

# ועדת בכר - בחינת סטטוס יישום ההמלצות ומצב שוק ההון הנוכחי

מאיה הרן וגילה וינברגר  
עמיתות קורת - מכון מילקן

# על אודות תוכנית עמיתי קורת-מכון מילקן

תוכנית עמיתי קורת-מכון מילקן מקדמת את הצמיחה הכלכלית בישראל באמצעות התמקדות בפתרונות חדשניים, מבוססי שוק, לבעיות מתמשכות בתחומים חברתיים, כלכליים וסביבתיים. התוכנית מתמקדת באיתור פתרונות גלובליים והתאמתם למציאות הישראלית ובבניית ממשקים חיוניים המחברים בין משאבים ממשלתיים, פילנתרופיים ועסקיים, לטובת צמיחה ופיתוח לאומי בר-קיימא.

התוכנית מעניקה מלגות שנתיות לישראלים מצטיינים, בוגרי מוסדות להשכלה גבוהה בארץ ובעולם, המתמחים במוקדי קבלת ההחלטות הלאומיים ומסייעים בפיתוח פתרונות באמצעות מחקר והתמחות. היקף הפעילות של עמיתי התוכנית הוא מקסימלי – התמחות, הכשרה ומחקר במשך חמישה ימים בשבוע.

במשך שנת התמחותם עוסקים עמיתי קורת-מכון מילקן במחקר המדיניות במשרדי הממשלה וברשויות שלטוניות אחרות, ומסייעים למקבלי ההחלטות ולמעצבי המדיניות בחקר ההיבטים השונים של סוגיות כלכליות, סביבתיות וחברתיות.

בנוסף עורכים העמיתים מחקר מדיניות עצמאי, שמטרתו לזהות חסמים לתעסוקה ולצמיחה בישראל ולאתר פתרונות אפשריים. מחקרי העמיתים מתבצעים בהדרכת צוות אקדמאי ומקצועי מנוסה ותומכים במחוקקים וברגולטורים, המעצבים את המציאות הכלכלית, חברתית והסביבתית בישראל.

במהלך השנה מוענקת לעמיתים הכשרה אינטנסיבית במדיניות כלכלית, ממשל ושיטות מחקר. במסגרת מפגשי ההכשרה השבועיים, העמיתים רוכשים כלים מקצועיים לכתובת תזכירים, מצגות וניירות מדיניות, וכן כלי ניהול, שיווק ותקשורת. בנוסף, נפגשים העמיתים עם בכירים במשק ובממשל ועם אנשי אקדמיה מהשורה הראשונה בישראל ובעולם. בסמסטר הראשון, העמיתים משתתפים בקורס המתמקד בחידושים פיננסיים, במסגרת בית הספר למנהל עסקים באוניברסיטה העברית בירושלים. הקורס מקנה 3 נקודות זכות אקדמיות, ומלמד אותו פרופ' גלן יאגו, מנהל בכיר, ומייסד, המעבדות לחידושים פיננסיים™ במכון מילקן.

את בוגרי התוכנית ניתן למצוא במגוון תפקידים בכירים במגזר הפרטי, כמרצים באקדמיה, במגזר הציבורי וכיועצים לשרים ולמשרדי הממשלה. ישנם בוגרים שנקלטו במשרדי הממשלה, ואחרים המשיכו ללימודים גבוהים באוניברסיטאות מובילות בישראל, ארצות הברית ובריטניה.

תוכנית עמיתי קורת-מכון מילקן היא לא פוליטית ובלתי מפלגתית, ואינה מקדמת קו פוליטי או אידאולוגי. התוכנית ממומנת על ידי קרן קורת וקרנות פילנתרופיות מובילות בארצות הברית ובישראל ומנוהלת על ידי מכון מילקן.

למידע נוסף על אודות התוכנית: [www.kmifellows.org](http://www.kmifellows.org)



**ועדת בכר - בחינת סטטוס יישום ההמלצות  
ומצב שוק ההון הנוכחי**

מאיה הרן וגילה וינברגר  
עמיתות קורת - מכון מילקן



# תוכן עניינים

1	מבוא	1
1	רקע	2
1	2.1 התהוותו והתפתחותו של שוק ההון בישראל	1
2	2.2 ריכוזיות המתווכים הפיננסיים בישראל	2
3	2.3 התפתחות שוק ההון בישראל	3
5	3. סטטוס המלצות בכר ומצב השוק הנוכחי	5
5	3.1 קבוצת המלצות ראשונה: המלצות להגברת התחרותיות	5
13	3.2 קבוצת המלצות שנייה: המלצות הסדרה	13
16	4. התפתחויות נוספות בשוק החיסכון הפנסיוני לאחר פרסום המלצות ועדת בכר	16
18	5. סיכום	18
18	ביבליוגרפיה	18

## 1. מבוא

בספטמבר 2004 הוגש דוח הצוות הבין-משרדי לעניין רפורמה בשוק ההון בראשות ד"ר יוסי בכר (להלן "ועדת בכר" או "הוועדה") ובו המלצות שנועדו להביא להפחתת הריכוזיות בשוק ההון ולצמצום ניגודי העניינים המובנים בפעילותם של המתווכים הפיננסיים בשוק ההון הישראלי. בשלהי שנת 2005 אושרו בכנסת שלושה חוקים חשובים שהביאו ליישום רוב המלצות ועדת בכר. שנתיים לאחר מכן התפרסם מסמך המדיניות Beyond Bachar, במסגרת תוכנית העמיתים של קורת – מכון מילקן, הבוחן את יישום ההמלצות של הוועדה וכולל המלצות נוספות לשכלול שוק ההון בישראל (Goldwasser, Shlush et al., 2007). מטרת המחקר הנוכחי היא לבחון היום את סטטוס יישום המלצות הוועדה, ולבחון את השפעתן של המלצות על המצב הנוכחי של שוק ההון לאור ההתפתחויות שחלו בשנים האחרונות במשק המקומי והעולמי.

פרק 2 יציג בקצרה את ההתפתחויות בשוק ההון הישראלי שקדמו לוועדת בכר; פרק 3 יבחן את סטטוס יישום המלצות ועדת בכר ויתמקד במצב הנוכחי בכל תחום שהמלצות הוועדה נגעו בו; פרק 4 יציג כמה סוגיות נוספות הדורשות התייחסות; ופרק 5 יציג את סיכום הדברים.

## 2. רקע

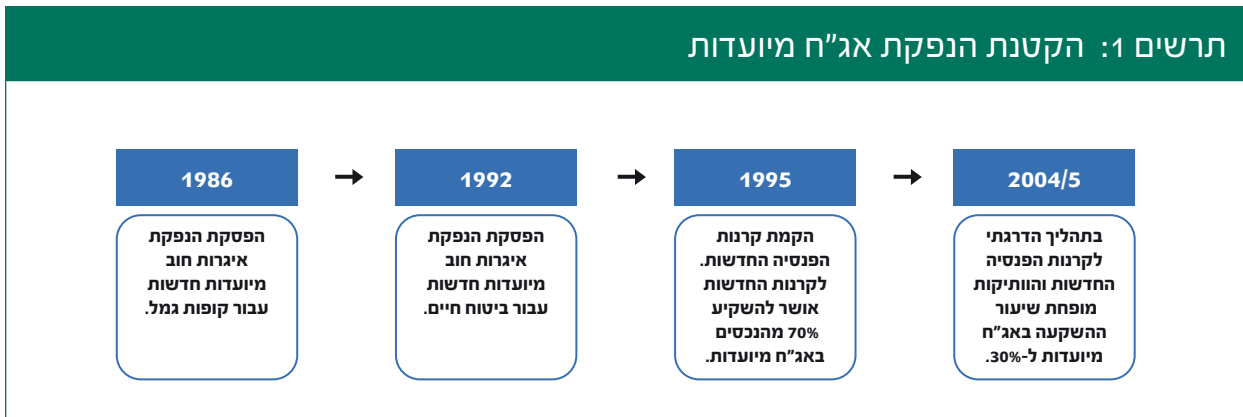
### 2.1 התהוותו והתפתחותו של שוק ההון בישראל

במשק הישראלי ובשוק ההון בפרט התרחשו במרוצת השנים תמורות, שהביאו להקטנת פעילותה והתערבותה של הממשלה במשק ולהתעצמותו של המגזר העסקי. בהקשרן של התמורות בהתערבות הממשלתית בשוק ההון והחוב, ראוי לציין את השינויים הבאים:

- **הקטנת החוב הממשלתי:** מאז תוכנית היישוב ב-1985 הפחיתה המדינה בצורה דרמטית את יחס החוב הציבורי לתוצר – משיא של 284% תוצר ב-1984 לאזור 100% תוצר בסוף המאה הקודמת ותחילת שנות האלפיים. בשל המיתון העולמי והאינפיאדה, הירידה ביחס החוב לתוצר נעצרה בתחילת שנות האלפיים והיחס אף עלה במקצת בשנת 2004, עם היציאה מהמיתון, החל שוב יחס החוב לתוצר לרדת, ובסוף שנת 2011 היחס עומד על 74.2% תוצר.<sup>1</sup> להקטנת החוב של הלווה הגדולה ביותר בישראל יש השפעה גדולה על השוק, בכך שהיצע כספי החוסכים (הגדל בעקבות הרפורמות שיתוארו להלן) מנותב לאפיקי השקעה אחרים.
- **הקטנת הנפקת אג"ח מיועדות:** בעבר הבטיחה המדינה את כספי החיסכון הפנסיוני באמצעות הנפקה של איגרות חוב (אג"ח) מיועדות לקרנות הפנסיה, הגמל והביטוח. באמצעות איגרות החוב הללו הבטיחה המדינה תשואה קבועה לכספי החיסכון ומנעה את השפעת תנודתיות השוק. בכמה רפורמות, שתחילתן ב-1986, הוגבלה הנפקת אג"ח מיועדות וכן הוגבל השיעור המותר להשקעה באג"ח מיועדות מסך כספי החסכונות המנוהלים בקרנות. כתוצאה מכך, כספים רבים הופנו למגזר העסקי ולאגרות החוב הסחירות של הממשלה.

