

# מוצרי משיכה לשוק החיסכון הפנסיוני

מאיה הרן

עמיתת קורת – מכון מילקן

הדעות המובאות בנייר זה אינן משקפות בהכרח את עמדת משרד האוצר

## תודות

ברצוני להודות מקרב לב לכל מי שסייעו בכתיבת מחקר זה על זמנם, על סבלנותם ועל עזרתם הרבה. תודה מיוחדת לידין ענתבי, מנחה המחקר, על הנחייתו המקצועית והערותיו המאירות. תודה מיוחדת גם להראל שרעבי, שממנו למדתי רבות הן בנושא התוכן והן בנושא כתיבת העבודה ועריכתה. כמו כן ברצוני להודות לרג'ואן גרייב ולשאר עובדי אגף שוק ההון, ביטוח וחסכון במשרד האוצר, ליואב בן אור, לד"ר עדי ברנדר, לפרופ' אביה ספיבק ולפרופ' צבי בודי. ברצוני להודות גם לתוכנית העמיתים קורת-מכון מילקן, לפרופ' גלן יאגו, לאלמה גדות-פרז ולאורלי מובשוביץ-לנדסקרונר על ההזדמנות שניתנה לי להיות שותפה בתוכנית העמיתים.

## 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 חינויים 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 לכתיבת 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)



# מוצרי משיכה לשוק החיסכון הפנסיוני

מאיה הרן

עמיתת קורת – מכון מילקן



# תוכן עניינים

1	תקציר מנהלים
4	מבוא
5	הרפורמות בחיסכון הפנסיוני בישראל
7	צרכים וסיכונים בגיל פרישה
7	צרכים
9	סיכונים ואי-ודאות
12	סיכום
13	מוצרים בעולם
13	משיכה של סכום הוני חד-פעמי
14	משיכות תקופתיות
17	אנונה קצובה בזמן
19	קצבה לכל החיים
23	מוצרים אחרים
24	סיכום - פרק מוצרים
24	מודלים לשלב המשיכה של חיסכון פנסיוני בעולם
25	המודל הראשון
26	המודל השני
28	תיאור המצב בישראל
32	ניתוח היעדים של מערכת החיסכון הפנסיוני בישראל
33	המלצות
35	האם ישראל צריכה לאמץ מסלולי פרישה במתכונת המודל השני?
37	מוצר לבעלי תוחלת חיים נמוכה

**39.....נקודות נוספות לדין**

39.....סכום הקצבה המינימלית

40.....סכום הוני חד-פעמי

40.....כיסויים ביטוחיים וסיכון תוחלת חיים

41.....פתרונות מימוניים

41.....מידע, חינוך פיננסי ו"רגולציה רכה"

**42..... סיכום**

**43.....נספח 1 - משיכה תקופתית במדינות נבחרות**

**46.....נספח 2 - סוג מוצרי הקצבה במדינות נבחרות**

**48.....נספח 3 - שילובים שונים של מודלים למשיכה במדינות נבחרות**

**51.....ביבליוגרפיה**

## תקציר מנהלים

### רקע

שוק החיסכון הפנסיוני בישראל עבר בשנים האחרונות שינויים דרמטיים. השינוי העיקרי עבור החוסכים הוא המעבר מפנסיה מבוססת זכויות מסוג (DB) Defined Benefits לפנסיה מבוססת הפקדות מסוג (DC) Defined Contribution. מעבר זה יצר מציאות חדשה לכאורה בשוק החיסכון הפנסיוני, מציאות שבה אין מענה מלא לחלק מהצרכים של הפרט. הקרנות הוותיקות העניקו לחוסכים זכויות ששווין היה גדול מהסכומים שחסכו, והממשלה סבסדה תשואות עודפות בעזרת שימוש באג"ח מיועדות וסבסוד בין-דורי. המערכת הפנסיונית הקודמת לא הייתה אפוא בת-קיימא, וחיבה מעבר לשיטה חדשה. במסגרת ההתמודדות עם הצרכים והסיכונים החדשים שנוצרו לחוסכים בשיטה החדשה, יש צורך לבחון גם שינויים בשלב קבלת החיסכון הפנסיוני לאחר גיל הפרישה. לפיכך, מחקר זה שם דגש על שלב המשיכה של החיסכון הפנסיוני ולא על שלב צבירת הנכסים במערכת החדשה.

מהות המחקר היא ניתוח מוצרי משיכה שיתנו מענה לצורכי החוסכים בשלב הפרישה. יש לבחון את מוצרי החיסכון הפנסיוני בעין ביקורתית, מאחר שמחקרים מראים שבחירות של אנשים בנושאי חיסכון לטווח ארוך לאו-דווקא מביאות לידי מקסום התועלת עבורם.

המעבר לפנסיה מסוג DC מתרחש במדינות רבות בעולם. מדובר בתהליך חדש יחסית: חלק מהמדינות ביצעו רפורמה בשוק החיסכון הפנסיוני רק בשנים האחרונות, המערכת עדיין לא התייצבה ואין הסכמה בנוגע לשאלה מהי המערכת הפנסיונית המושלמת. מעבר לכך, יש הבדלים בין מדינות שונות בגובה הקצבה ברובד הראשון, בהיצע מוצרי ההשקעה ובהעדפות הפרטים. בדיקת מידת ההתאמה של מוצרי המשיכה בעולם לישראל צריכה להיעשות תוך התחשבות בתנאים הייחודיים בישראל.

במסמך מוצגים הצרכים והסיכונים בשלב המשיכה של החיסכון הפנסיוני המהווים בסיס לדיון על מוצרי המשיכה השונים ועל מטרת הרגולציה.

### מוצרי משיכה

מוצרי המשיכה השונים מוצגים אף הם במסמך: משיכה של סכום הוני חד-פעמי, משיכה תקופתית,<sup>1</sup> אנונה קצובה בזמן<sup>2</sup> וקצבה לכל החיים. המוצרים מספקים הגנות מפני סיכונים שונים ועונים על צרכים שונים. אין מוצר אחד מיטבי העונה על כל הצרכים ומגן מפני כל הסיכונים. לכל מוצר יתרונות וחסרונות. משיכה של סכום הוני חד-פעמי מאפשרת נזילות וניהול ברמה גבוהה, אך מספקת הגנה נמוכה מפני סיכון תוחלת חיים. קצבה לכל החיים מאפשרת הגנה גבוהה מפני סיכון תוחלת חיים, אך רמת נזילות וניהול ברמה נמוכה. חשוב לציין שלמרות ההבחנות הכלליות יש גם מוצרי ביניים, למשל משיכה תקופתית. בכל מקרה, אין זה מומלץ להסתמך על מוצרים ללא הגנה משמעותית מפני סיכון תוחלת חיים.

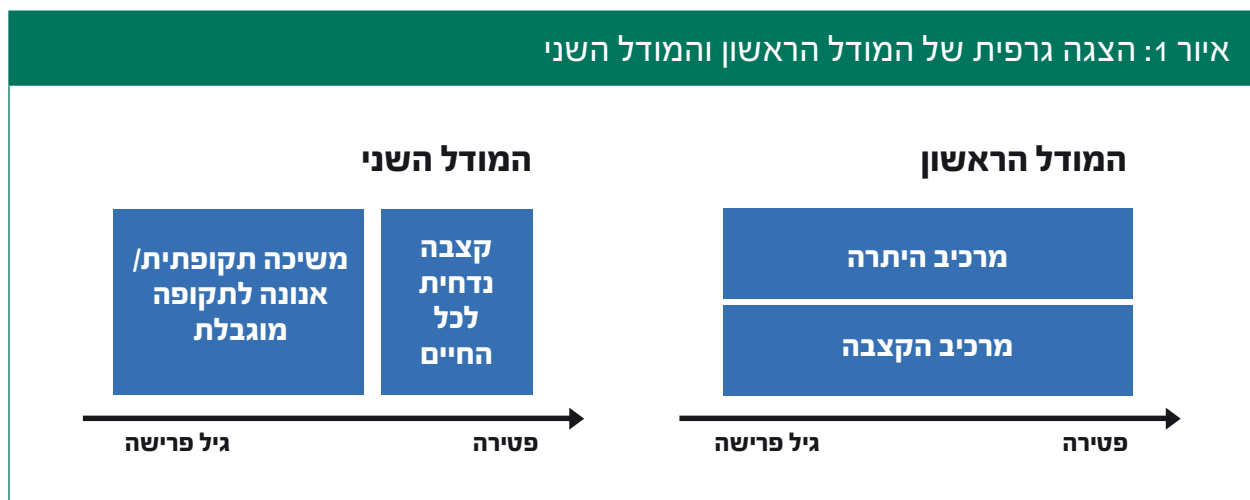
<sup>1</sup> משיכה תקופתית הוא מוצר שבו החיסכון נשאר מנוהל בידי החוסך. בהתאם למדיניות הרגולטור מותרת לחוסך משיכה שנתית/חודשית בגובה מוגבל. גובה ההגבלה יכול ליצור הגנה מפני סיכונים תוחלת חיים.

<sup>2</sup> אנונה הוא כלי המאפשר הכנסה חודשית/שנתית קבועה. מוצר זה יכול להיות לכל החיים או לתקופה מוגבלת (לרוב 5-15 שנים).

## מודלים למשיכה

מודל מיטבי לשלב המשיכה של חיסכון פנסיוני צריך לאפשר איזון בין צרכים לסיכונים שונים. שני מודלים לשלב המשיכה של החיסכון הפנסיוני נחשבים בעיני ה-OECD, הבנק העולמי והאקדמיה מודלים מיטביים. המודל הראשון כולל רובד קצבתי בסיסי ורובד יתרה שבו ניתנות לגמלאי אפשרויות משיכה רחבות יותר. במודל זה הקצבה גבוהה, על חשבון מרכיב הורשה הוני נמוך. המודל השני כולל חלוקה של כספי החיסכון לשתי תקופות. בתקופה הראשונה ניתנות לגמלאי אפשרויות משיכה רחבות, ובתקופה השנייה, המאוחרת יותר, הגמלאי מקבל קצבה למשך חייו. במודל השני מרכיב ההורשה גבוה במודל הראשון והקצבה נמוכה יותר (בתצורת מוצרים מסוימת מרכיב ההורשה והקצבה יכולים להיות שווים בשני המודלים).

### איור 1: הצגה גרפית של המודל הראשון והמודל השני



מקור: מכון מילקן, 2012.

## המלצות

### מודל מיטבי

בישראל כיום שלב המשיכה בנוי לפי המודל הראשון – הרובד הראשון הוא קצבה לכל החיים ורובד היתרה ניתן למשיכה בצורה של סכום הוני חד-פעמי.

כאשר בוחנים מערכת למשיכה של כספי פנסיה, יש להתמקד במוצרים הנותנים מענה לצרכים הבסיסיים ביותר. כלומר, מוצרים המספקים הגנה טובה מפני סיכונים תוחלת חיים ומפני הטיות קוגניטיביות ואי-רציונאליות של החוסך, כל זאת בניסיון למקסם את ההכנסה המתקבלת ואת שיעור התחלופה.<sup>3</sup>

<sup>3</sup> שיעור התחלופה או אחוז התחלופה הוא שיעור מהכנסת הפרטים לפני הפרישה, שאותו הם מקבלים לאחר הפרישה. אחוז התחלופה הוא אינדיקציה לרמת החיים לאחר הפרישה. אחוז תחלופה הנמוך מ-70% נחשב פוגע ברמת החיים של הפרטים. יש הבחנה נוספת בין פרטים השייכים למעמד סוציו-אקונומי נמוך לבין אלו השייכים למעמד סוציו-אקונומי בינוני עד גבוה. עבור פרטים השייכים למעמד נמוך נטען שיש צורך בשיעור תחלופה של 100% כדי לשמור על רמת חיים מספקת.

