיניות השקעה. כך לדוגמא, חברה מסוימת, שאינה חריגה, מנהלת ארבע קרנות כספיות שקליות (כספית שקלית, כספית שקלית כשרה, כספית ניהול נזילות, כספית מגמת ריבית), כאשר ההבדלים ביניהן מינוריים, התשואה דומה, ודמי הניהול שונים.

כדוגמא נוספת, בעולם הקרנות הפאסיביות קיימים שני סוגים של קרנות, קרנות מחקות וקרנות סל, שהתכלית שלהן דומה – לעקוב אחר מדד מסוים (למשל S&P500). לחברה

מסוימת (גם כאן, אינה יוצאת דופן) קרן מחקה S&P500 ב-0% דמי ניהול, וקרן סל שעוקבת אחר S&P500 ב-0.6% דמי ניהול בתוספת 0.3% דמי ניהול משתנים. בחינה של החזקות הציבור מעלה שהיקף גדול יותר של כספי משקיעים פרטיים נמצא דווקא בקרנות הסל, המוצר היקר יותר. **עולה מכך כי השקעה בקרנות נאמנות מחייבת אוריינות פיננסית ברמה גבוהה או לחילופין קיומו של ייעוץ פיננסי נגיש בתדירות גבוהה, ואינה מתאימה למרבית החוסכים, שחיסכון במוצר פשוט יותר, דוגמת קופ"ג להשקעה או פוליסת חיסכון, מתאים יותר למאפייניהם וצרכיהם.** סוגיה זו עלתה בדיוני הצוות, ומצאה את מקומה בדוח הביניים בהערת שוליים לבחינה עתידית של "קרנות על", ולא כחלק בלתי נפרד מהמלצת הצוות.

**התשתית הפוטנציאלית לניהול חשבון השקעה יקרה וריכוזית** – כ-90% מחשבונות ני"ע של הציבור מנוהלים בתאגידי הבנקאיים. עמלות ניהול החשבונות כאמור, ובראשן דמי משמרת ועמלות קנייה ומכירה, יקרות באופן יחסי ומגיעות לפי תעריפוני הבנקים עד 0.2% לדמי משמרת לרבעון ו-0.5% לעמלת קנייה ומכירה. כ-10% מהחשבונות מנוהלים אצל חברי הבורסה שאינם בנקים (חשב"ים), וחלק הארי משיעור זה נמצא אצל שלוש חברות, שכל אחת מהן חלק מקבוצה שמנהלת גם קרנות נאמנות. ניהול "חשבון השקעה" ע"י חברי בורסה, מעלה חשש להגדלת כוחם, הגדול ממילא, של התאגידי הבנקאיים, ניגודי עניינים בין פעילות חש"ב בחשבון השקעה ליצרן מוצרים פיננסיים, ופגיעה בתחרות ועליית מחירי ניהול חשבון ני"ע ללקוחות.

### קשיים תפעולים במוצר חשבון השקעה

ההצעה מעלה קשיים תפעוליים משמעותיים. עיקר הקושי התפעולי אינו נובע מהאספקט ההשקעתי גרידא, קרי ממסלולי ההשקעה והבחירה ביניהם, אלא מיתר האספקטים של המוצרים אשר תנאיהם מתוארים וקבועים בתקנונים או בפוליסות וכן מצרכיו של החוסך. חשבון השקעה היא פלטפורמה אשר מסתכלת על המוצרים השונים בראייה השקעית בלבד ואינה מביאה בחשבון גמישות חוזית אשר מאפשרת עושר בחירה לשם יצירת התאמה פיננסית של חוזה לצרכיו והעדפותיו של החוסך.

כך למשל תחת פלטפורמה של חשבון השקעה תיווצר מורכבות תפעולית עבור חוסך ככל שקיימת לו פוליסת חיסכון אשר הוא מעוניין לשנות בה את המוטבים, ונדרש להסדיר את האופן שבו יינתן לחוסך גילוי שככל שהוא עבר מפוליסת חיסכון לקרן נאמנות ומתאינת בחירתו הקודמת במוטבים שכן אין לה מקום במוצר החדש שנבחר על ידו.