<sup>1</sup> הנתונים מבוססים על "לוח ו-נ-3: הגירעון והחוב הציבורי, 1980 עד 2011", בתוך בנק ישראל – נספחים סטטיסטיים ונתונים משלימים לדוח בנק ישראל 2011.

## תרשים 1: הקטנת הנפקת אג"ח מיועדות



מקור: מכון מילקן, 2012.

- ביטול הפנסיה הממשלתית התקציבית:** בתהליך שהחל בשנת 1995 הפסיקו קרנות הפנסיה הוותיקות (פנסיה תקציבית) לקבל עמיתים חדשים, וכיום חוסכים מופנים לקופות הפנסיה החדשות (פנסיה צוברת מבוססת הפקדות). משמעות המהלך היא יצירת רובד חוסכים גדול (שלא היה קיים לפני ביטול הפנסיה התקציבית) המזרים כספים נוספים אל שוק ההון.
  - הסרת מגבלות רגולטוריות על שוק ההון:** בתהליך הדרגתי הוסרו מגבלות מבניות על הנפקת אג"ח ומניות של חברות מסחריות בארץ ובחו"ל. בד בבד ניתנו בשנת 2002 הוראות שהסירו מגבלות השקעה מהגופים המוסדיים.
  - ליברליזציה ושחרור המגבלות על כניסת הון זר:** במאי 1998 נכנס לתוקף היתר של הפיקוח על מטבע חוץ, ששינה בפועל את משטר הפיקוח על מטבע חוץ בישראל. עד אז חל איסור על ביצוע פעולות במטבע חוץ ועם תושב חוץ (למעט מערכת של היתרים), ומאז הותרו כל העסקאות במטבע חוץ ועם תושבי חוץ (למעט רשימה מצומצמת של עסקאות). לצד דיווח הדוק של הפעולות המתרחשות. באוקטובר 2000 הוסרו גם המגבלות על עסקאות עתידיות במטבע חוץ של תושבי חוץ. לפי ניתוח של בנק ישראל, מהלכים אלה – לצד שינויים נוספים נלווים – הביאו לשינוי בתפיסתם של משקיעים זרים את המשק הישראלי, והגבירו את פעילותם והשקעותיהם של תושבי חוץ בישראל (המפקחת על מטבע חוץ, 1998; חיים, 1999; בניטה, לאוטרבך ואחרים, 2004).
- כל אלו, נוסף על האופטימיות בשווקים בעקבות היציאה מהמיתון בסוף 2003, הגדילו מאוד את היצע האשראי למגזר העסקי.

## 2.2 ריכוזיות המתווכים הפיננסיים בישראל

ערב הקמת ועדת בכר, השחקנים המרכזיים בשוק ההון הישראלי היו הבנקים, שחלשו כמעט על כל מקורות המימון במשק על ידי קבלת פיקדונות הציבור וניהול כספי קופות הגמל. בכספים אלו חלשו הבנקים על רוב הקצאת האשראי למשקי הבית והעסקים. לא רק שלא היה קיים גוף מחוץ למערכת הבנקאית שהיה גורם משמעותי במתן אשראי, אלא שגם בתוך המערכת הבנקאית התחרות הייתה מצומצמת לשני בנקים עיקריים. נוסף על כך, בשל מגוון העיסוקים של הבנקים – קבלת חסכונות ומתן הלוואות, ניהול תיק הנכסים של הציבור והנפקת חוב ומניות של החברות המסחריות – נוצר חשש לניגוד עניינים בניצול הידע וכספי החוסכים בצורה שאינה מיטיבית עבור החוסכים ועבור המשק (להרחבה על

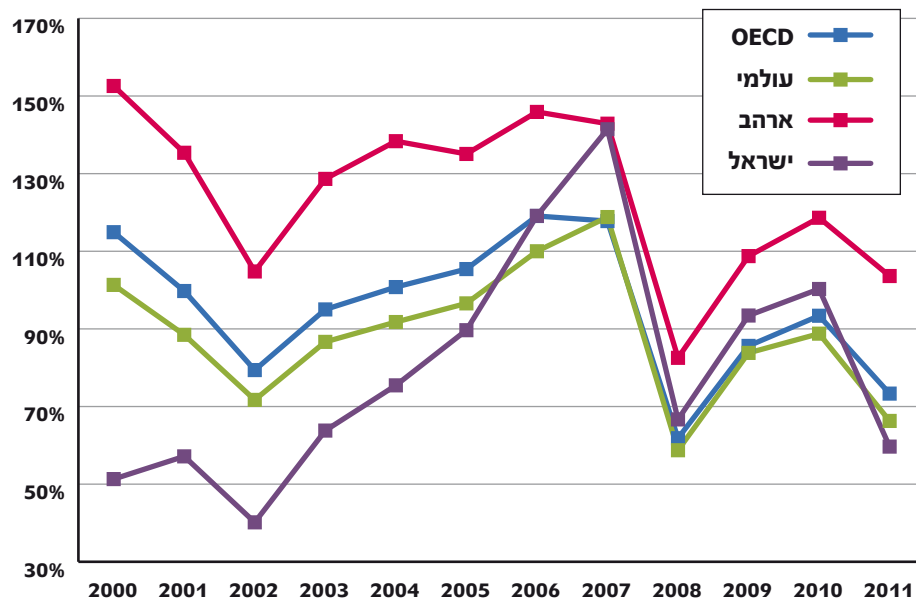
ניגוד העניינים ראו סעיף 3.1.1 (להלן). על רקע יצירתו של היצע הון גדול במשק, ומנגד ריכוזיות גבוהה באופן הקצאת ההון וניגודי העניינים המובנים במערכת, הוקמה ועדת בכר.

## 2.3 התפתחות שוק ההון בישראל

מקובל לייחס לוועדת בכר את הסטת כספי החיסכון הפנסיוני אל שוק ההון. כפי שניתן לראות בתרשימים שלהלן, שינויים בשוק ההון הישראלי ותיק הנכסים של הציבור קרו עוד בשנים 2003–2004, לפני ועדת בכר. בתרשים 2 ניכר השינוי הדרמטי שהתרחש בערך הבורסה בין השנים 2003–2007. בתקופה קצרה זו עלה שווי המניות הנסחרות בכ-100% תוצר. גם בנטרול ירידת הערך בשפל של שנת 2002, עקב המיתון, מדובר בעלייה של כ-80% תוצר. ערב המשבר הפיננסי העולמי בשנת 2007, ערך שוק החברות הציבוריות ביחס לתוצר בישראל היה זהה לערך זה בארצות הברית. בתרשים 3 ניתן לראות תופעה דומה בערך איגרות החוב הסחירות, שבין השנים 2004–2008 עלה בכ-15% תוצר. בשני המדדים מדובר בהכפלה של פי 2.5–3 מערך המדד בתחילתו. בתרשים 4 ניתן לראות את השינוי בהרכב תיק הנכסים של הגופים המוסדיים משנת 2003. ניכרת בתרשים זה הסטת תיק הנכסים מאג"ח ממשלתי לאג"ח קונצרני, הסטה שקדמה לוועדת בכר.

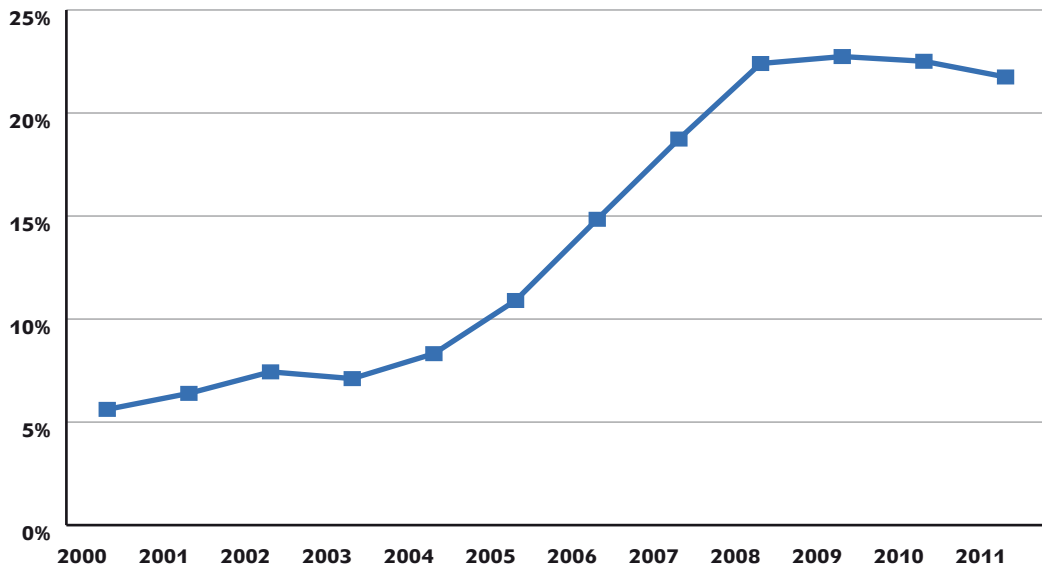
על פי הנתונים שבידינו לא ניתן לקבוע מהו הגורם שחולל שינוי זה. הליברליזציה, הקטנת החוב הממשלתי, הרפורמות בפנסיה התקציבית והאג"ח המיועדות, כל אלה החלו עוד קודם לכן בתהליך הדרגתי. להערכתנו, בשנים 2000–2003 הייתה לתהליכים הללו השפעה שלא התבטאה בשוק ההון עקב המיתון. אך עם הסימנים הראשונים ליציאה מהמיתון, הסכומים הצבורים הוצעו לשוק – להשקעה באפיקי מניות וחוב. לאחר יישום המלצות בכר ניכר שינוי נוסף במדדים שהוזכרו קודם, והדבר ניכר בשיפוע הגרף שבתרשימים 2 ו-3.