ישראל צריכה לשמר את מערכת משיכת הכספים לפי המודל הראשון. יש חשיבות לשימור רובד הקצבה, שכן הוא מספק את ההגנה הטובה ביותר מפני סיכון תוחלת חיים, מספק הכנסה חודשית ומאפשר מרכיב הורשה בצורה של קצבה. עם זאת, יש לפתח גם את רובד היתרה.

אימוץ של המודל השני (שבו בתקופה הראשונה ניתנות לגמלאי אפשרויות משיכה רחבות ועבור התקופה השנייה המאוחרת יותר הגמלאי מקבל קצבה למשך חייו) בישראל, כאפשרות משיכה נפרדת, איננו נדרש. ההחלטות שעל החוסכים להחליט בנוגע לחיסכון הפנסיוני האישי שלהם הן רבות ומורכבות, וכבר היום אנשים מתקשים להחליט מה הם מעדיפים. הוספה של אפשרות נוספת יכולה לבלבל ואף לשתק את האנשים (Schwartz, 2004).

נוסף על כך, המודל הישראלי מכיל בתוכו כבר היום את המודל השני. משיכה באמצעות קצבה לכל החיים הכוללת "הבטחת הכנסה לתקופה מוגבלת" במודל הראשון, שווה לקבלת אנונה קצובה בזמן וקצבה נדחית במודל השני.

בשונה מקצבה לכל החיים, מוצר המשיכה התקופתית טומן בחובו סיכון אי-הבנה של הפרטים ואינפורמציה אסימטרית. ה-FSA (Financial Service Authority) האנגלי מדגיש את הסיכונים הקיימים במערכת של משיכה תקופתית, לעומת אלו שבקצבה לכל החיים. בדוח משנת 2007 נכתב כי אף שמשכיכה תקופתית יכולה להיות יעילה עבור חלק מהגמלאים, מוצר זה מסוכן יותר ממוצר הקצבה לכל החיים. סיכון זה נובע ממורכבות המוצר, מהצורך בניהול אקטיבי ומהסיכון שהחיסכון יישחק ולא יספק הכנסה מספקת לאורך חיי הגמלאי.

בעייתיות נוספת במודל השני היא בכך שהוא יוצר הטיה קוגניטיבית: פרטים החוסכים תחת מודל זה נהנים מהעובדה שהכספים נשארים תחת ניהולם והם יכולים להישאר "מיליונרים" (Money Illusion). הטיה זו עלולה לפגוע בתועלת של הפרטים.

לאחר שהושגה הגנה מספקת מפני סיכון תוחלת חיים, באמצעות קצבה לכל החיים, יש לאפשר משיכה של כספים באמצעות מוצרים משלימים. ההמלצה היא לפתח מוצרי משיכה תקופתית, אנונה לתקופה מוגבלת וקצבה נדחית לכל החיים עבור רובד היתרה. למוצרים אלו תכונות השומרות על רמת ההכנסה החודשית, הם מגנים במידת-מה מפני סיכון תוחלת חיים ומכילים מרכיב הורשה ונזילות גבוהה יותר לגמלאים. חשוב שהמערכת תהיה פשוטה ומובנת לכלל האוכלוסייה.

## דוגמה

ניקח דוגמה לפרישה לפי מסלול זה כדי להבין את מהות המודל: למען הפשטות נניח שגובה הקצבה המינימלית (רובד הקצבה) עומד על 5,000 שקלים ויש צורך במיליון שקלים כדי לקנות קצבה זו. אדם עם חיסכון של 2 מיליון שקלים יצטרך לקנות קצבה לכל החיים בגובה של 5,000 ש"ח תמורת מיליון שקלים, וזהו רובד הקצבה. בנוגע למיליון השקלים הנותרים, הגמלאי יכול לבחור בין כמה מוצרים ייעודיים: משיכה תקופתית לכל החיים (הכסף נשאר בידי החוסך אך גובה המשיכה החודשית מוגבלת) או אנונה לתקופה מוגבלת (קצבה קבועה ריאלית המתקבלת בצורה חודשית לכמה שנים) יחד עם קצבה נדחית לכל החיים (קצבה לכל החיים המתחילה להתקבל לאחר סיום קבלת האנונה לתקופה מוגבלת).

## סכום חד-פעמי

לעתים יש לאדם צורך בסכום הוני חד-פעמי, אך קבלה של סכום חד-פעמי גדול עלולה לגרום התנהגות לא רציונאלית מצדו ולגרום לירידה גדולה בתועלת שלו. בישראל יש אפשרות להוון עד 25% מהקצבה החודשית למשך 5 שנים בצורה של סכום הוני חד-פעמי. משיכה זו מאפשרת לפרט לשמור על ביטוח שארים מלא לאורך תקופה זו. אפשרות משיכה מוגבלת זו מספקת נזילות לפרטים הזקוקים לה, ויש להשאיר גמישות זו.



## הורשה

צורך בהורשה אף הוא מרכיב חשוב במטרת המדיניות. המדינה צריכה לשים דגש על הורשה בדרך של קצבה לכל החיים, אשר מספקת את ההגנה הסוציאלית הטובה ביותר ודואגת להכנסה לאחר גיל פרישה לבן הזוג. לעומת זאת, צורת ההורשה של סכום הוני חד-פעמי צריכה להיות מוגבלת. המדינה לא צריכה לעודד התנהגויות שיש בהן סיכון לפרט ולשאריו.

## סיכוני השקעה

אמנם חשוב להגן מפני סיכוני השקעה, אך כיום אין הסכמה בנוגע לדרך הפעולה המיטבית. הביטוחים מפני סיכוני השקעה יקרים ומכילים בעיות אינפורמציה רבות עבור ציבור החוסכים. על כן, המדיניות צריכה לנהוג משנה זהירות במוצרים אלו. כל מוצר חדש המוצע לאוכלוסייה צריך לעבור בדיקה פרטנית, ואין המלצה גורפת בעניין.

## נקודות להמשך

בסוף המסמך מוצגות נקודות נוספות המתייחסות לאופי הסופי של שלב המשיכה בישראל: מוצרי משיכה לבעלי תוחלת חיים נמוכה (נכים, חולים סופניים וכו'), גובה הקצבה המינימלית הנדרשת ברובד הראשון, תמריץ שלילי למשיכה הונית חד-פעמית בעזרת מיסוי, כיסויים ביטוחיים, פתרונות מימון היכולים לשפר את תשואת הקרנות וציבותן, ודיון על החשיבות בהעברת אינפורמציה לפרטים וחינוך פיננסי.

## מבוא

שוק החיסכון הפנסיוני בישראל עבר בשנים האחרונות שינויים דרמטיים. השינוי העיקרי עבור החוסכים הוא המעבר מפנסיה מבוססת זכויות מסוג (DB) Defined Benefits לפנסיה מבוססת הפקדות מסוג (DC) Defined Contribution. המעבר מפנסיה מבוססת זכויות לפנסיה מבוססת הפקדות יצר מציאות חדשה לכאורה בשוק החיסכון פנסיוני, מציאות שבה אין מענה מלא לחלק מהצרכים של הפרטים. הקרנות הוותיקות העניקו לחוסכים זכויות ששווין היה גדול מהסכומים שחסכו, והממשלה סבסדה תשואות עודפות בעזרת שימוש באג"ח ממשלתיות מיועדות וסבסוד בין-דורי. המערכת הפנסיונית הקודמת לא הייתה בת-קיימא, וחייבה מעבר לשיטה חדשה. במסגרת ההתמודדות עם הצרכים והסיכונים החדשים שנוצרו לחוסכים בשיטה החדשה, יש צורך לבחון שינויים גם בשלב קבלת החיסכון הפנסיוני לאחר גיל הפרישה. מחקר זה שם אפוא דגש על שלב המשיכה של החיסכון הפנסיוני ולא על שלב צבירת הנכסים במערכת החדשה.

מהות המחקר היא ניתוח מוצרי משיכה שיתנו מענה לצורכי החוסכים בשלב הפרישה. יש לבחון את מוצרי החיסכון הפנסיוני בעין ביקורתית, מאחר שמחקרים מראים שבחירות של אנשים בנושאי חיסכון לטווח ארוך לאו-דווקא מביאות לידי מקסום התועלת עבורם.

המעבר לפנסיה מסוג DC מתרחש במדינות רבות בעולם. מדובר בתהליך חדש יחסית: חלק מהמדינות ביצעו רפורמה בשוק החיסכון הפנסיוני רק בשנים האחרונות, המערכת עדיין לא התייצבה ואין הסכמה בשאלה מהי המערכת הפנסיונית המושלמת. מעבר לכך, יש הבדלים בין מדינות שונות בגובה הקצבה ברובד הראשון, בהיצע מוצרי ההשקעה ובהעדפות הפרטים. בדיקת מידת ההתאמה של מוצרי המשיכה בעולם לישראל צריכה להיעשות תוך התחשבות בתנאים הייחודיים בישראל.

במסמך מוצגים מוצרי משיכה הקיימים בעולם כדי לבחון הוספת מוצרים פנסיוניים לשוק הישראלי. היתרונות והחסרונות מוצגים על-פי הידע הנצבר בעולם, וכן נעשית השוואה בין המוצרים השונים. ניתוח היתרונות והחסרונות נעשה על-פי הצרכים והסיכונים של החוסכים. בהמשך מוצגים שני מודלים הנחשבים מיטביים בשלב המשיכה של החיסכון הפנסיוני, ונבדקת מידת התאמתם למשק הישראלי. בסוף המסמך מוצגים נושאים נוספים שאליהם יש להתייחס בגיבוש שלב המשיכה במערכת החיסכון הפנסיונית בישראל.

## הרפורמות בחיסכון הפנסיוני בישראל

מוצרי החיסכון בישראל עברו לאורך השנים שינויים רבים עקב שינויי חקיקה ורפורמות. פרק זה מציג בקצרה את הרפורמות המרכזיות של השנים האחרונות. הרפורמות מתייחסות לשינויים ברבדים המרכיבים את החיסכון הפנסיוני: הרובד הראשון - קצבת הזקנה מביטוח לאומי, הרובד השני - החיסכון הפנסיוני מעבודה, והרובד השלישי - החיסכון לגיל פרישה ממקורות אחרים, כמו ירושות וחסכונות.

קצבת הזקנה מביטוח לאומי (הרובד הראשון) עמדה בשנת 2011 על 17% מהשכר הממוצע במשק ליחיד ו-25% לזוג (1,444 ש"ח ליחיד ו-2,170 ש"ח לזוג). יש תוספת של שני אחוזים עבור כל שנה שבה שולמו דמי ביטוח לאומי מעל 10 השנים הראשונות. שיעור התוספת המרבי הוא 50% מהמענק הבסיסי. שני בני זוג עובדים זכאים לקצבה על בסיס זכויותיהם כפרטים ולא כזוג, ולכן הקצבה גבוהה יותר. נוסף על כך, יש השלמת הכנסה המותנית במבחן הכנסות, ואשר מעלה את הקצבה לשיעור של 32% מהשכר הממוצע ליחיד ו-48% לזוג. עד שנת 2002 היה תהליך של הרחבת הכיסוי, אך מ-2002 התהפכה המגמה, כחלק מהניסיון לרסן את ההוצאות ארוכות הטווח של הממשלה. בשנת 2003 שונתה שיטת ההצמדה של הקצבה – מהצמדה לשכר הממוצע במשק להצמדה למדד המחירים לצרכן.