כמו כן, תיווצר מורכבות תפעולית למוטביו של החוסך בהליך קבלת כספים במקרה של פטירת החוסך, וזאת בפרט ככל שהיה קיים בפוליסה רכיב של ביטוח ריסק למקרה מוות.

הליך יישוב התביעה מתבצע אצל חברת הביטוח אשר אין לה ביטוי במסגרת פלטפורמה שעיקר ייעודה הוא השקעתי. באופן דומה תיווצר מורכבות תפעולית ברכישת רכיב של ביטוח ריסק מוות במסגרת הפוליסה ועריכת הליך החיתום הרפואי, כמו גם התקשורת עם עורך החיתום אשר נדרש להתבצע באופן ישיר.

מורכבות תפעולית תיווצר גם במקרה שהחוסך מעוניין ליטול הלוואה או לבקש לקבל אנונה או קצבה מפוליסת החיסכון הקיימת לו ככל שזו נרכשת באמצעות חשבון השקעה. בדומה, תוגבל יכולתו של החוסך לעבור למוצר אחר לאחר שנטל הלוואה או אנונה ותהיינה השלכות על ביצוע מעבר כאמור על זכויותיו ועל הגילוי שיינתן לו על כך במסגרת הפלטפורמה.

לבסוף, ההצעה מצמצמת את האפשרות של משקי בית רבים אשר מבקשים לבצע פעולה של חיסכון חודשי באמצעות הו"ק. בחירת מסלול השקעה במסגרת אחד משלושת המוצרים אינה מאפשרת התקשרות עם היצרן העומד מאחורי המוצר והמסלולים המנוהלים בו לשם פנייה בבקשה לגבות תשלום חודשי קבוע באמצעות הו"ק.

### **עלויות תפעוליות וחוסר ודאות עסקי**

בהתאם להצעה, תוקם תשתית טכנולוגית חדשה מעבר לתשתיות הטכנולוגיות הקיימות בשוק הפיננסי וזאת לצורך הפעלת חשבון השקעה. הדבר ידרוש ביצוע התאמת תפעוליות וטכנולוגיות, לרבות חיבור פוליסות החיסכון וקופות הגמל להשקעה עם קרנות נאמנות וניירות ערך נוספים תחת חשבון אחד. מאחר שמדובר במוצרים שפועלים במסגרות (משפטית, רגולטורית ותפעולית) שונות, תידרש השקעה בתשתית טכנולוגית ייעודית וכן תידרש אסדרה שצפויות להביא לעלויות גבוהות להיערכות וכן כפל עלויות לאורך זמן אל מול המערכות הקיימות בשוק הפיננסי למוצרים המנוהלים שלא במסגרת חשבון השקעה. כמו כן, שינוי מבנה העלויות שבניהול מוצר קופת הגמל להשקעה עלול לפגוע בכדאיות הכלכלית של שיווקן, ולדבר עלולה להיות השלכה גם על תוכנית "חיסכון לכל ילד" המבוצעת על אותה תשתית תפעולית.