### תרשים 2: ערך שוק החברות הציבוריות (באחוזי תוצר)



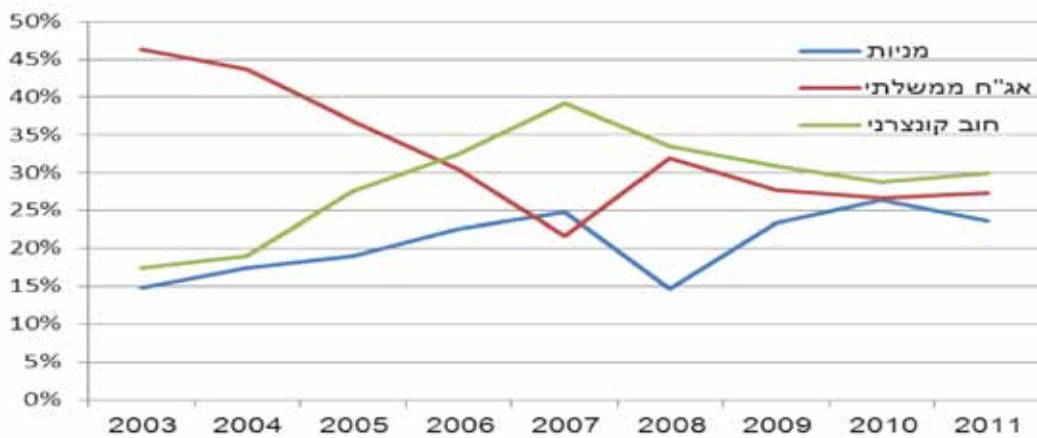
מקור: The World Bank, World Development Indicators: Market Capitalization of listed companies (% of listed companies, 2012)

### תרשים 3: ערך החוב העסקי הסחיר (באחוזי תוצר)



**מקור:** עיבוד לנתוני בנק ישראל, "לוח 1: יתרות החוב של הלווים במשק (האשראי מנקודת ראות הלווים)", והלשכה המרכזית לסטטיסטיקה, 2011. ערך החוב הסחיר מחושב לפי ערך נקוב מתואם של החוב, לפי ממוצע שנתי של יתרת החוב במחירים שוטפים.

### תרשים 4: התפתחות תיק המוסדיים



**מקור:** מצגת אגף שוק ההון, ביטוח וחיסכון משרד האוצר, מרץ 2012.



### 3. סטטוס המלצות בכר ומצב השוק הנוכחי

לצורך סקירה זו נסווג את המלצות ועדת בכר לשתי קבוצות עיקריות. הקבוצה הראשונה של ההמלצות נועדה להקטין את מידת הריכוזיות במערכת הבנקאית, למנוע היווצרות שוק ריכוזי במערכת המוסדיים ולהפחית ניגודי עניינים במערכת. אחת ההמלצות המרכזיות במסגרת זו הייתה להעביר את ניהול כספי קופות הגמל מידי הבנקים. הקבוצה השנייה של ההמלצות נועדה להסדרה כוללת של ניהול קופות הגמל וקרנות הפנסיה, ולהסדרת מערך הפיקוח על הניהול והייעוץ הפנסיוני.

#### 3.1 קבוצת המלצות ראשונה: המלצות להגברת התחרותיות

##### 3.1.1 מערכת הבנקאות

טבלה 1 מרכזת את המלצות ועדת בכר בנוגע למערכת הבנקאות ואת הסטטוס הנוכחי של יישומן.

טבלה 1: המלצות ועדת בכר בנוגע למערכת הבנקאות והסטטוס הנוכחי של יישומן	
המלצת ועדת בכר	סטטוס נוכחי
תאגיד בנקאי לא יחזיק אמצעי שליטה כלשהם בחברה לניהול קופות גמל או בקופת גמל ובחברה שהיא מנהל קרן להשקעות משותפות בנאמנות, ולא יהיה בעל עניין בתאגיד שהוא בעל עניין בקופת גמל או בקרן נאמנות	הבנקים לא מחזיקים יותר בקרנות גמל ומנהלים את קרנות הגמל של עובדיהם בלבד
גופים שתאגיד בנקאי או בעלי שליטה בתאגיד בנקאי הם בעלי עניין בהם לא ינהלו נכסים עבור מבטח, קרן גמל וקרן נאמנות, למעט ניהול חשבונות הנוסטרו של גופים אלה	הוסדר ב"חוק להגברת התחרות ולצמצום הריכוזיות וניגודי העניינים בשוק ההון בישראל (תיקוני חקיקה), תשס"ה"
מכירת אחזקות בנק הפועלים בבנק אוצר החייל תתבצע עד 31.12.2005 (המועד שנקבע בהיתר נגיד בנק ישראל). מומלץ שלא תינתן כל הארכה נוספת לעניין זה	נמכר ב-17.8.2006

המלצות ועדת בכר המפורטות בטבלה 1 לעיל נועדו לענות על בעיית הריכוזיות בהקצאת האשראי בשוק ההון בישראל, מתוך כוונה שהמלצות אלו יאפשרו את היווצרותן של חלופות נוספות לבנקים הקיימים בשוק מתן האשראי, ויביאו לשכלול התחרות על מתן שירותי חיסכון לטווח ארוך. נוסף על כך ההמלצות לעיל, והמלצות נוספות המפורטות למטה, עונות לבעיית ניגוד העניינים המובנה בפעילות הבנקים מול הציבור. ניגוד עניינים זה נובע מכך שהבנקים עסקו במגוון פעילויות כמתווכים פיננסיים, ביניהן עסקי בנקאות "קלאסית" (קבלת פיקדונות ומתן אשראי), וכן פעולות חיתום, ייעוץ השקעות וניהול נכסים ("בנקאות אוניברסלית"). המלצות ועדת בכר, המפרידות בין פעילות הבנקים בניהול השקעות לבין פעילות מסחרית רגילה, דומות לחוק Glass-Steagall שנחקק ב-1933 בארצות הברית, וקבע כי בנקים יוכלו לעסוק

בבנקאות קלאסית (קבלת פיקדונות ומתן אשראי) או בחיתום ובניהול נכסים – אך לא בשניהם. ב-1999 בוטל החוק, והתאפשר לבנקים בארצות הברית לחזור לעסוק בבנקאות קלאסית לצד עיסוק בחיתום. לנוכח המשבר הפיננסי האחרון, הדעות בארצות הברית חלוקות בנוגע להשפעת החוק ולהשפעת ביטולו.

על תוצאות הנובעות מניגוד עניינים זה בישראל ניתן ללמוד ממחקרם של חדוה בר, ישי יפה ועובד יושע. החוקרים בחנו על פני זמן ביצועי מניות שהונפקו בשנות התשעים, ומצאו שמניות של חברות שהונפקו על ידי הבנק, שבמקביל העמיד להן אשראי גדול, היו נמוכות משמעותית ממוצע ביצועי מניות השוק (ביום הראשון ובתום שנה אחת להנפקה). ממצאים אלה יכולים להצביע על בעיה הנוצרת משילוב בין פעילות חתמות לפעילות מתן אשראי. ממצאי המחקר מצביעים גם על כך, שהמצב מחמיר כאשר לשילוב זה נוסף עיסוק של הבנק כמנהל נכסים עבור ציבור לקוחותיו: ביצועי המניות נמוכים משמעותית (32.3%) ממוצע ביצועי המניות כאשר גוף מוסדי, המשויך לבנק שהוא חתם ומלווה, קנה מעל 5% מערך ההנפקה של חברה מונפקת על יד הבנק. ממצאים אלה מצביעים על כך, שניגוד העניינים שהבנק נתון בו הביא לניצול לרעה של ידע שהבנק חשוף לו, ולניצול לרעה של נכסי ציבור (Ber, Yafeh et al., 2001).

דוח מבקר המדינה משנת 2004 מצביע על הביקורת הירודה שהייתה קיימת בקופות הגמל, למניעת פעילות השקעה המוניעת מניגודי עניינים:

”ההחלטות שמקבלות ועדות השקעות של קופות הגמל הבנקאיות הן כלליות ונוגעות בעיקר לשיעורם של רכיבי ההשקעה השונים בכלל ההשקעות, כגון שיעור האחזקות בפיקדונות שקליים לטווח קצר, במניות או במט”ח. את ההחלטות הספציפיות בעניין השקעות הקופה מקבל מנהל השקעות, שבמקצת הקופות הוא עובד הבנק, וגם אם הוא עובד החברה המנהלת, יש שהוא עובד שהושאל מהבנק או עובד של הבנק שנמצא בחופשה ללא תשלום” (מבקר המדינה, 2004).