שני תהליכים מרכזיים הביאו לרפורמה ברובד השני של החיסכון הפנסיוני בשנת 1995. הראשון היה היווצרות גירעונות אקטואריים בקרנות הפנסיה הוותיקות, והשני היה הניסיון לצמצם את מעורבות הממשלה בשוק ההון. עקב תהליכים אלו החליטה הממשלה על רפורמה שבה נסגרו קרנות הפנסיה הוותיקות למצטרפים חדשים ונפתחו קרנות פנסיה חדשות. נוסף על כך הוחלט על הפחתת שיעור הזכאות לאגרות חוב מיועדות בקרנות הפנסיה החדשות.

### המעבר מ-DB ל-DC

חלק מקרנות הפנסיה הוותיקות נוהלו בשיטת פנסיה מוגדרת זכויות (DB - Defined Benefit). בשיטה זו, הקצבה המשולמת לגמלאים נקבעת על-פי נוסחה הנגזרת ממספר שנות העבודה ומרמת השכר של העובד, ללא קשר להפרשות או לתשואה על השקעותיו. עם הקמת הקרנות החדשות הוחלט שהן תפעלנה כתכנית פנסיה מבוססת הפקדות (DC - Defined Contribution) הבנויה מהפקדות כספי העובד והמעסיק על-פי שיעור מהשכר לאורך שנות העבודה. בקרן פנסיה חדשה, קצבת הגמלאי נקבעת לפי סך הכספים שצבר בפועל בשנות העבודה. תכנית DC אמורה לשמור על קרנות הפנסיה מגירעונות אקטואריים, מאחר שהקצבה נקבעת לפי כמות הכסף הנמצא בקרן ולפי התשואה הצפויה, ולא לפי הסכמים שנקבעו מראש.

עד אמצע שנות ה-2000 נתנה הממשלה זכויות פנסיה לעובדים בשירות הציבורי בצורה של פנסיה תקציבית מסוג DB. פנסיה תקציבית (pay as you go) היא פנסיה שבה תשלום הקצבה משולם מההכנסות השוטפות של המעביד. סגירת הפנסיה התקציבית הממשלתית התבצעה בהדרגה, ובשנת 2004 נסגרה סופית האפשרות להצטרף אליה. המעבר מפנסיה מסוג DB לפנסיה מסוג DC הוא תהליך שאיננו ייחודי רק לישראל. מספר רב של מדינות וקרנות פנסיה בעולם מתמודדות עם גירעונות שאינם בני-קיימא, אשר נובעים מהסדרי הפנסיה מסוג DB. ניהול לקוי, סיכונים כלכלה פוליטית, שיעור ילודה נמוך, עלייה בתוחלת החיים והפרשות לא פרופורציונאליות לשיעור הקצבה גרמו לתהליך של מעבר לפנסיה מבוססת הפקדות, שבה החשיפה לגירעון נמוכה.

### הקטנת מעורבות הממשלה בשוק ההון

ההגנה הממשלתית על כספי החיסכון הצטמצמה בתהליך הדרגתי לאורך השנים, כך שבקרנות הפנסיה החדשות אפשר להשקיע כיום רק 30% באג"ח מיועדות (אגרות חוב מיועדות הן אגרות חוב שמנפיקה הממשלה לגופים מוסדיים אשר משקיעים את כספי החיסכון האגרות אלו. בעזרתן של אגרות חוב אלו ניתנת למעשה הגנה על כספי החוסכים מפני סיכונים ההשקעה בשוק ההון), לעומת 93% בקרנות הוותיקות לפני הרפורמות. כמו כן, שיעור התשואה באג"ח אלו ירד מ-5.57% ל-4.86%. במוצרי החיסכון האחרים אין כיום זכאות לאגרות חוב מיועדות.

### חובת חיסכון פנסיוני

בשנת 2008 הוחלה, בצו הרחבה של שר התמ"ת, חובת חיסכון לפנסיה על כל השכירים בישראל. על-פי המחקר של ד"ר עדי ברנדר (Brender, 2011) השפעתה של "פנסיה חובה" ניכרת. ב-2008 החלו להפריש כמחצית השכירים שלא הפרישו בשנת 2007, לעומת 17% שהחלו להפריש ב-2007. רוב העובדים שהחלו לחסוך לפנסיה עשו זאת בשיעור המינימלי הנדרש על-פי צו הרחבה. לא לכל השכירים מפרישים לפנסיה, מאחר שחובת הפרשה לפנסיה מתחילה רק לאחר העסקה של כמה חודשים. נוסף על כך, יש מקרים שבהם המעסיקים אינם מציינים לחוק. יש לציין שצו הרחבה מתייחס רק לשכירים, ואין חובת הפרשה לפנסיה לעצמאים.

### ייעוד החיסכון הפנסיוני לקצבה

בשנת 2008 נחקק תיקון מס' 3 לחוק הפיקוח על שירותים פיננסיים (קופות גמל), התשס"ה-2005. תיקון זה קבע כי כל הכספים המופקדים למוצרי החיסכון הפנסיוני משנת 2008 ואילך מיועדים לקבלת קצבה. כמו כן, התיקון השווה את כללי המס בין כל מוצרי החיסכון הפנסיוני.

בהתאם לכך נקבע כי כספי החיסכון הפנסיוני ישולמו בדרך של קצבה חודשית לכל החיים כל עוד סכום הקצבה קטן מסכום הקצבה המינימלי (4,272 ₪ בשנת 2011) או שווה לו. כספי חיסכון מעבר לסכומים הדרושים לשם קבלת קצבה מינימלית יהיה אפשר למשוך כסכום הוני. כמו כן, אפשר להוון עד 25% מהקצבה לתקופה של עד 5 שנים גם עבור קצבה הנמוכה מהסכום המינימלי. עד לשנת 2008 היה אפשר למשוך את ההפקדות לקופת גמל או לחברות ביטוח כסכום הוני, והיו אף מוצרים שבהם הייתה זו האפשרות היחידה למשיכה. בקופות גמל אף התאפשרה משיכה לאחר 15 שנות חיסכון בלבד.

### משבר כלכלי עולמי

שוק החיסכון הפנסיוני עבר זעזוע עקב המשבר הכלכלי בשנת 2008. כספי החיסכון הפנסיוני היו חשופים לפגיעה יותר מבעבר, מכיוון שהכספים מושקעים בשוק ההון. בעת המשבר הכלכלי היו ירידות שערים חדות במחירי אג"ח קונצרני

ובמחירי המניות, והיו אף חברות שפשטו את הרגל או עמדו על סף סגירה. השילוב בין השינויים הרגולטוריים שחשפו את כספי החיסכון הפנסיוני לשוק ההון ובין המשבר בשווקים השפיע על כספי החוסכים במידה ניכרת והביא לפגיעה בביטחון הכלכלי העתידי של חלק מהציבור. עקב המשבר הוקמה ועדת חודק,<sup>4</sup> וזו פרסמה את מסקנותיה בשנת 2009. בין שאר מסקנותיה קבעה הוועדה קריטריונים להשקעות של הגופים המוסדיים בשוק ההון וחייבה ביקורת על השקעות אלו.

## צרכים וסיכונים בגיל פרישה

כאשר ניגשים לבחינת הביקוש למוצרים פנסיוניים שונים, יש להבין תחילה הן את הצרכים של הפרטים מהמערכת הפנסיונית והן את הסיכונים בתחום זה, בפרט לאחר המעבר לפנסיה מבוססת הפקדות DC וצמצום המעורבות הממשלתית בשוק ההון.

### צרכים

#### 1. צורך בהכנסה בגיל פרישה

הצורך המרכזי שמספק החיסכון הפנסיוני הוא ההכנסה לפרט לאחר הפרישה מעבודה, שלב שבו אין לו הכנסה שוטפת.

לבני אדם שני סוגי הון: **הון אנושי והון פיננסי**, וערכם משתנה לאורך חיי האדם. ההון האנושי הוא כוח ההשתכרות מעבודה. הוא נצבר לאורך השנים ואפשר לפתח אותו (באמצעות לימודים וניסיון תעסוקתי), אך משלב מסוים בחיי האדם ערכו של ההון האנושי הולך ופוחת עד לפרישה, שבה ההון האנושי, ככוח השתכרות מעבודה, מוצה. ההון הפיננסי מורכב מהחסכונות שצבר אדם בשנות השתכרותו. ההון הפיננסי יכול להמשיך לצמוח גם לאחר הפרישה. הפרט בתחילת חייו מגודר מסיכון פיננסי על-ידי הונו האנושי. אם מסיבה מסוימת הונו הפיננסי פוחת, ההון האנושי שלו יכול לאפשר לו להתגבר על ההפסד באמצעות השתכרות בשוק העבודה. הגישה שעל-פיה בשלב הפרישה ההון האנושי מוצה וכושר ההכנסה של הפרטים נובע בלעדית מההון הפיננסי, היא גישת ה-Life Cycle.

נהוג להציג את ההכנסה לגיל פרישה באמצעות המונח שיעור התחלופה. שיעור התחלופה (או אחוז התחלופה) הוא היחס שבין הכנסתו של הפרט לאחר פרישתו לבין הכנסתו לפני פרישתו. שיעור התחלופה הוא אינדיקציה לרמת החיים לאחר הפרישה. שיעור תחלופה הנמוך מ-70% נחשב שיעור הפוגע ברמת החיים של הפרט. עם זאת, יש הבחנה בין מי ששייכים למעמד סוציו-אקונומי נמוך לבין מי ששייכים למעמד סוציו-אקונומי בינוני עד גבוה. עבור מי ששייכים למעמד סוציו-אקונומי נמוך, נטען שכדי לשמור על רמת חיים מספקת יש צורך בשיעור תחלופה של 100%.

ההכנסה בגיל הפרישה צריכה לאפשר את הזכות להתקיים בכבוד. זכות היסוד לקיום בכבוד מעוגנת ב"חוק יסוד: כבוד האדם וחירותו". עם זאת, החוק אינו מגדיר בפירוט מה כוללת הזכות לקיום בכבוד ואין הנחיות או חוקים המגדירים מהו קיום בכבוד. בשנת 2003 הוחלט לקצץ את קצבת הבטחת ההכנסה שמעניק הביטוח הלאומי. קצבה זו מיועדת לפרטים בעלי אמצעי מחיה אחרים נמוכים או ללא הכנסה כלל, ומטרתה לספק בסיס של קיום. האגודה לזכויות האזרח עתרה לבג"ץ בדרישה לבטל את הקיצוץ, בטענה שהוא פוגע בזכות לקיום לכבוד. בפסק הדין ציטט נשיא בית המשפט העליון בדימוס אהרון ברק פסיקה מוקדמת של השופט ישעיהו גמזו משנת 1998: "כבודו של האדם כולל בחובו... הגנה

<sup>4</sup> אתר מסקנות ועדת חודק - [http://ozar.mof.gov.il/hon/2001/hon\\_dep/memos/chodek-final.pdf](http://ozar.mof.gov.il/hon/2001/hon_dep/memos/chodek-final.pdf)

על מינימום הקיום האנושי... אדם המתגורר בחוצות ואין לו דיור, הוא אדם שכבודו כאדם נפגע; אדם הרעב ללחם, הוא אדם שכבודו כאדם נפגע; אדם שאין לו גישה לטיפול רפואי אלמנטרי, הוא אדם שכבודו כאדם נפגע; אדם הנאלץ לחיות בתנאים חומריים משפילים, הוא אדם שכבודו כאדם נפגע". בג"ץ דחה את העתירה בשנת 2005 בטענה שבמקרה זה לא הוכח בוודאות שהזכות לקיום בכבוד נפגעה. עם זאת, חשיבות פסק הדין בכך שהוא הכיר בזכות החוקתית לקיום בכבוד ובחובתה של המדינה לספק זכות זו.