### **השלכות משקיות ובפרט עדויות להעצמת משברים על ידי פעילות של משקיעים בקרנות**

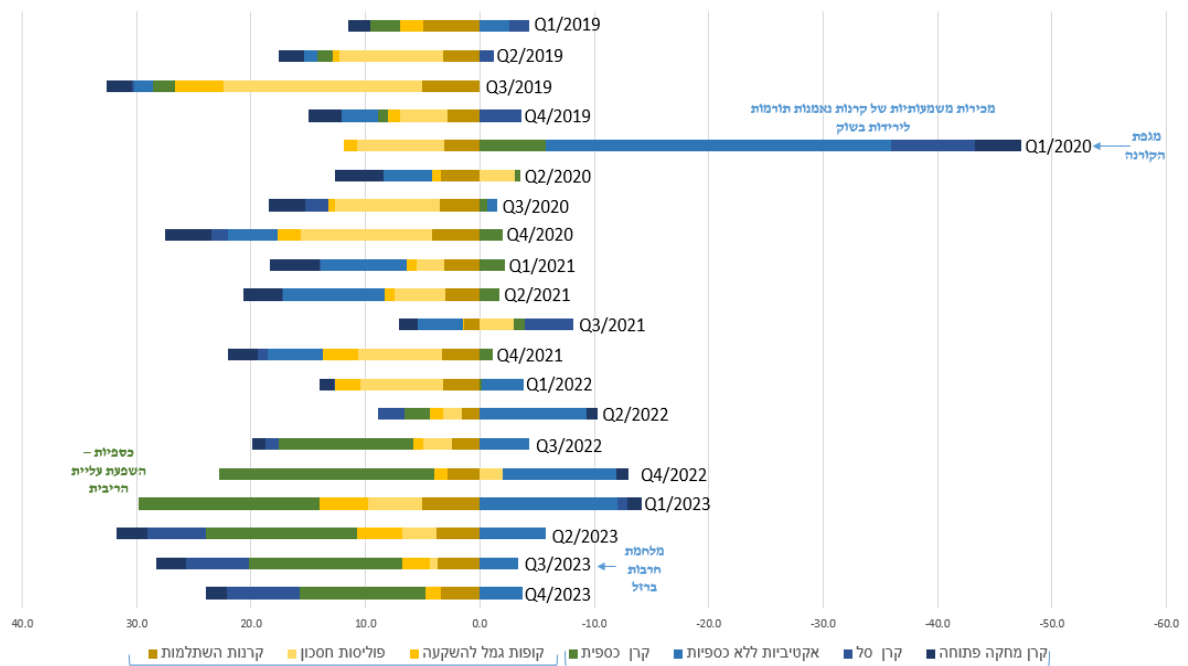
#### **נאמנות**

בחודש מרץ 2020, בעקבות משבר הקורונה, התרחשה טלטלה בשווקים הפיננסיים בישראל ובעולם, הטלטלה הובילה לפדיונות מאסיביים בקרנות הנאמנות. בשיאם, הפדיונות הגיעו לכ-8 מיליארד שקלים ביום. זרם הפדיונות המאסיבי אילץ את קרנות הנאמנות למכור שיעור משמעותי מאחזקותיהן בזמן קצר, וזאת במחירים שככל הנראה היו נמוכים באופן משמעותי משוויים הכלכלי.<sup>34</sup> פעולה זו העצימה את הירידות בשוק ההון. באותה תקופה,

<sup>34</sup> <https://al.boi.gov.il/media/t5ecxkgr/dp202201h.pdf>

היקף הפדיונות בקופ"ג להשקעה ובפוליסות החיסכון היה נמוך בהרבה, ואף נרשמה בהם צבירה חיובית.

להצעה ייתכנו השפעות משמעותיות על המשק ושוק ההון, נוכח הגידול הצפוי בסכומי ההשקעה בקרנות הנאמנות, בשל היתרונות התחרותיים שנובעים בין היתר מההצעה ומהפערים הרגולטורים, כפי שתואר לעיל. דבר שעלול להוביל לסיכון יציבותי לכלל המערכת הפיננסית ואף לכשל שוק.



#### 4. חלק ג' – עקרונות לגיבוש חלופות להצעת דוח הביניים

על בסיס המסקנות שעולות מניתוח הפערים הרגולטוריים בין המוצרים בחלק ב', ועל רקע הערות הרשות להצעת הצוות בדוח הביניים שהוצגו בחלק ג', להלן יבאו מספר עקרונות כלליים, שלעמדת רשות שוק ההון, יש לגבש לאורם מתווה אסדרה חלופי:

1. המתווה מתייחס אך ורק למוצרי החיסכון שנבחנו בעבודת הצוות.
2. המתווה עולה בקנה אחד עם מדיניות המס הכללית של מדינת ישראל, ובפרט בתחום גביית המס משוק ההון.
3. המתווה לכל הפחות שומר על איזון פיסקאלי ביחס למצב הנוכחי.
4. המתווה שומר על מגוון המוצרים ועל יתרונותיהם לחוסכים, ומשפר את מצבם של מרבית החוסכים ביחס לקיים.
5. המתווה לא מפר את האיזון התחרותי בין המוצרים, באופן שמעניק או משמר לאחד המוצרים צבר יתרונות תחרותיים שנובעים מפערים רגולטורים ביחס לאחרים.