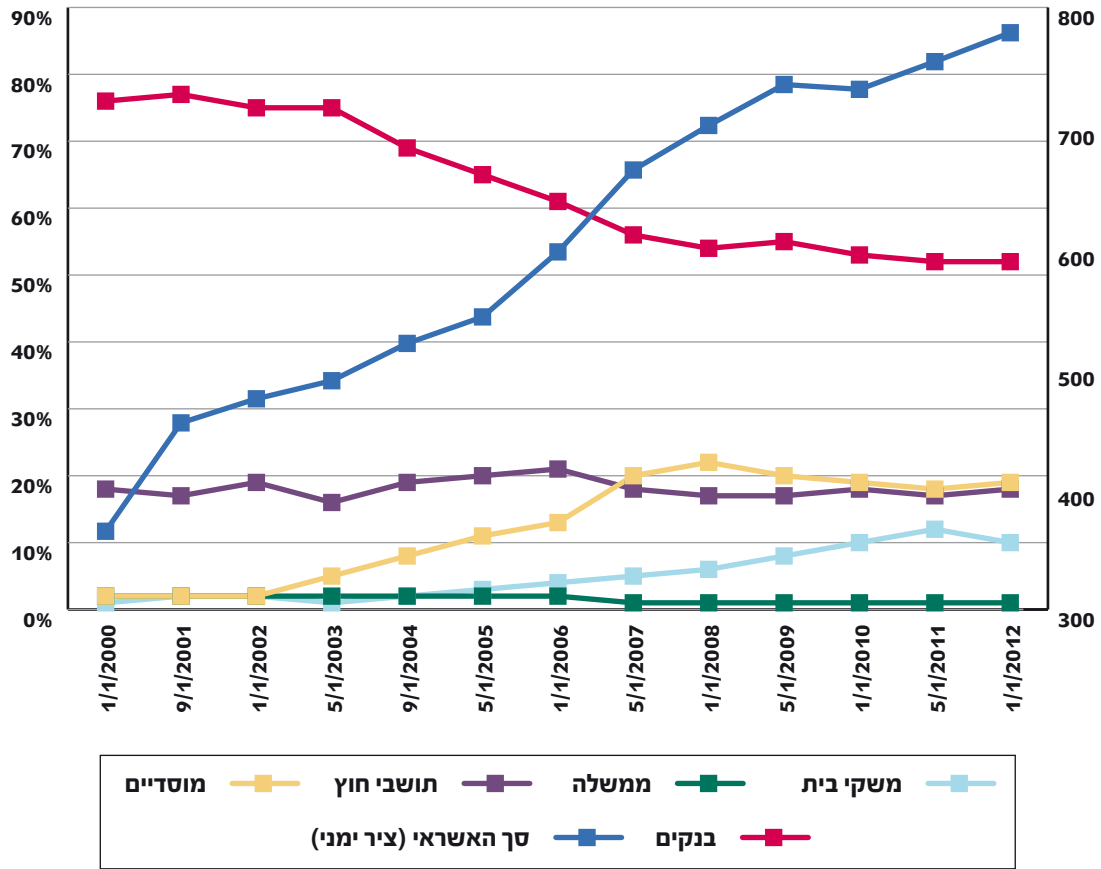
מדוח המבקר עולה גם התייחסות לעניין היעדר התחרות בתחום החיסכון בקופות הגמל: ”קופות גמל שבשליטת הבנקים שילמו לבנקים עמלות בשיעור גבוה מזה ששילמו להם קופות גמל שבשליטת אחרים או גופים גדולים אחרים שעושים עסקאות בהיקף דומה”. בקופה הגדולה ביותר – גדיש – נמצא שסכומי העמלות ששולמו לבנק הפועלים עמדו על 0.16% מסך נכסי הקופה, היקף גבוה פי כמה מהיקף העמלות ששאר הקופות שילמו, שנע בין 0.02%–0.05%. הסבר אפשרי לכך הוא שלקופת הגמל אין תמריץ להתמקח על עמלות הניהול לבנקים.

## המצב הנוכחי

תקוות חברי ועדת בכר להגביר את התחרות בשוק האשראי התממשה חלקית. בתרשים 5 להלן ניתן לראות שישנה התפתחות דרמטית בהרכב ספקי האשראי עבור המגזר העסקי בישראל בעשור האחרון. לפני ועדת בכר השינוי העיקרי חל בקרב המוסדיים, ושיעור האשראי למגזר העסקי מקרב המוסדיים קפץ מ-2% בתחילת העשור ל-12% עד אמצע 2005. גידול זה מתקשר לשינויים בשוק ההון הישראלי שהוזכרו קודם, ובכללם צמצום החוב הממשלתי, צמצום שיעור איגרות החוב המיועדות ועוד. לאחר יישום המלצות ועדת בכר המשיך שיעור האשראי של המוסדיים לגדול, אך לא ניכרת קפיצה במגמת העלייה, ושיעור האשראי מהגופים המוסדיים מסך האשראי למגזר העסקי הגיע ל-22% עד פרוץ המשבר ב-2008. בין השנים 2000–2005 היצע האשראי למגזר העסקי, שמקורו במשקי הבית, היה מצומצם ונשאר כ-1%–2% מסך האשראי למגזר העסקי. אך מאמצע שנת 2005 שיעורם של משקי הבית בסך האשראי העסקי עלה בהתמדה, ובסוף שנת 2011 הוא

הגיע ל-11%. בד בבד עם עליית שיעור האשראי ממשקי הבית והמוסדיים, חלה ירידה ניכרת בשיעור האשראי שניתן על ידי המערכת הבנקאית – משיעור של 76% לכ-60% במחצית הראשונה של 2005, והשיעור המשיך לרדת עד ל-52%.

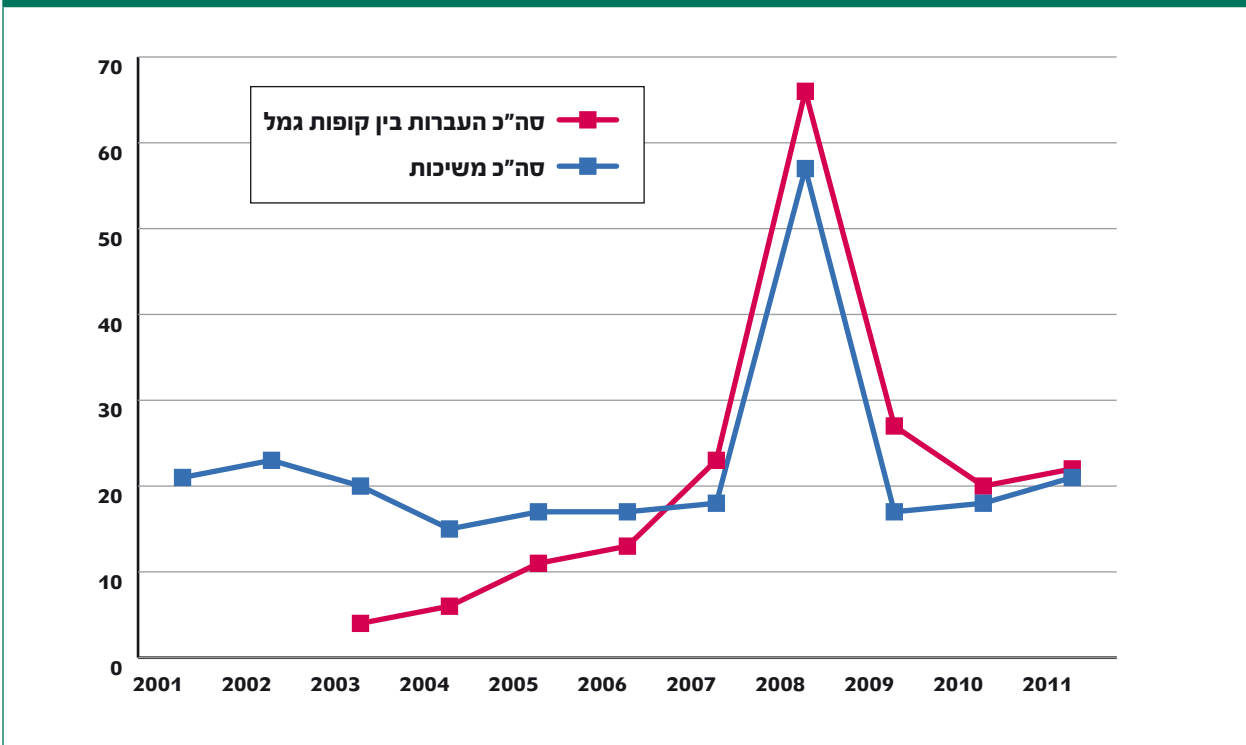
**תרשים 5: יתרות החוב של הלווים במשק למגזר העסקי (מתן האשראי לפי ספקים) כאחוז מסך האשראי למגזר העסקי וסך הכול האשראי במיליארדי שקלים**



מקור: עיבוד לנתוני בנק ישראל, "לוח 1: יתרות החוב של הלווים במשק (האשראי מנקודת ראות הלווים)", נתונים עד מאי 2012.

השינוי בהתנהגות ההשקעה של משקי הבית אינו מוסבר במשיכות כספי קופות הגמל, כפי שניתן לראות בתרשים 6 להלן, המצביע על המשך רמת המשיכות הקבועה מקופות הגמל לאורך השנים. מצד אחר רואים תנועה של עמיתים בין קופות הגמל, שיכולה להצביע על הגברת התחרות בין קופות הגמל (ראו סעיף 3.1.3 להלן להמשך דיון על כך). מעניין לראות שרפורמות מאוחרות יותר (תיקון 3 ל"חוק הפיקוח על שירותים פיננסיים (קופות גמל), תשס"ה", פירוט בפרק 4 להלן) והמצב הכלכלי השפיעו בצורה חזקה יותר מוועדת בכר על החיסכון בקופות הגמל.