## 2. צורך בסכום הוני חד-פעמי

הצורך בסכום כסף הוני חד-פעמי נובע מהצורך בגמישות וניליות. יש מקרים לעת זקנה שבהם נדרש סכום כסף נכבד ונייל לצרכים שונים, למשל להוצאות רפואיות. כמו כן, יש בני אדם המעדיפים להשתמש בסכום שצברו ולהשקיע אותו בנכסים לא פיננסיים כדוגמת נדל"ן. השקעה זו דורשת סכום כספי לא מבוטל, אך מספקת הבטחה לקורת גג והגנה מפני דמי שכירות עתידיים.

הצורך בסכום כסף הוני נובע גם ממניעים פסיכולוגיים. לרבים חשוב לדעת שהכסף נמצא ברשותם ושהם יכולים לנהלו כרצונם.

## 3. צורך בהורשה

הצורך בהורשה (bequest) מקורו ברצונם של בני אדם להגדיל את התועלת של שאריהם. הורשה יכולה להיות בצורה של סכום הון חד-פעמי או בצורה של קצבה (ראו פרק מוצרי משיכה).

מהדוגמה של מערכת החיסכון הסינגפורית (CPF-LIFE) אפשר ללמוד כי בני אדם מעדיפים להוריש לשארים גם כשהדבר מקטין את קצבתם. במערכת הפנסיונית הסינגפורית יש ארבעה מסלולים הכוללים שילוב בין קצבה למרכיב הורשה. המסלול הראשון כולל קצבה גבוהה ללא מרכיב הורשה, והמסלול האחרון כולל קצבה מוקטנת עם מרכיב הורשה נכבד. רוב החוסכים אינם בוחרים במסלול הראשון שאינו מאפשר הורשה. לפני החוסך הסינגפורי עומדת בחירה פשוטה בין המסלולים השונים, והדבר מבטיח שבחירה במסלול עם מרכיב הורשה אינה מקרית אלא מושכלת.

## 4. צורך בקצבה משתנה לאורך זמן

הצורך בקצבה משתנה מקורו בעובדה שיש בני אדם המעוניינים בקצבה העולה או יורדת עם הזמן. צורך זה יכול לנבוע מיציאה חלקית משוק העבודה או מהוצאות כספיות משתנות: ישנם עובדים שאינם פורשים לחלוטין משוק העבודה בגיל הפרישה, וממשיכים לעבוד בעבודות חלקיות. עובדים אלו מעדיפים לקבל קצבה מוקטנת בשנים שבהן יש להם הכנסה מעבודה חלקית.

ארבעת הצרכים שתוארו לעיל צריכים לעמוד לנגד עיניהם של קובעי המדיניות בשעה שהם בוחנים את המערכת הפנסיונית. יחד עם זאת, יש להתייחס גם לגורמים אפשריים, לסיכונים ולאי-וודאויות שיכולים למנוע מהפרט לממש צרכים אלו. להלן יפורטו הסיכונים ואי-הוודאויות העומדים בפני הפרט.

## סיכונים ואי-ודאות

בפרק שלהלן יוצגו שבעה סיכונים הקיימים בשלב המשיכה של החיסכון הפנסיוני. הסיכון יכול להיות מושת על הצרכן, על הגוף המוסדי או על צד שלישי שאליו אפשר להעביר את הסיכון. למשל, הממשלה יכולה לספק הגנה מסוימת לחלק מהסיכונים. עם זאת, עליה להיזהר ממתן הגנות שעלולות להשפיע על התמריצים של הגוף המוסדי והחוסך ולגרום להם להתנהג בחוסר זהירות. הצרכן מעדיף כמובן להעביר חלק גדול ככל האפשר של הסיכון אל גורמים אחרים, בהינתן מחיר קבוע.

### 1. סיכון שיעור תחלופה

סיכון שיעור תחלופה הוא הסיכון שהסכום הצבור לא יאפשר לפרט הכנסה מספקת בגיל הפרישה, בהשוואה לרמת החיים שאליה התרגל לפני פרישתו.

הגורמים העיקריים המשפיעים על החשיפה לסיכון זה הם כמות הכסף שהשקיע הפרט לאורך שנות עבודתו, והניהול של כספי הקרן. בשלב המשיכה אפשר לתת מענה מסוים לסיכון זה בעזרת שימוש נכון במוצרי משיכה. מושג חשוב הנוגע לשיעור תחלופה הוא "החלקת צריכה". זהו מושג חשוב בהקשר של חיסכון פנסיוני מאחר שהוא מושפע מהעדפות הפרטים בין צריכה עכשווית לעתידית והיחס ביניהם, כלומר מתי לחסוך וכמה. מונח זה מגיע יחד עם תיאוריה כלכלית הגורסת כי הפרטים מודעים לגובה ההכנסות העתידיות שלהם ועל כן יכולים לצרוך כמות מחושבת זהה לאורך כל החיים למרות השינויים בהכנסות בפועל (צריכה פרמננטית). בשלב הראשון הפרטים לווים כסף על סמך הכנסות עתידיות, ובשלב קבלת ההכנסה מחזירים חובות וצוברים כסף לפרישה.

### 2. סיכון תוחלת חיים

סיכון תוחלת חיים הוא הסיכון הנובע מהעובדה שהפרט "עלול" להאריך ימים כך שלא יהיה די במשאבים שצבר עד גיל הפרישה.

דרך אפשרית להתמודדות עם סיכון זה היא העברתו לגוף מוסדי המפזר את הסיכון על מספר רב של פרטים ובכך מקטין את הסיכון החל על כל פרט. כאשר בקרן פנסיה או בחברת ביטוח אחת מקובצים יחד מספר רב של פרטים דומים, סביר שחלקם יחיו יותר וחלקם פחות. המשאבים המתפנים על-ידי הפרטים שנפטרים בשלב מוקדם מממנים את המשך התשלום של קצבת הפנסיה עבור מי שחיים מעל לממוצע תוחלת החיים. סיכון זה נקרא סיכון לא שיטתי.

הסיכון השיטתי הוא סיכון שאי-אפשר לפזרו, והוא נובע מכך שתוחלת החיים של הקבוצה כולה יכולה לעלות על תוחלת החיים הצפויה. עלייה זו בתוחלת החיים יכולה להתרחש בזכות חידושים טכנולוגיים ורפואיים. סיכון שיטתי יכול לנבוע גם מטעות אקטוארית בחישוב תוחלת החיים הצפויה. ביטוח תוחלת החיים ומחירו הם בין הגורמים העיקריים הקובעים את גובה הקצבה, והם מהווים מקור לכשלים אפשריים בשוק הקצבאות (Finkelstein and Poterba, 2004).

בקרנות הפנסיה המבוססות על ביטוח הדדי, סיכון תוחלת חיים יכול להקטין את הקצבה המתקבלת לאורך גיל הפרישה. מאחר שקרן פנסיה מבוססת על עיקרון של איזון אקטוארי, התחייבויות הקרן צריכות להיות שוות לנכסיה. לכן, מדי תקופה בוחנת הקרן את מצבה האקטוארי ומבצעת במידת הצורך איזון אקטוארי. האיזון האקטוארי יכול להתבטא בהקטנת הזכויות (סכום היתרה הצבורה או סכום הקצבה) או בהגדלתן בהתאם לצורך. כלומר, סיכון תוחלת החיים נופל על הצרכנים. ואולם, מנגנון הביטוח ההדדי מגן על הפרטים באמצעות פיזור של הסיכון הלא שיטתי.

בביטוחי מנהלים, סיכון תוחלת החיים מועבר לחברת הביטוח בתמורה לפרמיות ביטוח. חברת הביטוח מקבלת את פרמיות הביטוח ומתחייבת לספק הגנה לכלל סיכונים התמותה, כך שסיכון תוחלת החיים על כל סוגיו מושגת על חברת הביטוח.

### 3. סיכון השקעה

סיכון השקעה הוא הסיכון שכספי החיסכון לא יאפשרו הכנסה מספקת בגלל ביצועי הקרן. סיכון השקעה זה יכול לנבוע מניהול לקוי של כספי הקרן או מתמריצים שגויים למנהלי הכספים. סיכון זה נופל על הצרכנים, ובאמצעות פיזור ההשקעה אפשר לגדר חלק ממנו.

יש אסטרטגיות השקעה שיכולות להקטין את סיכון ההשקעה: בעולם יש קרנות צוברות המנהלות את הכספים בצורה סולידית ביותר.<sup>5</sup> באנגליה יש בנקי השקעות שקונים אופציות put על השקעות הקרן כדי לגדר את הסיכונים ולספק רצפת ביטחון לתשואות (Valdes-Prieto, 1998).

### 4. סיכון אינפלציה – כוח קנייה

סיכון אינפלציה הוא הסיכון הנובע משחיקת כוח הקנייה של החיסכון הפנסיוני עקב אינפלציה.

סיכון אינפלציה מושגת בעיקרו על החוסך, ולכן יש חשיבות רבה לכך שההכנסה בגיל הפרישה תהיה צמודה למדד המחירים לצרכן – כדי לשמור על כוח הקנייה של ההכנסה ולא רק על ערכה הנומינאלי.

עם זאת, גם אם הקצבה צמודה למדד הסיכון עדיין קיים, שכן יש צורך שגם הנכסים המשמשים לתשלום הקצבה יהיו צמודים למדד. אפשר להתאים את הנכסים להתחייבויות, אך התאמה מושלמת כמעט אינה אפשרית. בגלל אי-התאמה עלול להיווצר מצב שבו הכסף שנצבר לא יספיק למימון ההכנסה הצמודה. לשם השקעה בנכסים צמודים למדד יש אפוא צורך בהיצע של מוצרי השקעה צמודים למדד וארוכי טווח בצד הנכסים.

### 5. סיכון אי-התאמה בתאריכי הפדיון

סיכון אי-התאמה בתאריכי הפדיון (maturity mismatching risk) הוא הסיכון הנובע מכך שבעתיד יהיה צורך להשקיע מחדש בריבית לא ידועה כספים שיתפנו.

פתרון אפשרי לסיכון זה הוא להשקיע כספים בריבית קבועה מראש. אפשר להשקיע את הכספים במוצרים בעלי מועד פדיון זהים למועדי התשלום לגמלאים, ושתשואתם איננה קשורה בריבית שתשרור במשך בעתיד (מוצרים בעלי הכנסה קבועה).

סיכון זה דומה במהותו לסיכון אינפלציה – שניהם נובעים מהצורך להתאים את ההכנסה למצב העתידי של השווקים. נוסף על כך, לשניהם יש פתרונות חלקיים הכוללים השקעה נבונה בהווה בשוק ההון במוצרים המספקים הגנה מפניהם. כלומר, דרך הטיפול העיקרית בהם היא באמצעות מדיניות ההשקעה.

סיכון אי-התאמה בתאריכי הפדיון מתעצם במקרה שבו נדרש להפוך את החיסכון לקצבה לכל החיים בנקודת זמן חד-פעמית. מאחר שמדובר בנקודת זמן חד-פעמית, ייתכן שהתנאים השוררים בשוק בנקודה זו אינם מיטביים, וההכנסה העתידית של הפרט עלולה להיפגע. לדוגמה, כאשר רמת הריביות והתשואות בשוק נמוכה עקב משבר כלכלי, הקצבה שתתקבל תהיה נמוכה. ייתכן שאם כספי החיסכון היו מושקעים במוצרי הכנסה קבועה כמה שנים לפני הפרישה, הקצבה

<sup>5</sup> בארה"ב פנסיית TIAA בחלק מהאוניברסיטאות מספקת מסלול פנסיוני שבו הכספים מושקעים רק במזומנים ובשווי מזומנים.

הייתה גבוהה במידה ניכרת. יש אפוא צורך לתזמן את השוק עבור החלטה להפוך כספים לקצבה לכל החיים בנקודת זמן אחת ויחידה.