6. המתווה אינו מוסיף עלויות שאינן נחוצות לחוסכים במוצרים השונים.
7. המתווה ניתן ליישום הן תפעולי והן משפטי, ובעלויות סבירות ביחס לתועלות.
8. המתווה נותן מענה לבעיות הצרכניות שהתגלו בעבודת הצוות.



## נספח: השוואה בינלאומית – בריטניה, יפן, קנדה

ישנן מדינות בהן קיימים מכשירים פיננסיים בפטור מלא או חלקי ממס, לצורך עידוד חיסכון לטווח קצר ובינוני, בנפרד מהטבות המס הפנסיוניות עבור חיסכון לטווח ארוך. ככלל, מכשירי חיסכון והשקעה לטווח קצר ובינוני משתנים בין מדינה למדינה, כתלות בגורמים רבים, דוגמת מאפייני החיסכון הפנסיוני לרבות חובת הפרשה וסוג הכיסוי הפנסיוני, שיטת המס הנהוגה ומבנה הרגולציה הפיננסית. עם זאת, בסקירה שנערכה נמצאו מכשירים בעלי מאפיינים דומים שנועדו לסייע לאזרחים לחסוך לטווח קצר, בינוני וארוך. נסקור מודלים דומים למכשירים המוטבים במס בישראל לחיסכון וולונטרי לטווח קצר ובינוני בשלוש מדינות: בריטניה, יפן וקנדה.

### בריטניה – Individual Savings Account (ISA)

במסגרת ה-ISA שיוסד לראשונה בשנת 1999, לאזרחי בריטניה יש יכולת להפקיד עד 20,000 פאונד בכל שנת מס (מחודש אפריל עד לחודש מרץ) בחשבון. במסגרת זו, התושבים הבריטים שמעל גיל 18<sup>35</sup> יכולים לרכוש נכסים פיננסיים באחד או יותר מסוגי המכשירים הבאים:

- מסלול מזומן (Cash): הכולל חסכונות ופיקדונות בנקאיים. במכשיר זה, ניתן לבחור בין ריבית קבועה, או ריבית משתנה על פני זמן.
- מסלול ניירות ערך (Stock and Shares): הכולל רכישת מניות, אג"ח, קרנות נאמנות מקומיות וזרות.
- מסלול חדשנות פיננסית (Innovative Finance): הכולל מתן הלוואות במסגרת P2P, וכן השקעה דרך פלטפורמות למימון המונים.
- מסלול טווח ארוך (Lifetime): הכולל השקעה באמצעות מזומן או באמצעות מניות ואג"ח (ישנה אפשרות להשקעה בשני אלו יחד), כאשר הממשלה נכנסת יחד עם החוסך בקרן במסגרת Matching. במסגרת מנגנון זה, החוסך יכול להפקיד עד 2,000 פאונד בשנה במסלול הזה, והממשלה מוסיפה 25% מההשקעה של החוסך ועד למקסימום של 1,000 פאונד בשנה. במידה והחוסך מושך את הכספים במסלול זה לפני גיל 60, או שלא עבור הדירה הראשונה של החוסך, החוסך משלם 25% קנס. ניתן להפקיד במסלול זה רק בין גילאי 18-40.

הטבות המס ב-ISA כוללות פטור ממס על הריבית על המזומן, וכן פטור על הכנסה או רווח הון מהשקעות דרך ISA. את החשבון ניתן לפתוח דרך הבנק, דרך אגודות אשראי, חבר בורסה לצורך

<sup>35</sup> לחוסכים מתחת לגיל זה יש מכשיר חיסכון מותאם עבורם.