תרשים 6: סך כל התשלומים וההעברות מקופות הגמל (במיליארדי שקלים)



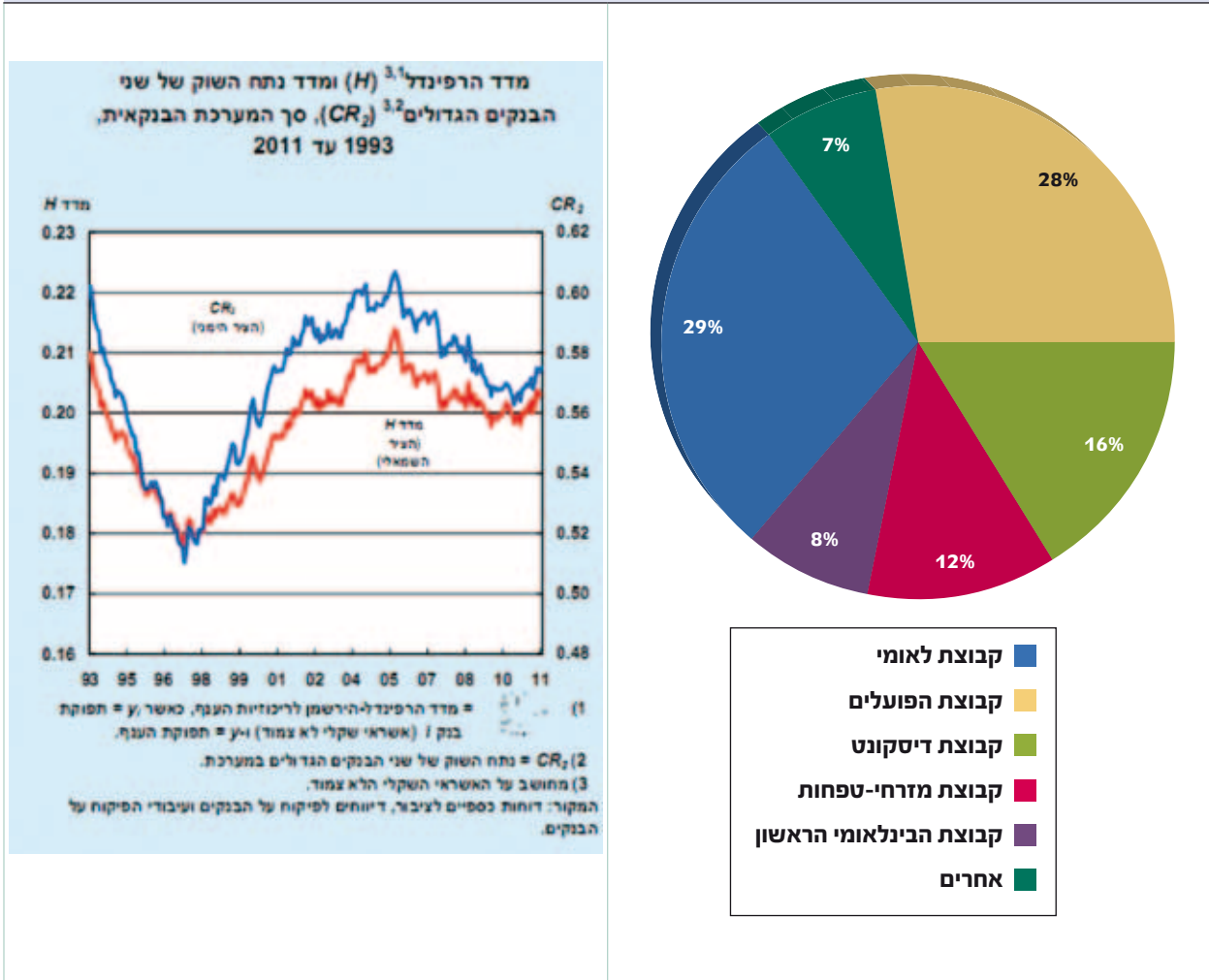
מקור: עיבודי אגף שוק ההון, ביטוח וחיסכון במשרד האוצר, 2012.

בעוד שבתמונת האשראי למגזר העסקי התרחשו שינויים רבים וגדל מספר ספקי האשראי, מגזר משקי הבית נותר בידי שני ספקי אשראי מרכזיים: הבנקים והממשלה. בהמשך למגמת הצמצום בשיעור הוצאות הממשלה כאחוז מהתוצר, וצמצום התערבות הממשלה בשווקים השונים, הקטינה הממשלה את מתן האשראי לציבור (בעיקר אשראי לדיר) מ-21% מסך האשראי למשקי הבית בסוף שנת 2004 ל-8% בשנת 2011. באותו זמן הגדילו הבנקים את מנת חלקם באשראי למשקי הבית מ-76% בסוף שנת 2004 ל-88% בשנת 2011. רוב הגידול באשראי הבנקאי למשקי הבית נובע מעלייה באשראי לצרכי דיר. מסוף 2005 חברות כרטיסי האשראי החלו במתן אשראי בגובה של כ-2% מסך האשראי למשקי הבית. הגברת התחרות בין הבנקים בפעילותם כלפי מגזר משקי הבית הייתה אחד משלושת התהליכים המרכזיים שציין הצוות כנדבך הכרחי לשוק הון תחרותי בישראל. הריכוזיות במערכת הבנקאית אכן ירדה מאז שנת 2005, אך היא נותרה ריכוזית למדי (ראו תרשים 7 להלן). בדצמבר 2011 הוקמה ועדה בראשות המפקח על הבנקים, דודו זקן, לבחינת התחרותיות בבנקאות במגזר משקי הבית והעסקים הקטנים, וביולי 2012 פורסמו המלצות הביניים של ועדה זו.

**תרשים 7: מבנה המערכת הבנקאית ומדדים לריכוזיות בענף**

**א. נתח השוק של הקבוצות הבנקאיות בארץ לפי סך הנכסים המנוהלים**

**ב. מדדי הריכוזיות של ענף הבנקאות בישראל**



מקור: מערכת הבנקאות בישראל, סקירה שנתית לשנת 2011, עמ' 9-11.

## 3.1.2 חיתום

טבלה 2 מציגה את המלצות ועדת בכר בנושא חיתום ואת הסטטוס הנוכחי שלהן.

טבלה 2: המלצות ועדת בכר בנושא חיתום והסטטוס הנוכחי שלהן	
המלצת ועדת בכר	סטטוס נוכחי
<p>חתם לא ישמש חתם מתמחר בהצעה לציבור של ניירות ערך, אם לגבי יתרת חובם המצטבר של המנפיק (לרבות גופים שבשליטתו) לחתם (לרבות גופים שבשליטתו והשולטים בו) מתקיימים שני התנאים הבאים: 1. היתרה עולה על 5 מיליון ש"ח; 2. היתרה מהווה למעלה מ-10% מסך ההתחייבות הפיננסית של המנפיק או המציע ושל גופים הנשלטים בידיהם</p>	<p>הוסדר בתקנה מספר 10 לתקנות החיתום. גובה ההתחייבות שמותר לחתם להחזיק מסך ההתחייבות של הגוף המונפק עלה ל-15% במקום 10%, כפי שוועדת בכר הציעה, והסכום הנומינלי כלל לא נכלל</p>
<p>חתם לא ימכור 5% או יותר משווי ניירות הערך המוצע בהנפקה או בהצעת מכר בה הוא משמש חתם, לעצמו, לכלל הגופים המוסדיים וללקוחות חברות ניהול התיקים שבהם הוא שולט, השולטים בו או נשלטים בידי</p>	<p>הוסדר בתקנה מספר 13 לתקנות החיתום. הותר לחברות למכור עד 10% משווי ניירות הערך המוצע בהנפקה, תלוי בגודל החברה</p>

בעיית ניגוד העניינים שהוזכרה לעיל יכולה להיווצר בכל גוף העוסק בחיתום וניהול נכסים יחדיו. המלצות הוועדה בתחום החיתום נועדו להסדיר את התחום לכלל הגופים העוסקים בו, ולמנוע ניגוד עניינים של החתם כאשר הוא מזוהה עם נושה בולט של החברה המנפיקה, וכן למנוע ניגוד עניינים של חתם במתן הקצאה גדולה של מניות החברה המנופקת לחברות ניהול תיקים שבשליטתו. הוועדה יכלה לאסור על שילוב פעילויות, כגון איסור על הבנקים לעסוק בחתמות או איסור על הגופים המוסדיים למכור לגופים שבשליטתם מניות שהנפיקו כחתמים, כדי למנוע כל ספק לניגוד עניינים. אך הוועדה בחרה שלא לעשות כן, בטענה שיש לאזן בין מחיר הפגיעה בתחרות לבין מחיר הפגיעה מפעולות המונעות מניגוד עניינים. הוועדה קבעה תקרות שמעליהן, לדעת חברי הצוות, הופך החשש לניגוד עניינים למשמעותי, ולכן נאסר.

המחקרים האמפיריים שנעשו בעקבות Glass-Steagall בארצות הברית לא מצאו עדות לתוצאות שליליות של ניגוד העניינים הקיים בבנק אוניברסלי העוסק בחתמות וניהול כספים יחדיו (ראו לדוגמה, Puri, 1994; Kroszner & Rajan, 1994). לעומת זאת מחקר שבוצע בישראל מצא שישנן השלכות שליליות לניגוד העניינים בישראל (Ber, Yafeh et al., 1996). תוצאה זו יכולה לנבוע מהריכוזיות בישראל בשונה מבארצות הברית. מעניין יהיה לבצע מחקר המשך לעבודתם של בר, יפה ויושע כדי לבחון אם ניגוד העניינים הנותר מביא להשלכות שליליות בתנאים החדשים שלאחר ועדת בכר.

### 3.1.3 שוק היסכון פנסיוני

טבלה 3 מציגה את המלצות ועדת בכר בנושא שוק היסכון הפנסיוני ואת הסטטוס הנוכחי שלהן.