## 6. סיכון אי-הבנה של הפרטים

סיכון אי-ההבנה של הפרטים הוא הסיכון הנובע מכך שהפרט יקבל החלטה שגויה בנוגע לחיסכון הפנסיוני שלו עקב מחסור בידע.

הנושא הפנסיוני רחב ומורכב, לפרטים אין גישה למידע ואין להם הידע הנדרש לשם קבלת החלטות נבונות בנושא. ככל שעומדות לפני הפרטים יותר אפשרויות בחירה וככל שהם נדרשים לקבל יותר החלטות בעניין החיסכון הפנסיוני, גדל הצורך במידע מובן ופשוט לכל שכבות האוכלוסייה. לתופעה של א-סימטריה במידע יש השפעה על רמת ההון ולא רק על היעילות, מאחר שלפרטים שמצבם הפיננסי טוב פחות יש ידע פיננסי נמוך בדרך-כלל: עוני וחוסר אינפורמציה הולכים יד ביד בתחום זה (Barr, 2002).

חלק מהיעדר ההבנה ניתן לגישור, אך חלק הוא מבני. אפילו פרטים בעלי הבנה רבה במימון ובפיננסים אינם פועלים בהכרח כצרכנים נבונים. אי-ההבנה של הפרטים יכולה לגרום להם לפעול בדרך שתגרום להם נזק או להימנע מפעולה שיש בה צורך. דוגמה לפעולה שעלולה לגרום נזק היא האפשרות להחליף מנהל קרן בכל עת. אפשרות זו יכולה לגרום להם לעשות שינויים בתקופות שיגרמו נזק לחיסכון הפנסיוני שלהם, כמו מעבר לתכניות סולידיות לאחר משבר כלכלי. המעבר לתכניות סולידיות לא מאפשר לעמיתים לפצות על ההפסד שנגרם בתקופת המשבר.

דוגמה לנקיטת פעולה הפוגעת בפרטים אפשר למצוא גם בישראל. עד לשנת 2010 פורסמו במערכות המידע של משרד האוצר התשואות החודשיות של הגופים המוסדיים המנהלים חיסכון פנסיוני. הפרטים הגיבו ועברו בין גופים מנהלים על-פי תשואות קצרות טווח אלו (Steinberg and Porath, 2011). הבעיה בכך היא שכספי החיסכון הפנסיוני מושקעים לטווח ארוך, ביצועי הגופים בטווח הקצר אינם שיקול, וייתכן אפילו שתשואה עודפת בטווח הקצר היא אינדיקציה לאסטרטגיית השקעה לקויה לגבי חיסכון ארוך טווח. תזוזה של העמיתים עקב ביצועים לטווח קצר יכולה לפגוע בחיסכון הפנסיוני שלהם. כיום מוצגות תשואות של שלוש וחמש שנים, וחל איסור לפרסם תשואות קצרות טווח.

עודף אפשרויות מקשה על הפרטים לבחור ועלול אף להביאם למצב של אי-בחירה ושיתוק (Schwartz, 2004). שוורץ מראה שככל שישנן יותר אפשרויות בחירה עבור השקעה בתוכניות פנסיה 401K (קרנות רובד שני נפוצות בארה"ב), כך העובד דוחה את החלטתו. כשיש לפרט בחירה מתוך אופציות רבות, אין הוא יכול להגיע להחלטה ומעדיף שלא לחסוך, אף שהוא מאבד את הזכויות המגיעות לו מהמעסיק. שוורץ מביא מחקרים המראים ששביעות הרצון של הפרטים יורדת ככל שהם צריכים לבחור מתוך מספר גדול יותר של אפשרויות.

דוגמה נוספת לאי-פעולה במקום שבו נדרשת פעולה אפשר לראות בהתנהלות בעניין דמי הניהול בחיסכון הפנסיוני. עקב אי-ההבנה, פרטים אינם פועלים מספיק כדי להפחית את דמי הניהול בחיסכון הפנסיוני שלהם.

## 7. סיכון אי-רציונאליות

סיכון אי-רציונאליות הוא הסיכון הנובע מכך שהפרט יקבל החלטות שגויות בגלל הטיות התנהגותיות.



על-פי אחת התאוריות, בני האדם הם קצרי רואי (myopic), ולכן לא יפעלו בצורה הטובה עבורם בתחום הפנסיוני. למשל, ה-"annuity puzzle" הוא שם שניתן לתופעה שבה הפרטים מעדיפים סכום הוני חד-פעמי במקום קצבה לכל החיים כאשר ניתנת להם האפשרות לבחור בין השניים. רוב בני האדם שונאים סיכון, ולכן הם צריכים להעדיף קבלת קצבה שכן הדבר מגדיל את התועלת שלהם. למרות זאת, בפועל רובם מעדיפים למשוך סכום הוני ולוותר על הקצבה. אחד ההסברים לתופעה הוא קוצר הראייה של הפרטים. סיכון אי-רציונאליות מושת על הצרכן.

תופעה נוספת היא תגובה א-סימטרית של גמלאים לתנודתיות בקצבה. ירידה בגובה הקצבה מביאה לידי פגיעה משמעותית ברווחת הגמלאים, אך עלייה בסדר גודל דומה בגובה הקצבה אינה מיתרגמת באותה צורה. כלומר, במצב שבו גובה הקצבה יורד ולאחר מכן עולה יש פגיעה גדולה יותר בגמלאים מאשר מצב שבו גובה הקצבה קבוע או מצב שבו גובה הקצבה נמוך מלכתחילה ועולה עם הזמן (גם אם שווי הכסף שהתקבל במצבים אלו לאורך התקופה נמוך יותר). לנוכח סיכון זה יש תפקיד חשוב לרגולציה במתן עזרה לפרטים. הרגולציה יכולה להכריח פרטים להתנהג בצורה המיטבית עבורם, שכן הם לא יעשו זאת בעצמם (רגולציה פטרנליסטית). ללא רגולציה, פרטים עלולים שלא לחסוך מספיק כדי לספק לעצמם הכנסה לעת פרישה. דוגמאות לרגולציה המתבססת על תאוריה זו הן ביטול האפשרות למשוך את כספי החיסכון הפנסיוני כסכום הוני חד-פעמי כדי למנוע בזבז של הכסף והידרדרות לעוני; הסכם פנסיה חובה המכריח את החוסכים לחסוך לעת זקנה, והעלאת גיל הפרישה. מחקרים מראים שבמבנה המערכת הפנסיונית בעולם, דחיית גיל הפרישה מעלה את תועלת הפרטים (Moshe A. Milvesky, 2007).

בשאלת מעורבות הרגולציה בחופש הבחירה של הפרט, יש גישה הסוברת כי על הרגולציה להקל את הבחירות של הפרטים ולהגן עליהם מפני החלטות שגויות באמצעות רגולציה "רכה", שבה עדיין יש לפרט אפשרות לבחור אחרת אם מתבצעת פנייה אקטיבית של הפרט (גישת הפטרנליזם הליברטני). דוגמה לגישה זו היא קביעת מסלול של בררת מחדל. קביעה של מסלול בררת מחדל היא חשובה, מאחר שרוב האוכלוסייה נמצאת במסלול זה. פרט המעוניין לבחור מסלול אחר רשאי לעשות זאת (opt-out). מחקרים מראים שמסלול בררת המחדל בחיסכון הפנסיוני זוכה להעדפת הפרטים (James J. Choi, 2002). מחקרים מראים גם כי מסלול בררת המחדל גורם להעדפה של הכנסה חודשית (קצבה) מול משיכה של סכום הוני חד-פעמי (Monika Butler, 2007).

## סיכום

לבני אדם צרכים שונים והם עומדים בפני סיכונים שונים. אי-אפשר לתת מענה לכל הצרכים ולהגן על הפרטים מפני כל הסיכונים השונים. על הרגולציה להחליט מהם הצרכים והסיכונים החשובים ביותר שינחו את המדיניות בשוק החיסכון הפנסיוני (ראו פרק ניתוח יעדי מערכת החיסכון הפנסיוני בישראל). בפרק הבא יתוארו המוצרים השונים ומנגנוניהם. התיאור ישים דגש על התכונות הנותנות מענה לצרכים ומספקות הגנה מפני סיכונים.

## מוצרים בעולם

### משיכה הונית של סכום הוני חד-פעמי

משיכה הונית חד-פעמית מאפשרת לחוסך למשוך את כל חסכונוותיו בבת אחת עם הגעתו לגיל הפרישה.

דרך זו של משיכת כספי החיסכון הפנסיוני התעסוקתי (רובד שני) היא הדרך היחידה האפשרית בהונג-קונג, בהודו, בפיליפינים ובתאילנד. לעומת זאת, באוסטרליה, בבלגיה, בסין, בצ'כיה, ביוון, בהונגריה,<sup>6</sup> באינדונזיה, ביפן, במלזיה, בניו-זילנד, בדרום אפריקה, בספרד, בטורקיה ובארה"ב אפשרות המשיכה ההונית קיימת נוסף על אפשרויות משיכה נוספות. בארה"ב הצורה המסורתית והעיקרית של תשלום זכויות פנסיה ממערכת פנסיה DC היא משיכה הונית חד-פעמית עם ההגעה לפרישה. אוסטרליה היא מדינה שיש בה מגוון רחב של מוצרי משיכה, אך כ-70% מאזרחיה בוחרים במשיכה של סכום הוני חד-פעמי (Economist). אפשר לראות אפוא שבמדינות שיש בהן אפשרות למשיכה הונית חד-פעמית, שיעור ניכר מהחוסכים בוחרים בדרך משיכה זו (כמפורט בפרק הצרכים והסיכונים). בישראל האפשרות למשיכה של סכום הוני חד-פעמי מוגבלת.

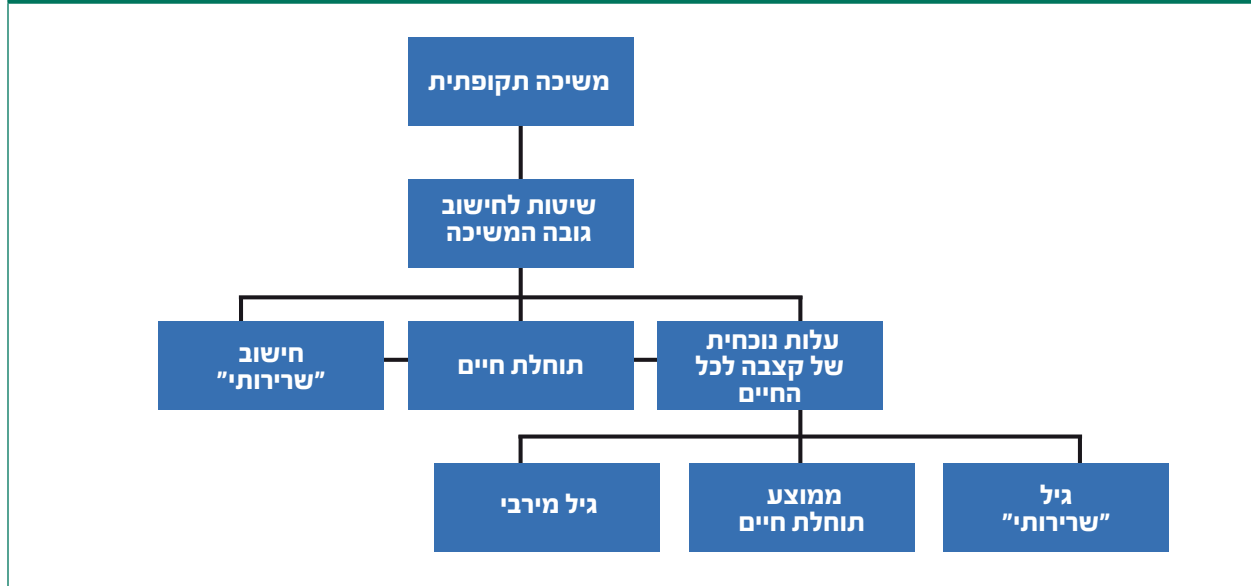
משיכה הונית עונה כמובן על הצורך בסכום כסף חד-פעמי, היא מאפשרת לחוסך לשלוט בכספים ומספקת לו את הנזילות המרבית. החוסך יכול לנהל את הכספים בעצמו באופן שיבטיח לו הכנסה גם כעבור שנים רבות. הוא יכול להתאים את רמת הסיכון של הנכסים להעדפות הסיכון שלו ולהתאים את ההשקעה לתנאי השוק. בחלק מהמדינות הפרט יכול להשתמש בכספים אלו כדי לקנות אנונה לתקופה מוגבלת או קצבה לכל החיים בשוק הפרטי בזמנים הנוחים לו וברמות ריבית אטרקטיביות. הוא יכול להשקיע את הכספים בנדל"ן או בעסק חדש, דבר שאינו מתאפשר באמצעות גופים מוסדיים. כמו כן, הוא יכול להשתמש בכספים שנמשכו להוצאות רפואיות, מאחר שהם ברשותו בכל עת. משיכה הונית חד-פעמית, בשילוב עם ניהול נכון של הכספים, יכולה לספק גם את הצורך בהורשה. החוסך יכול להעביר את הכספים שקיבל לאחר הפרישה בכל עת, או להוריש אותם לאחר מותו.