מסחר בניירות ערך, מלווי P2P ועוד. מלבד הכסף במסלול טווח ארוך, אפשר תמיד למשוך את הכסף ללא קנסות וללא מיסוי.

בריטניה מאפשרת לחוסכים להחזיק למעלה מחשבון ISA אחד, מסוגים שונים ואצל פלטפורמות שונות, אך אי אפשר להחזיק יותר מסוג אחד מכל אחד מארבעת המסלולים המפורטים מעלה. הממשלה בוחנת הגדלה של התקרה השנתית ב-5,000 פאונד נוספים, כתלות בכך שיושקעו בנכסים בריטיים בלבד (Domiciled in UK).<sup>36</sup>

### יפן – Nippon Individual Savings Account (NISA)

במסגרת ה-NISA שיצא לפועל בשנת 2014 בעקבות המודל הבריטי, יוסדה האפשרות להשקיע 3.6 מיליון ין בפטור ממס בכל שנה. במסגרת זו, תושבי יפן מעל גיל 18 יוכלו לרכוש נכסים פיננסיים באחד משני המסלולים הבאים (חשבון אחד בלבד):

- מסלול כללי: הכולל אפשרות לרכישת מניות מקומיות וזרות, לרבות קרנות נאמנות וקרנות REIT. ניתן להשקיע במסלול זה עד 2.4 מיליון ין (כ-16,000 דולר) בשנה.
- מסלול חיסכון: כולל קרנות נאמנות לטווח חיסכון ארוך מרשימה סגורה. ניתן להשקיע במסלול זה עד 400 אלף ין (כ-2,600 דולר) לשנה. החל מינואר 2024 סכום זה גדל עד פי 3.

ההכנסה הנובעת ממכשירים אלו פטורה ממס רווחי הון במדינה לאחר החזקה של כ-5 שנים במסלול הכללי, ו-20 שנה במסלול החיסכון, ולאחר מכן ניתן לפדות את הכסף או להשקיע אותו מחדש. בעקבות תיקון בינואר 2024, מותר יהיה לכל אזרח להחזיק עד 18 מיליון ין במכשירים אלו יחד (כ-119 אלף דולר), כאשר ישנה מגבלה של עד 12 מיליון ין במסלול הכללי.

### קנדה - Tax-Free Savings Account (TFSA)

במסגרת ה-TFSA שיצא לפועל בשנת 2009, יוסדה האפשרות להשקיע עד 7,000 דולר קנדי (לשנת 2024) בפטור ממס בכל שנה. במסגרת זו, תושבי קנדה מעל גיל 18 יוכלו לרכוש נכסים פיננסיים מסוגים שונים (ניירות ערך, מניות בחברות לא סחירות, מזומן ועוד) בשלושה מסלולים שונים תוך קבלת הטבות מס בהפקדה ובפדיון הנכסים:

- מסלול פיקדון Deposit: הכולל השקעה בפיקדון בנקאי צובר ריבית.
- מסלול חוזה אנונה Annuity: הכולל השקעה לצורך קבלת קצבה במודל אנונה

<sup>36</sup> להרחבה ראו: <https://www.gov.uk/individual-savings-accounts/how-isas-work>

- מסלול קרן Trust: הכולל מאפיינים ייחודיים בתחומי ירושה.

ניתן לפתוח חשבון זה דרך מוסד פיננסי, מבטח, בנק וכן מוסדות פיננסיים נוספים. החיסכון נדיל בכל עת (וכתלות במסלול), ואין לפדיון מה-TFSA השפעה על סך ההפקדות שניתן להפקיד בכל שנה.<sup>37</sup>

---

<sup>37</sup> להרחבה, ראו:

<https://www.canada.ca/en/revenue-agency/services/forms-publications/publications/rc4466/tax-free-savings-account-tfsa-guide-individuals.html>