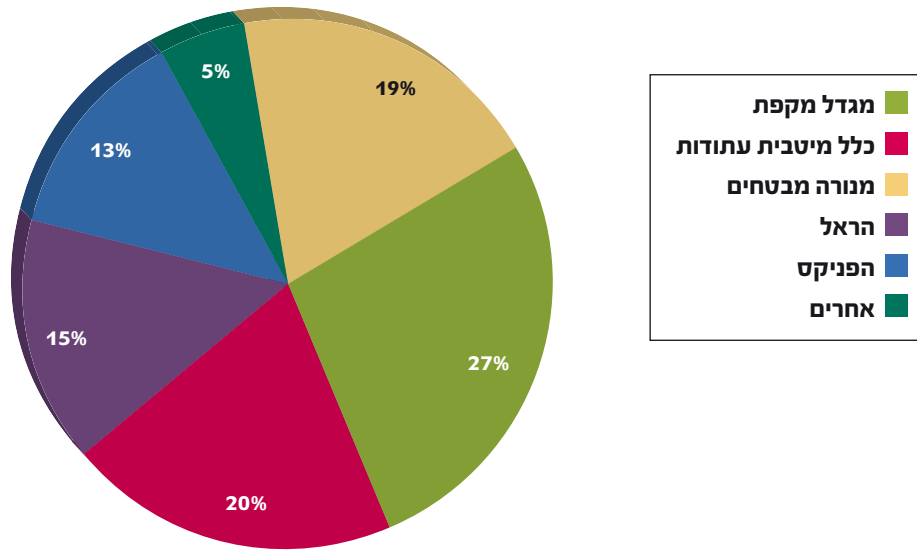
טבלה 3: המלצות ועדת בכר בנושא שוק היסכון הפנסיוני והסטטוס הנוכחי שלהן	
המלצת ועדת בכר	סטטוס נוכחי
לא יינתן היתר לרכישת קופת גמל או מבטח אם לאחר הרכישה נתח השוק של הרוכש בתחום היסכון לטווח ארוך יעלה על 15%	יושם במסגרת ה"חוק להגברת התחרות ולצמצום הריכוזיות וניגודי העניינים בשוק ההון בישראל (תיקוני חקיקה), תשס"ה" לשנת 2012 תקרת היקף המותר עומדת על 79.3 מיליארד ש"ח
לא יינתן היתר לרכישת קופת נאמנות אם לאחר הרכישה נתח השוק של הרוכש בתחום קרנות הנאמנות יעלה על 20%	הוסדר בחקיקה לעיל

המלצות הוועדה המפורטות לעיל נועדו למנוע העברת הריכוזיות בניהול הכספים במשק מהמערכת הבנקאית למערכת היסכון לטווח ארוך. לשם כך המליצה הוועדה על הגבלת מיזוגים של חברות הפועלות בשוק זה, כך שכוחן יוגבל לאחוז מנתח השוק (עד 15% למעט גידול טבעי).

#### המצב הנוכחי

בתרשים 8 להלן ניתן לראות את התפלגות נתח השוק של החברות הגדולות בשוק היסכון לטווח ארוך (קופות פנסיה וביטוח). בדומה לענף הבנקאות, מספר השחקנים הגדולים מצומצם. השחקן הגדול ביותר, מגדל מקפת, מהווה 27% מהשוק. טבלה 4 להלן מאפשרת ניתוח של הריכוזיות בכל מוצר בנפרד לפי מדד CR3, המציג את נתח השוק של שלוש החברות הגדולות בכל מוצר. המדד מצביע על כך שבקרנות הפנסיה ובחברות הביטוח, בנפרד, מספר השחקנים מצומצם – לעומת שיעור ריכוזיות נמוך בקופות הגמל (תוצאות דומות התקבלו במדד הרפינדל). הירידה בריכוזיות בקופות הגמל בשנת 2006 נובעת ככל הנראה מיישום המלצות ועדת בכר. מנגד, העלייה בריכוזיות בקרנות הפנסיה יכולה לנבוע ממעבר עמיתים לקופות הפנסיה שנוהלו על ידי הגופים שקנו את קופות הגמל. עלייה במספר העמיתים בקרנות הפנסיה והיקף ההפקדות הייתה משמעותית בשנים אלו בגלל היקף הנכסים הנמוך שנוהלו בקופות הפנסיה בתקופה זו (היקף הנכסים בקרנות הפנסיה בשנת 2005 עמד על כ-31 מיליארד ש"ח לעומת 236 מיליארד ש"ח בקופות הגמל).

**תרשים 8: נתח השוק של החברות הגדולות בתחום החיסכון ארוך הטווח לפי סך הנכסים המנוהלים**



מקור: עיבודי אגף שוק ההון, ביטוח וחיסכון במשרד האוצר, 2011.

**טבלה 4: מדד ריכוזיות ותחרות - CR3**

2011	2010	2009	2008	2007	2006	2005	
34%	35%	36%	31%	32%	37%	47%	<b>קופות גמל</b>
74%	74%	74%	74%	74%	74%	74%	<b>ביטוח חיים</b>
80%	81%	82%	83%	83%	84%	71%	<b>קרנות פנסיה חדשות</b>

מקור: דוח הממונה לשנת 2011, עמ' 55.



## 3.2 קבוצת המלצות שנייה: המלצות הסדרה

### 3.2.1 הסדרה, פיקוח ואכיפה

טבלה 5 מרכזת את המלצות ועדת בכר בנוגע להסדרה פיקוח ואכיפה ואת הסטטוס הנוכחי שלהן.

טבלה 5: המלצות ועדת בכר בנוגע להסדרה פיקוח ואכיפה ואת הסטטוס הנוכחי שלהן	
המלצת ועדת בכר	סטטוס נוכחי
יחוקק חוק קופות גמל שיסדיר את כללי הפיקוח והאכיפה לגבי קופות הגמל	נחקק במסגרת "חוק הפיקוח על שירותים פיננסיים (קופות גמל), תשס"ה"
ימונה צוות לגיבוש המלצות בעניין תוכן ומבנה הפיקוח הרצויים בשוקי הכספים וההון, שיגיש את המלצותיו עד 31.3.2005	לא מונתה ועדה שכזו

ועדת בכר ביקשה לטפל בבעיות הקיימות בפיקוח על שוק ההון בישראל, ביניהן היעדר מסגרת חוקית מקיפה לפעילותן של קופות הגמל, ובעיות בחוק הייעוץ וביזור רשויות הפיקוח היוצרות לעתים עיוותים בשוק ההון. ההמלצות לעיל היו אמורות להביא לאיחוד וסטנדרטיזציה של עבודת הפיקוח על שוק החיסכון הפנסיוני על כל מוצריו.

### המצב הנוכחי

וועדת בכר חוללה מהפכה בתחום ההסדרה של שוק החיסכון הפנסיוני. חוק הפיקוח על השירותים הפיננסיים הסדיר לראשונה, במערכת חוקים אחת ועקבית, את פעילות החיסכון הפנסיוני לכל המוצרים, כולל אופן משיכת הכספים, העברת כספים, דמי ניהול, קנסות וענישה. היום ממלא החוק את ייעודו בהיבט זה, ופעילות הפיקוח השוטפת נעשית בהתאם לו. ברם לא יושמו המלצות הוועדה להקמת ועדה נוספת לבחינת מבנה הפיקוח הרצוי. כפי שתואר לעיל, הרפורמות והקטנת חובה של הממשלה הסיטו את השקעות המוסדיים לשוק ההון. היעדרה של מערכת הסדרה של פעילות הגופים המוסדיים אפשרה את פעילותם ללא מערכת חוקים ברורה ואחידה. היעדר הפיקוח ומערכת התמריצים המגבירה את תופעת "רדיפת התשואות", הובילו לפעילות השקעות לא אחראית של הגופים המוסדיים. במשבר הפיננסי העולמי ספגו כספי הציבור הפסדים כבדים שהבליטו את המחסור בפיקוח על פעילות ההשקעה של הגופים המוסדיים (בפרק 4 להלן יורחב על ועדת חודק שהוקמה ב-2010 לצורך שיפור תהליך ההשקעה של הגופים המוסדיים באיגרות חוב קונצרניות).

### 3.2.2 ייעוץ, שיווק ותגמול יועצים

טבלה 6 מרכזת את המלצות ועדת בכר בנוגע לייעוץ, שיווק ותגמול יועצים ואת הסטטוס הנוכחי שלהן.

טבלה 6: המלצות ועדת בכר בנוגע לייעוץ, שיווק ותגמול יועצים והסטטוס הנוכחי שלהן	
המלצת ועדת בכר*	סטטוס נוכחי
במסגרת החקיקה יוגדרו שני עיסוקים הדורשים הכשרה ורישוי, והנתונים להסדרה ולפיקוח – ייעוץ ושיווק	הוסדר במסגרת "חוק הפיקוח על שירותים פיננסיים (ייעוץ, שיווק ומערכת סליקה פנסיוניים), תשס"ה". שם החוק שונה בשנת 2011 כך שיכלול את מערכת הסליקה הפנסיונית
הגופים הפועלים בשוק ההון יידרשו לבחור בין עיסוק בשיווק לבין עיסוק בייעוץ	הוסדר בחקיקה. בינואר 2012 עודכן התגמול ל-0.2% ו-2% מסכום הצבירה והסכום המופקד בהתאמה
תגמול היועצים לא יינתן מבעליו של מכשיר פיננסי או הפנסיוני בגין ביצוע פעולות במוצרי	

\* אלו עיקרי המלצות לעניין הייעוץ והשיווק. המלצות הוועדה מכילות מודל פרטני לייעוץ ולשיווק.