החיסרון המרכזי של משיכה הונית חד-פעמית הוא שהפרט אינו מוגן מהסיכונים שהוצגו בפרק הקודם. הסיכונים המרכזיים הם סיכון תוחלת החיים וסיכון אי-רציונאליות של הפרטים. ההגנה מפני הסיכונים תלויה בשיקול הדעת וביכולת ההשקעה של החוסך. כמות הכסף שתישאר לפרט בעל תוחלת חיים גבוהה, בניהול לא נכון, עלולה להביאו למצב של עוני לעת זקנה. ארגון העבודה הבינלאומי (ILO - International Labor Organization) ממליץ שלא לאפשר לשלם זכויות לגמלאים בצורה של סכום הוני חד-פעמי בלבד.

<sup>6</sup> בהונגריה מדובר בתכניות רובד שלישי וולונטריות.

## משיכות תקופתיות

### איור 2: תרשים מוצרי משיכה תקופתית



מקור: מכון מילקן, 2012.

משיכה תקופתית בנויה ממשיכה חודשית או שנתית בסכום קבוע או משתנה מהכספים הצבורים בחיסכון הפנסיוני. כמות הכסף הנשארת בקרן לאחר המשיכה צוברת ריבית. במוצר זה, כספי החיסכון הפנסיוני נשארים בשליטת החוסך.

משיכה תקופתית מיועדת לייצר הכנסה יציבה לאורך תקופת הפרישה של הגמלאי בצורה עצמאית, ללא פנייה לספק חיצוני לשם רכישת הגנות מפני סיכון כלשהו, ותוך שמירה על אפשרות למרכיב הורשה מוגדל. מאחר שהכספים נשארים בשליטת החוסך, במקרה של פטירה היתרה הצבורה שנותרת ניתנת כולה להורשה. משיכה תקופתית דורשת פחות משמעת עצמית של הגמלאי בהשוואה למשיכה הוגנית חד-פעמית, מאחר שהמשיכות מהקרן נקבעות לפי נוסחה ויש מגבלות על גובהן. מוצר זה נחשב פשוט באופן יחסי, שכן אין הוא כולל מרכיב ביטוחי של הגנה מפני סיכון תוחלת חיים, ולכן הוא חושף את הגמלאי לסיכון תוחלת חיים מוגבר. סכום הכסף הנמצא ברשות הפרט עלול להיגמר או לקטון, והמשיכה התקופתית לא תאפשר לו הכנסה מספקת לכל חייו.

יש כמה שיטות לחישוב המשיכה התקופתית, כמפורט בהמשך. בכל אחת מהשיטות החישוב יכול להיעשות פעם אחת, עם הפרישה, או להיעשות מדי תקופה. חישובים על בסיס תקופתי נפוצים יותר.

מדינות מגבילות את גובה המשיכה המזערי והמרבית על-פי הגישה הפטרנליסטית של הגנה מפני סיכון תוחלת חיים וכדי למנוע ניצול של הטבות מיסוי. הגישה הפטרנליסטית גורסת שיש להגביל את גובה המשיכה המרבית כדי להימנע ממצב שבו לגמלאי נשארת יתרה צבורה קטנה לעת זקנה והכנסתו החודשית לא תספיק (מאחר שאין במוצר זה ביטוח). בחלק מהמדינות יש מס ירשה, אך הורשת חיסכון פנסיוני אינה ממוסה ועל כן המדינה מעודדת ניצול אישי של החיסכון הפנסיוני כדי למנוע התחמקות ממס ירשה. חוקים אלו משתנים ביחס לכספים שנצברו ברבדים השונים של המערכת הפנסיונית.

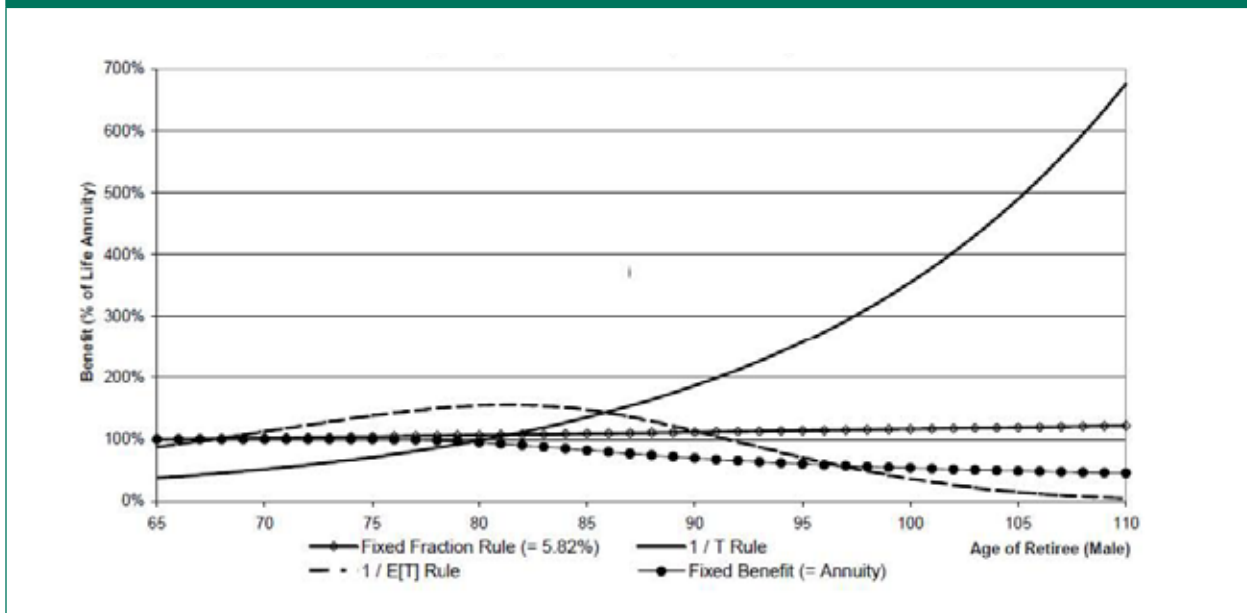
## שיטות לחישוב גובה המשיכה התקופתית

1. **עלות נוכחית של קצבה לכל החיים** – בשיטת חישוב זו סכום המשיכה התקופתי מתקבל מחלוקת הסכום הצבור במקדם המרה. מקדם ההמרה זהה למקדם ההמרה לקצבה לכל החיים (תיאור מפורט של קצבה לכל החיים יובא בהמשך), בהתאם לגיל ולתוחלת החיים של הגמלאי (ללא שארים או ביטוחים נוספים), ולגובה הריביות הצפויות. כלומר, מתקבלת קצבה ראשונה השווה בגודלה לקצבה המתקבלת ממוצר הקצבה לכל החיים.
- חישוב סכום המשיכה יכול להתבצע פעם אחת בלבד, עם הפרישה. במקרה זה, סכום המשיכה התקופתי נשאר קבוע לאורך כל תקופת המשיכה, ויש חשש שהחיסכון ייגמר עוד בחיי החוסך עקב התארכות חייו ותשואות נמוכות על החיסכון.
- השיטה הנפוצה יותר היא חישוב מחדש של סכום המשיכה מדי תקופה (3 חודשים, שנה, 3 שנים וכו'). בתום התקופה שנבחרה, היתרה הצבורה מחולקת מחדש במקדם הרלוונטי. הסכום שאפשר למשוך משתנה על-פי היתרה הצבורה בפועל, גובה הריביות הצפויות, גיל הגמלאי ותוחלת החיים שלו.
- בשיטת חישוב זו יש התייחסות לסיכון תוחלת חיים ולסיכונים השקעה, כך שכספי החיסכון לא צפויים להיגמר גם אם החוסך יגיע לגיל מופלג. עם זאת, סכומי הכסף שיהיה אפשר למשוך עלולים לקטון עם השנים והקצבה בגיל מבוגר עלולה להיות נמוכה, מאחר שהסיכונים במוצר זה נשארים אצל החוסך.
- הפופולריות של שיטה זו עולה עם השנים, בשל הבנת הצורך של הגמלאי בהגנה טובה יותר מפני סיכונים תוחלת חיים. ברפורמה האחרונה באנגליה חל מעבר לשיטת משיכה המחושבת לפי העלות הנוכחית של קצבה לכל החיים (ראו פירוט בנספח 1). בצ'ילה, מתבצע חישוב המשיכה התקופתית מדי שנה בשיטה זו, לפי תוחלת החיים של החוסך ובת זוגו (הקצבה מניחה תשלום לאלמנה לאחר מות החוסך), ובהתאם לשינויים בתנאי השוק. בצ'ילה מוצר המשיכה התקופתית מיועד לאוכלוסייה בעלת הכנסה נמוכה, וכולל מערך הגנה נוסף שמטרתו להגן על החוסכים מפני ירידה ברמת החיים בשלבים מאוחרים של החיים. פירוט על מודל המשיכה התקופתית בצ'ילה מוצג בנספח 1.
2. **תוחלת החיים** – בשיטת חישוב זו סכום המשיכה התקופתית מתקבל מחלוקת היתרה הצבורה במספר החודשים או השנים שבהם צפויה להתבצע המשיכה התקופתית. גם בשיטה זו אפשר לבצע את החישוב פעם אחת, עם הפרישה, או לחשב מחדש מדי תקופה.
- תקופת המשיכה הצפויה לצורך החישוב יכולה להתבסס על תוחלת החיים הממוצעת לפרטים בגילו של החוסך (קוהורטה), על הגיל המרבי בלוחות התמותה (בישראל הוא עומד על 100 ובגרמניה על 110) או על גיל שרירותי אחר. חישוב המשיכה בשיטה זו נעשה לפי כלל ה- $1/T$ , כאשר T מסמן את הגיל המשמש לחישוב פחות גיל הגמלאי. לדוגמה, ניקח את גיל 90 לצורך החישוב כאשר הפרט בן 60. לפי כלל ה- $1/T$ , שיעור המשיכה הוא  $1/(90-60)=1/30$ .
- שיטת תוחלת החיים דומה בגישה לשיטת העלות הנוכחית של קצבה לכל החיים ויש בה ניסיון לבנות הגנה מסוימת מפני סיכון תוחלת חיים, אך היא אינה כוללת תחזיות על תשואות הנכסים ועל הריביות העתידיות. שימוש בתוחלת החיים המרבית (לרוב מעל 100) מספק הגנה טובה מפני סיכון תוחלת חיים, מאחר שבחישוב זה היתרה הצבורה צפויה להספיק עד הגיל המרבי בלוחות התמותה.
- ברוב המדינות, חישוב המשיכה התקופתית מניח גיל הגבוה מתוחלת החיים הממוצעת של הפרט ונמוך מתוחלת

החיים המרבית. בקנדה, תוחלת החיים לצורך חישוב המשיכה עומדת על 90 (ראו פירוט בנספח 1). בתכניות ה-401(k) בארה"ב, סכום המשיכה התקופתית מחושב בשיטת תוחלת החיים, והגיל לצורך החישוב הוא תוחלת החיים הממוצעת של הפרט (נמוכה מ-90). חישוב זה נועד לוודא שהפרט ימשוך את כל הכספים הזכאים להקלות מיסוי ולא ישאיר אותם בקרן להורשה. אוסטרליה משתמשת בתוחלת החיים הממוצעת של הפרט לחישוב גובה המשיכה המינימלי, ובגיל 80 (הנמוך מתוחלת החיים הממוצעת) לחישוב גובה המשיכה המרבי. כמו בארה"ב, הרציונל העומד מאחורי הדרישה לסכום משיכה מינימלי הוא ניסיון למנוע ניצול של מערכת המס למטרות הורשה. מצד שני, סכום המשיכה המרבי מנסה להבטיח שהכספים יספיקו לפחות עד גיל 80.