בהמלצות אלו ביקשה ועדת בכר לייצר בראש ובראשונה מוצר שכמעט לא היה קיים אז – ייעוץ פיננסי אובייקטיבי שאינו מושפע או מונע מניגודי עניינים. הוועדה גם ביקשה לייצר תשתית רגולטורית לפיקוח ולהסדרה של שוק הייעוץ. עד פרסום המלצות ועדת בכר, כל אדם בעל רישיון ייעוץ היה רשאי להעניק שירותי ייעוץ, והחוק אף לא מנע מיועצים אלה להיות קשורים לגופים הנותנים שירותי ניהול תיקים. ואכן לרוב היועצים הייתה עד אז זיקה למוצר או לחברה מנהלת מסוימת, והם היו נתונים לניגודי עניינים ומנועים מלתת יעוץ אובייקטיבי ללקוח. ואילו הלקוחות, שלא היו מודעים לזיקת היועץ למוצר או לחברה, היו נתונים תחת הרושם שהם מקבלים ייעוץ אובייקטיבי. הוועדה המליצה על הפרדה מוחלטת בין העיסוק בייעוץ לבין העיסוק בשיווק, והסדירה את פעילותם של היועצים והמשווקים. בפרט חשובה המלצה השלישית בטבלה 6 לעיל, הקובעת שתגמולו של היועץ לא יהיה תלוי בהמלצתו, וכך מבטיחה את האובייקטיביות של הייעוץ. הוועדה ראתה ב"ייעוץ האובייקטיבי" שחקן בעל פוטנציאל להגברת התחרות בקרב המוסדיים, שתבטא בתשואות גבוהות יותר והפחתת דמי הניהול. הרעיון מבוסס על כך, שהיועץ יכול לפתור בעיות אסימטריה במידע בשוק החיסכון הפנסיוני, מאחר שהוא מבקר באופן תדיר את פעילותם של המוסדיים עבור בסיס לקוחות גדול, ויש לו כוח השפעה ישיר על כספי המשקיעים. כמו כן, הצוות ציפה שתקיים תחרות בין המשווקים והיועצים, וכך יגבר כוח המיקוח של הלקוח ועלויותיו הכוללות יפחתו.

### המצב הנוכחי

למרות התקוות, שוק הייעוץ הפנסיוני נותר מצומצם למדי. רוב הציבור אינו מוכן לשלם על מנת לקבל ייעוץ, ולכן מערכת השיווק בעלת הזיקה נותרה דומיננטית. בנוסף, קרנות הפנסיה וחברות הביטוח הגדולות קונות סוכנויות ביטוח על מנת לתפוס אחיזה גדולה יותר בשוק התיווך. כך משיגים הגופים הגדולים יתרון על פני החברות הקטנות בקבלת לקוחות, ובעיית הריכוזיות בשוק החיסכון הפנסיוני מחריפה. עקב זאת, אגף שוק ההון במשרד האוצר ממשיך לפעול על מנת

להסדיר את המצב ולשפר את איכות השירות. ההסדרה המשמעותית ביותר המתוכננת לשנים הקרובות היא הקמתה של מסלקה פנסיונית, שאמורה לפשט את העברת המידע על הכספים בגופים השונים ולהקל על תהליך הייעוץ.

ההמלצה השלישית בסדרת ההמלצות לעיל, הנוגעת לתגמול היועצים, מעוררת לעתים טינה בקרב הציבור בטענה שהעלות הקבועה לעמלות הייעוץ וההפצה (כיום 0.2% מהצבירה) גרמה לעלייה בדמי הניהול הנגבים מהחוסכים, כפיצוי על עמלות הייעוץ שהקופות משלמות, והוספת גורם מתווך העלתה את עלות המוצר. במידה מסוימת טענה זו נכונה, אך יש להתחשב גם בעלויות הנסתרות שנגבו מהחוסכים בשיטה הישנה, בדמות חוסר התחרותיות וניגוד האינטרסים שלפיו פעלו קופות הגמל (כפי שהוזכר בסעיף 3.1.1 לעיל).

### 3.2.3 ייעוץ ומכירה של מוצרי ביטוח ופנסיה על ידי תאגידים בנקאיים

טבלה 7 מרכזת את המלצות ועדת בכר בנוגע לייעוץ ומכירה של מוצרי ביטוח ופנסיה על ידי תאגידים בנקאיים והסטטוס הנוכחי שלהן.

טבלה 7: המלצות ועדת בכר בנוגע לייעוץ ומכירה של מוצרי ביטוח ופנסיה על ידי תאגידים בנקאיים והסטטוס הנוכחי שלהן	
המלצת ועדת בכר	סטטוס נוכחי
תאגידים בנקאיים שהשלימו את מכירת אחזקותיהם מקופות הגמל ואינם בעלי עניין במבטח, יורשו לייעץ ולמכור מוצרי ביטוח חיים ופנסיה	יושם ב"חוק הפיקוח על שירותים פיננסיים (ייעוץ, שיווק ומערכת סליקה פנסיוניים), תשס"ה"
תאגיד בנקאי לא יורשה למכור מוצרי ביטוח שאינם מוצרי ביטוח חיים או פנסיה או לייעץ לגביהם	יושם ב"חוק להגברת התחרות ולצמצום הריכוזיות וניגודי העניינים בשוק ההון בישראל (תיקוני חקיקה), תשס"ה"

ועדת בכר המליצה לאפשר לבנקים להרחיב את תמהיל המוצרים הפנסיוניים שלגביהם לבנק מותר להציע שירותי ייעוץ, כך שיכלול גם מוצרי ביטוח ופנסיה (ולא רק קופות גמל ונאמנות). הוועדה ביקשה לנצל את יתרונה של המערכת הבנקאית בביזור רחב של סניפים בכל הארץ על מנת להפוך את מוצרי החיסכון הפנסיוני לנגישים יותר.

### המצב הנוכחי

לאחר מכירת אחזקותיהם בקופות הגמל, הבנקים החלו במתן שירותי ייעוץ פנסיוני. ראשית נכנס לענף בנק אגוד, בסוף שנת 2006. בשנת 2007 נכנסו לתחום מזרחי והבינלאומי. ב-2008 נוספו גם דיסקונט, מרכנתיל, לאומי, פאג"י ואוצר החייל, ולבסוף – בשנים 2009 ו-2010 – החלו בנק פועלים ויובנק במתן שירותי ייעוץ בהתאמה. בשנת 2011 נמצאו כ-70,000 איש בייעוץ פנסיוני בנקאי (בשנת 2012 הודיע בנק הפועלים שהוא יוצא מפעילות הייעוץ).

על אף כניסתם של הבנקים לשירותי הייעוץ, בפועל נראה שהייעוץ אינו משתלם להם עסקית, וכן נותרו בעיות של ניגוד עניינים ותמריצים שליליים במבנה הנוכחי. ראשית, הבנקים העוסקים בייעוץ מבצעים ייעוץ רק עבור לקוחות בעלי חיסכון כספי גבוה (לקוחות אמידים או מבוגרים) והם אינם מעוניינים לספק את השירות עבור כלל האוכלוסייה. תוצאה זו נובעת

משיטת התגמול לבנקים עבור שירותי הייעוץ כיועצים – אחוז קבוע מסכום הצבירה של הלקוח. מכיוון שנדרש מאמץ רב לקבלת כל המידע על הלקוח וחסכוניותו, מתן שירות הייעוץ הוא רווחי לבנק רק עבור לקוחות שכבר הספיקו לצבור סכום נכבד. כאמור, המסלקה הפנסיונית העתידית צפויה להקל על תהליך הייעוץ גם עבור הבנקים, ולהפוך גם את הייעוץ לחוסכים קטנים ולמוצרים שונים רווחי ופשוט יותר.

בעיה שנייה בשיטה החדשה היא שקיים תמריץ שלילי ליועץ הבנקאי, שלא להתאמץ כלל אלא פשוט להמליץ ללקוח להישאר בקופתו הנוכחית, מכיוון שהיועץ מקבל עמלה גם אם לא נעשה שינוי בקופה. בעיה שלישית היא החשש לניגוד עניינים, הנוצר מכך שהבנקים שעדיין מספקים שירותי תפעול וברוקרז' לקופות הגמל, יטו להמליץ ללקוחות על מוצרים של אותן קופות המתקשרות אתם בשירותים העקיפים, כדי להגדיל את גובה העמלות שיקבלו מאותם שירותים. בנוסף, "הייעוץ האובייקטיבי" יכול לתת לבנקים כוח מול קופות הגמל להעלות את מחיר שירותי התפעול ועמלות הברוקרז'.