**3. חישוב "שרירותי" –** בשיטת חישוב זו סכום המשיכה התקופתית מתקבל מחלוקת היתרה הצבורה בשיעור משיכה שרירותי כלשהו. שיעור המשיכה קבוע על פני זמן וההגנה מפני סיכוני תוחלת חיים בשיטה זו חלשה מאוד. שיטה זו נפוצה בארה"ב ברובד השלישי, ועבור מוצרי ה-IRA (פנסיה בניהול אישי). רובם של מוצרים אלו לא נועדו לספק הגנה מפני תוחלת חיים אלא לספק רובד שלישי לחיסכון מעבר לפנסיה התעסוקתית. במחקר תיאורטי שערכו דוס ועמיתיו (Dus et al., 2003) נעשתה השוואה בין שיטות חישוב שונות למשיכה עבור פרטים המתחילים למשוך כספים בגיל 65. ההשוואה התבססה על סימולציה מנתונים על שוק המניות והאג"ח בגרמניה בשנים 1967-2002. איור 3 להלן מציג את ההשפעות של שיטות חישוב המשיכה התקופתית השונות על גובה הקצבה, בהשוואה לקצבה צמודה לכל החיים.

### איור 3: הכנסה חציונית לפי שיטת משיכה בהינתן הישרדות הפרט (השקעה ב-50% מניות ו-50% אג"ח) בהשוואה לקצבה צמודה לכל החיים

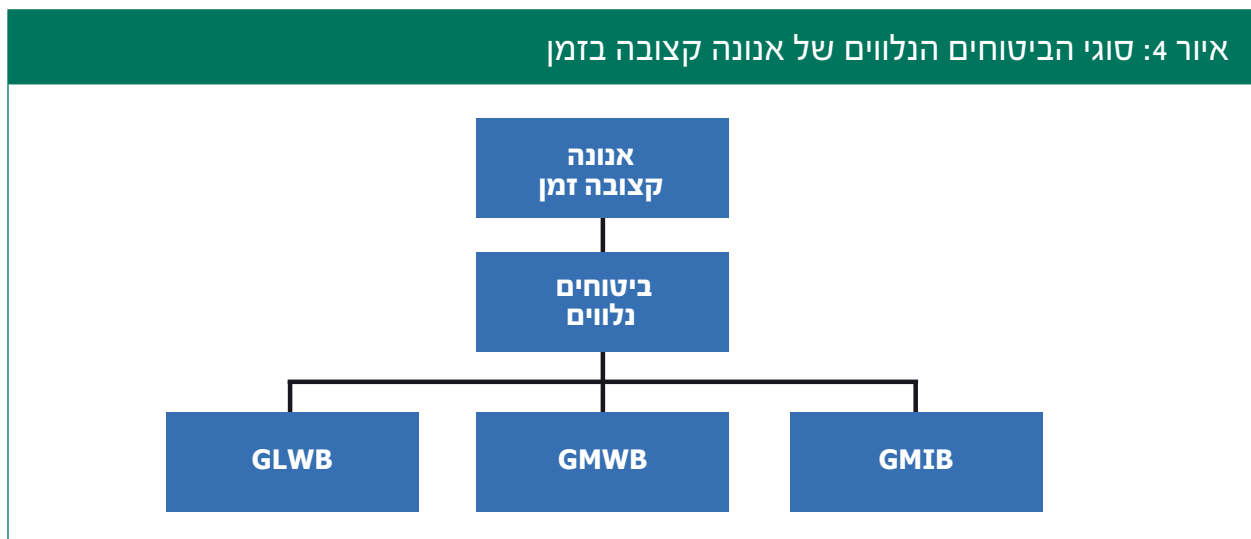


מקור: Dus et al., 2003.

באיור זה:

- 1/T Rule נקבע לפי תוחלת חיים מרבית. אפשר לראות שלפי שיטת חישוב זו הקצבה תנודתית לאורך שנות החיסכון.
  - 1/E[T] Rule נקבע לפי תוחלת החיים הממוצעת. אפשר לראות שאף שההכנסה בשנים הראשונות גבוהה משאר שיטות החישוב, יש סכנה שההכנסה תקטן במידה ניכרת עבור פרט החי מעבר לתוחלת החיים הממוצעת.
  - Fixed Fraction Rule (=5.82%) נקבע כאחוז המשיכה הנותן קצבה ראשונית בגובה קצבה לכל החיים. מרגע שאחוז זה נקבע, הוא לא משתנה לאורך כל שנות הפרישה. אפשר לראות שגובה הקצבה עולה לאורך הזמן, מאחר שהתשואה הממוצעת בסימולציה זו עומדת על 6.66% - שיעור הגבוה מאחוז המשיכה.
  - Fixed Benefit Rule נקבע לפי סכום הקצבה הראשונית לכל החיים. מרגע שסכום זה נקבע הוא לא משתנה לאורך כל שנות הפרישה, בהנחה שיש די כסף בקרן לשלם תזרים זה. אפשר לראות שהחציון של גובה ההכנסה לפי שיטת משיכה זו יורד עם השנים ומתאר את העובדה שייטכנו מקרים שבהם הכסף בקרן נגמר.
- בחלק מהמדינות יש שימוש במספר שיטות לחישוב משיכה בהתאם להגבלות על גובה המשיכה. ראו הרחבה על אנגליה ועל קנדה בנספח 1.
- משיכה תקופתית יכולה לספק הגנה מסוימת מפני סיכון תוחלת חיים, בכך שהיא מחקה קצבה לכל החיים. בכל שיטות המשיכה התקופתית, אדם שחי מעבר לתקופה מסוימת סובל מירידה ניכרת בהכנסה החודשית שלו, וזו עלולה לקטון מאוד ואף להיגמר. העובדה שהכספים ברשות הפרט מאפשרים לו ניהול כספים לפי העדפות הסיכון האישיות שלו, החלפה בין ספקים לאורך תקופת החיסכון (בחלק מהמדינות) ומאפשרת מרכיב של הורשה משמעותי במקרה של פטירה. בנוסף, הפרט יכול לשנות את סכום ההכנסה לאורך השנים וליצור מצב בו מתקבלת הכנסה חלקית בתקופה של פרישה חלקית.

## אנונה קצובה בזמן



מקור: מכון מילקן, 2012.

אנונה קצובה בזמן היא מוצר שבו החוסך מעביר את יתרתו הצבורה לגוף המוסדי, בדרך כלל לחברת ביטוח, ובתמורה הוא זכאי לתשלום חודשי או שנתי קבוע. הזכאות לתשלום התקופתי היא למשך תקופה שנקבעה בהסכם בינו לבין הגוף המוסדי, בדרך כלל בין 5 ל-15 שנים. במוצר זה כספי החיסכון הפנסיוני אינם בשליטת החוסך בתקופת תשלום האנונה. ממועד רכישת האנונה הכספים עוברים לנוסטרו של חברת הביטוח, כך שיש חשיבות לאיתנות הפיננסית של החברה. הכספים במוצר זה מושקעים בעיקר באג"ח ממשלתיות ובאג"ח קונצרניות בעלות דירוג גבוה (השקעות סולידיות). ההבדל בין משיכה תקופתית לבין אנונה קצובה בזמן הוא שבמשיכה תקופתית הקרן נשארת בבעלות הגמלאי ואיננה מועברת לחברת ביטוח, כך שאפשר לקבוע בה את מסלול ההשקעה. במסלול זה ייתכן מצב שבו הגמלאי יחליט החלטות שגויות והכסף ייגמר. כאשר מדובר באנונה קצובה בזמן מחברת ביטוח, הסיכון עובר אל חברת הביטוח ותקופת קבלת הקצבה מובטחת על-ידה. נוסף על כך, בהתאם לשליטת החישוב, משיכה תקופתית יכולה לספק הכנסה לכל החיים ולא רק לתקופה מוגבלת.

אנונה קצובה בזמן אינה מיועדת לספק הכנסה שוטפת בגיל פרישה. לרוב השימוש במוצר זה הוא לתקופת מעבר, לקראת גיל פרישה או בניסיון לנצל תנאי שוק בצורה מיטבית. לדוגמה, אם צפויה עליית ריבית בעתיד, שימוש באנונה קצובה בזמן מאפשר לקבל הכנסה עד למועד עליית הריבית, שבו תירכש קצבה לכל החיים. עם זאת, שילוב של אנונה קצובה בזמן עם מוצרים נוספים (מוצרי משיכה או מוצרי ביטוח) יכול ליצור הכנסה לפרט בגיל הפרישה ולהגן מפני סיכונים.

## ביטוחים נלווים לאנונה

כאמור, אנונה קצובה בזמן נרכשת מחברת ביטוח ואפשר לשלבה עם ביטוחים נלווים. בחלק הבא יובא פירוט של ביטוחים נלווים אפשריים. ביטוחים אלו מסייעים בהגנה מפני סיכונים בגיל הפרישה. בארה"ב, בשונה ממדינות אחרות, מתייחסים לביטוחים אלו כאל מוצרים משלימים שיש לרכוש בנפרד ממוצר המשיכה. מוצר המשיכה הבסיסי ברובד השלישי בארה"ב הוא בדרך-כלל אנונה קצובה בזמן או קצבה משתנה (מוצגת בפרק הבא תחת "קצבה לכל החיים"). מושגי הביטוח האמריקניים נפוצים בעולם ומשמשים להבנת הביטוחים הנלווים.

### GMIB - Guaranteed Minimum Income Benefit

GMIB הוא ביטוח מפני סיכונים השקעה, המבטיח תשואה מינימלית למספר שנים. החוסך יכול למשוך כספים מביצועי הקרן בפועל או מהתשואה המובטחת (בניכוי משיכות קודמות), על-פי הגבוה בין השניים. התשואה המובטחת מוגבלת בשנים, ולרוב יש צורך לחכות כמה שנים לפני מימוש האופציה של התשואה המובטחת (לרוב 10 שנים). ברוב המקרים אפשר להתחיל למשוך אחוז מסוים מהקרן לאחר השנה הראשונה, במגבלות מסוימות. אחוז המשיכה השנתי המרבי במוצרים הכוללים ביטוח GMIB נמוך במידה ניכרת מאחוז המשיכה השנתי המרבי של אנונה קצובה בזמן ללא הביטוח, מאחר שהכספים מושקעים באופן שונה ובגלל החשיפה של חברת הביטוח להבטחת התשואה. עלות ביטוח זה היא שיעור מהצבירה (כ-1% מהצבירה בשנת 2010).