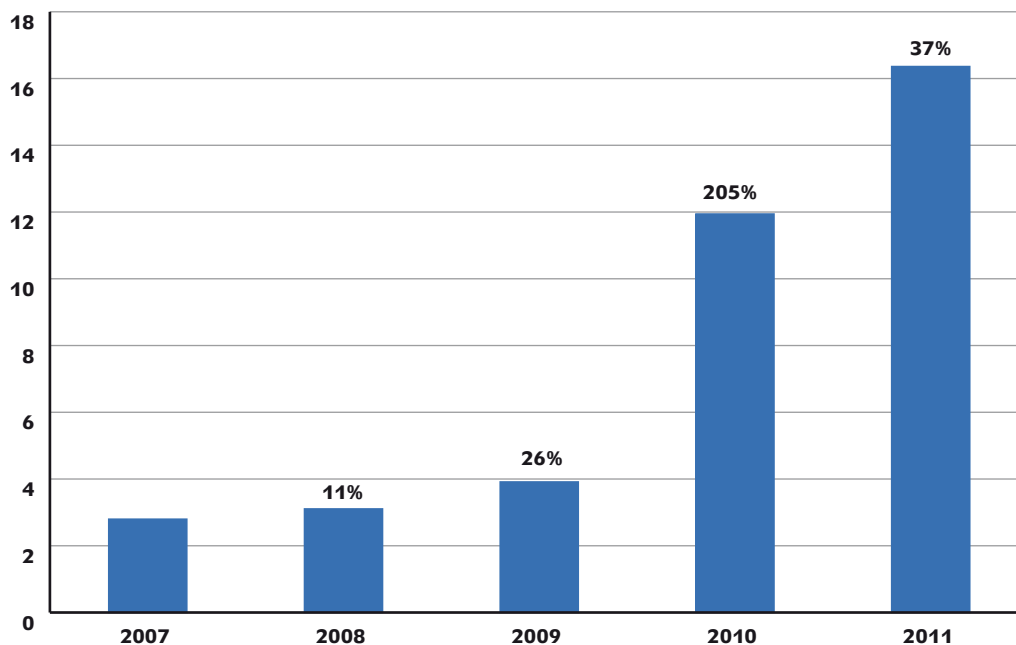
## 4. התפתחויות נוספות בשוק החיסכון הפנסיוני לאחר פרסום המלצות ועדת בכר

בפרק זה נתייחס בקצרה למספר התפתחויות רגולטוריות נוספות בשוק ההון והחיסכון הפנסיוני, המתקשרות לתחומים שטופלו בוועדת בכר:

- **חינוך פיננסי:** בשנים האחרונות גברה בקרב קובעי המדיניות הבנת חשיבותו של חינוך פיננסי לציבור הרחב בישראל. בסוף שנת 2011 הוקמה (בעקבות המלצת ועדת טרכטנברג) באגף שוק ההון, הביטוח והחיסכון במשרד האוצר מחלקה לחינוך פיננסי, שמטרתה לבנות תוכניות עבודה ארוכות טווח להטמעת חינוך פיננסי באוכלוסייה.
- **רפורמות בשוק החיסכון הפנסיוני:** בשנת 2008 נעשו שני שינויים רגולטוריים בתחום החיסכון הפנסיוני, שהשפעתם על שוק החיסכון ועל רמת התחרותיות היא מהותית. הראשונה היא צו הרחבה לפנסיה חובה, הקובע חובה להפרשה פנסיונית עבור כלל אוכלוסיית השכירים בארץ, ומתקיימים דיונים כיום על הקמת פנסיה חובה גם לעצמאיים. חוק זה יצר מאגר חיסכון ענק שלא היה קיים בעבר, וכספים רבים יותר מופנים לעבר שוק ההון והאשראי החוץ בנקאי. התוצאה, בדומה להשפעת הקטנת שיעור החוב הממשלתי ואיגרות החוב המיועדות, היא מעבר סכומים גדולים של כספי החוסכים לאפיקי השקעה רבים וחדשים בשוק ההון. הרפורמה השנייה היא "תיקון מס' 3 לחוק הפיקוח על שירותים פיננסיים (קופות גמל)", תשס"ה, המשווה את תנאי המס בין המוצרים הפנסיוניים השונים ומאפשר מעבר בין שלושת המוצרים (קרן פנסיה, קופת גמל וחברת ביטוח) בצורה חופשית יותר. לתיקון מס' 3 הייתה השפעה הרסנית על קופות הגמל, מכיוון שבהשוואת תנאי המס בוטלה האפשרות של משיכה הונית ובוטלה הטבת המס לחיסכון לטווח בינוני. בכך נעלם היתרון היחסי של קופות הגמל כמוצר הוני לטווח בינוני-ארוך. לפני התיקון היה ניתן למשוך כספים מקופת גמל לאחר 15 שנה בצורה הונית ללא מיסוי. לאחר השינוי, משיכה כזאת גוררת מיסוי גבוה. בשינוי זה החליטה המדינה למעשה על הפסקת סבסוד חיסכון הוני לטווח בינוני (סבסוד באמצעות הקלות מיסוי), על מנת לתמרץ את החיסכון ארוך הטווח.
- **שינויים רגולטוריים בתהליך ההשקעה של הגופים המוסדיים באיגרות חוב קונצרניות:** ועדת חודק, שהוקמה בשנת 2009 לאחר פרוץ המשבר הפיננסי, קבעה נהלים להשקעות באג"ח קונצרני, הכוללים בין השאר חובת הכנת

אנליזה בידי הגוף המוסדי טרם ביצוע ההשקעה, וקביעת התניות חוזיות מינימליות ומומלצות (חודק ואחרים, 2010). לצד ההסדרה והטיפול בבעיה אחת, יצרה ועדת חודק עיוות אחר בשוק האשראי בישראל. היא הגבירה את הדרישות מהמוסדיים בתהליך ההשקעה באיגרות החוב הקונצרניות, כגון דרישות הדיווח טרום ההשקעה, חובות האנליזה, חובות בדבר מדיניות השקעות וניהול סיכונים וחובות הדיווח תוך חיי ההשקעה. אך כל זה תקף לאג"ח בלבד, ונותר ללא פיקוח (וללא עלויות הכרוכות בפיקוח) כל שאר האשראי באפיקים אחרים, כגון ה"הלוואות הפרטיות" (הסדר אישי שבו בעל החברה מקבל הלוואה ישירה מאחד הגופים המוסדיים). בתרשים 9 להלן ניתן לראות, שמאז 2010 ישנה עלייה חדה בהיקף ההלוואות הפרטיות שניתנו על ידי הגופים המוסדיים. אין ספק שתזוזה מסיבית זו לכיוון ההלוואות הפרטיות נובעת מהתמריצים שנוצרו עקב יישום המלצות ועדת חודק, שהשיתו עלויות על שימוש בשיטה אחת של הון ללא הקבלה לשיטות אלטרנטיביות. התוצאה היא שהגופים המוסדיים חשופים היום בהיקפים גדולים יותר למספר חברות מצומצם, ומחזיקים באשראי גדול שאינו סחיר.

### תרשים 9: התפתחות ההלוואות הפרטיות (במיליארדי שקלים ובאחוזי שינוי)



מקור: מצגת אגף שוק ההון ביטוח וחיסכון, מרץ 2012.

- **דמי ניהול:** בתחילת שנת 2012 הוציא אגף שוק ההון, הביטוח והחיסכון הוראות המגבילות את גובה דמי הניהול במוצרי קופות הגמל וביטוחי המנהלים. יש להיזהר מלהתמקד רק בדמי הניהול על חשבון ההשקעות עצמן של הגופים המנהלים. כפי שידוע מהעבר, ניהול לקוי, פעילות המונעת מניגוד אינטרסים ועלויות סמויות יכולים להזיק לחיסכון הפנסיוני בצורה קשה יותר מדמי הניהול הנראים לעין.

## 5. סיכום

מחקר זה בדק את סטטוס המלצות ועדת בכר והשפעתן על שוק ההון הישראלי, ובפרט על שוק החיסכון הפנסיוני. הראינו שוועדת בכר שינתה את נוף שוק החיסכון הפנסיוני והסדירה את פעולתם של הגופים המוסדיים. הסדרה זו והשפעתה ראויה לכינוי "רפורמת בכר". לעומת זאת אין לייחס לוועדת בכר את השינוי באפיקי ההשקעה של כספי החוסכים, שהחל עוד טרם הקמת הוועדה. כמו כן הוצג במחקר זה המצב הנוכחי של השוק, והוארו הבעיות שנתרו פתוחות לאחר פרסום הוועדה והשינויים הרגולטוריים שנעשו לאחר רפורמת בכר וברוחה.

## ביבליוגרפיה

- בניטה, ג', ב' לאוטרבך ואחרים. 2004. "השפעת שינויים מבניים על שכלול שוק מטבע חוץ", סוגיות במטבע חוץ 3/04. המפקחת על מטבע חוץ. 1998. חוזר המפקח על מטבע חוץ – שינוי משטר הפיקוח על מטבע חוץ. חודק, ד' ואחרים. 2010. דוח הוועדה לקביעת פרמטרים להתייחסות גופים מוסדיים המעמידים אשראי באמצעות רכישת איגרות חוב לא ממשלתיות. חיים, י. 1999. "פחות פיקוח – יותר דיווח וניתוח", מבט כלכלי 3. מבקר המדינה. 2004. דוח שנתי 54 ב לשנת 2003 ולחשבונות שנת הכספים 2002 (2004–954): 208. מדינת ישראל. 2004. דוח הצוות הבין-משרדי לעניין רפורמה בשוק ההון, ירושלים.
- Ber, H., Y. Yafeh et al. 2001. "Conflict of interest in universal banking: Bank lending, stock underwriting, and fund management", *Journal of Monetary Economics* 47 (1): 189–218.
- Goldwasser, A., S. Shlush et al. 2007. *Beyond Bachar — Next Steps for Financial Reform*, Koret–Milken Institute Fellows Program.
- Kroszner, R. S. & R. G. Rajan. 1994. "Is the Glass-Steagall Act Justified? A Study of the U.S. Experience with Universal Banking before 1933", *American Economic Review* 84 (4): 810–832.
- Puri, M. 1996. "Commercial banks in investment banking Conflict of interest or certification role?", *Journal of Financial Economics* 40 (3): 373–401.









FELLOWS | KORET  
PROGRAM | MILKEN INSTITUTE

תוכנית עמיתי קורת – מכון מילקן  
בית מילקן, רחוב תל חי 13  
ירושלים, 97102

[info@kmifellows.org](mailto:info@kmifellows.org)  
[www.kmifellows.org](http://www.kmifellows.org)