ביטוחי תשואה מינימלית היו נפוצים בעולם עד המשבר של שנת 2008. מאז קטן מספר חברות הביטוח בעולם המציעות ביטוח זה, ושיעור התשואה המובטחת קטן אף הוא. לעומת זאת, הביקוש לביטוח הזה דווקא עלה לאחר המשבר של שנת 2008, ויש קושי גדול במכירתו מאחר שבשנים האחרונות השווקים אינם מאפשרים רווח לחברות הביטוח וסיכון היציבות במוצר זה גדול.

מוצר ביטוח זה כולל מרכיב של שמירה על הקרן, המאפשר מרכיב הורשה נכבד או השקעה נוספת אם מדובר במוצר קצוב בזמן.

### GMWB - Guaranteed Minimum Withdrawal Benefit

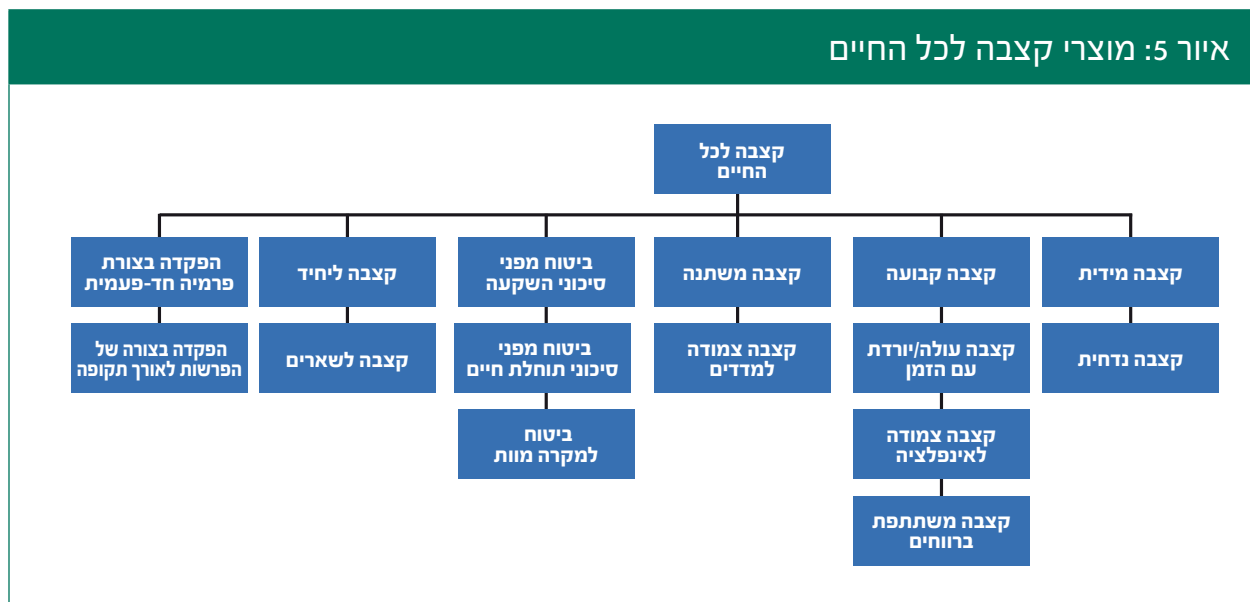
GMWB הוא ביטוח דומה ל-GMIB אלא שבמקום להבטיח שיעור תשואה, יש הבטחה לסכום המשיכה החודשי לתקופה מסוימת. לרוב ביטוח זה כולל גם ביטוח על שמירת ערך הקרן, כך שלאחר סיום התקופה המובטחת מתקבלת הקרן במלואה.

### Lifetime Withdrawal Benefit - GLWB Guaranteed

GLWB הוא ביטוח המבטיח תשלום שנתי/רבעוני/חודשי לכל החיים גם אם הכסף בחיסכון נגמר (בשנת 2010 עמד התשלום השנתי על 5%-7% מהקרן, אך הוא יכול להגיע ל-12%). בקנייה של ביטוח זה האנונה הופכת לקצבה לכל החיים. אפשר לקנות הבטחת קצבה שגובה הקצבה בה עולה עם הזמן. אפשר להוסיף כספים לקרן ולהגדיל את גודל הקצבה המובטחת פעם בשנה. חלק מחברות הביטוח מאפשרות קצבה מובטחת מתוך שיא הצבירה, כך שגובה הקצבה יכול רק לעלות עם הזמן. הקצבה המובטחת יכולה לכלול מרכיב הורשה שבו הקצבה מובטחת עד למות שני בני הזוג. בשונה מ-GMWB, מדובר בביטוח לכל החיים ולא קצוב בזמן. עלות מוצר זה הייתה בשנת 2010 0.25%-2% מהצבירה, תלוי במאפייני המוצר ובגובה הביטוח.

## קצבה לכל החיים

### איור 5: מוצרי קצבה לכל החיים



מקור: מכון מילקן, 2012.

קצבה לכל החיים היא סכום כספי המתקבל בתדירות שנתי/חודשית/רבעונית למשך כל חיי החוסך בתמורה לתשלום פרמיה חד-פעמית או נצברת לאורך תקופה. בדרך-כלל כספי החיסכון יוצאים משליטת החוסך ברכישת מוצר זה, אולם בסוגים מסוימים של קצבה לכל החיים יכול החוסך לקבל החלטות הנוגעות לאופן ניהול הכספים לאורך תקופת קבלת הקצבה.



בכמה מדינות בעולם זו השיטה המותרת היחידה על-פי חוק למשיכת כספי החיסכון הפנסיוני, בהן אוסטרליה, בוליביה, קולומביה, הולנד, פולין, שבדיה ואורוגוואי. כמו כן יש מדינות, כמו ארגנטינה ופרו, המחייבות משיכה של כספים בדרך של קצבה לכל החיים כאשר הפרט פורש פרישה מוקדמת.

מוצר זה כולל במהותו הגנה מפני סיכון תוחלת חיים. כפי שצוין לעיל, חברות ביטוח וקרנות פנסיה מגדרות מפני סיכון תוחלת החיים באמצעות פיזור על פני מספר רב של עמיתים, אך הן עושות זאת בדרכים שונות: קרנות פנסיה משתמשות במנגנון הביטוח ההדדי, וחברות הביטוח גובות פרמיית ביטוח לאורך חיי המוצר כדי לצבור עודפים. ההבדלים בין הספקים יוצרים גם הבדלים במוצר עצמו. המנגנון של חברת ביטוח בנוי כך שתמורת תשלום אפשר להעביר חלק מן הסיכונים או את כולם אל חברת הביטוח, ואילו קרן הפנסיה מוגבלת בביטוחים שהיא יכולה לספק באמצעות מנגנון הביטוח ההדדי.

### בחירה שלילית

קצבה של קרן פנסיה בנויה בצורה של מנגנון ביטוח הדדי. ביטוח הדדי יוצר מצב של סבסוד צולב מובנה בין בעלי תוחלת חיים גבוהה לבין בעלי תוחלת חיים נמוכה, וסבסוד צולב זה הוא הבסיס לביטוח שמספקות קרנות הפנסיה לסיכון תוחלת חיים לא שיטתי.

ישנם מקרים שבהם לקרן הפנסיה יש אפשרות להפריד בין בעלי תוחלת החיים הגבוהה לבעלי תוחלת החיים הנמוכה ולהקטין את הסבסוד הצולב (הדבר מגדיל את עלות הביטוח עבור האוכלוסייה הכללית). אפשרות אחת היא דרך חיתום והצעת מקדמים שונים לפלחי אוכלוסייה שונים, בדומה לאנגליה. אפשרות שנייה היא במקרים שבהם הפרטים מעידים על תוחלת החיים שלהם באמצעות פעולותיהם. מצב זה נקרא בחירה שלילית (אנטי-סלקציה).

מחקר שנעשה בנושא עלות קצבאות לכל החיים (Friedman and Warshawsky, 1988) מראה שייתכן שהמחיר של קצבה לכל החיים בשוק הפרטי גבוה. אחת הסיבות לכך היא "בחירה שלילית" ו"סיכון מוסרי": כאשר פרט בוחר מיוזמתו לקנות קצבה לכל החיים, הדבר יכול להעיד שעל-פי המידע שבידו (מצב בריאותו) הוא צופה לחיות יותר מן הממוצע. אם מספר רב של פרטים הצופים לחיות מעל לממוצע קונים קצבה לכל החיים, מחיר הקצבה לכל החיים יעלה. המחיר הגבוה גורם לכך שלבעלי תוחלת חיים ממוצעת משתלם פחות להשקיע במוצר זה, והם אינם קונים קצבאות לכל החיים. תופעה זו מעלה את מחיר המוצר. עם זאת, במחקר של Spivak ו-Palmon (Palmon and Spivak, 2002) מוצג מודל המראה שבחירה שלילית זו גוררת ירידה של אחוז אחד בלבד בתועלת המתקבלת מקנייה של קצבה לכל החיים. כלומר, הקרנות מודעות לבחירה השלילית ומשקללות אותה בגובה המקדם, וכך קנייה של קצבה לכל החיים עדיין משתלמת לרוב האוכלוסייה.

בחירה שלילית יכולה להיווצר גם כאשר בוחרים במרכיב הורשה מוגדל. כאשר ניתנת האופציה לבחור במרכיב הורשה מוגדל, נוצר מצב שבו פרטים בעלי תוחלת חיים נמוכה בממוצע יקנו מרכיב זה, ותוחלת החיים הממוצעת של הפרטים שלא בחרו באפשרות זו תהיה גבוהה בממוצע. אפשר להשתמש במידע זה כדי לעשות תיקונים אקטואריים בין האוכלוסיות השונות בקרן.

דוגמה נוספת, ברורה פחות, היא במצב שבו מאגמים יחד (pool) פרטים בעלי מסלולי השקעה שונים. פרטים המושקעים במסלולי השקעה סולידיים הם לרוב בעלי תוחלת חיים נמוכה מפרטים המושקעים במסלולים בעלי פרופיל סיכון גבוה, שלהם תוחלת חיים גבוהה בממוצע. ההסבר לכך הוא שפרטים המשקיעים במסלולי השקעה בעלי פרופיל סיכון גבוה צופים

שיש להם תוחלת חיים גבוהה ועל כן יש להם צורך בתשואות גבוהות יותר (למרות הסיכון) שיספקו להם הכנסה למספר רב של שנים.

### מקדם המרה לקצבה

דרך נפוצה לחישוב קצבה בקרן פנסיה או בחברת ביטוח היא בעזרת שימוש במקדם. גובה המקדם תלוי בגיל הפרט, בריביות הצפויות, בהנחות אקטואריות על תוחלת החיים, בסוג הקצבה המתקבלת ובגורמים נוספים כגון: מרכיב הורשה, אינפלציה צפויה וביטוחים נוספים. לאחר בחירה במקדם המתאים על-פי המאפיינים האמורים, מחושבת הקצבה באמצעות חלוקת היתרה הצבורה של החוסך במקדם המתאים.

בישראל, בדומה למדינות נוספות (צ'ילה, אנגליה, סינגפור ועוד), יש הבדל בין קצבה של גבר לקצבה של אישה. לנשים תוחלת חיים גבוהה יותר משל הגברים, ולכן המקדם שלהן גבוה יותר ומספק קצבה נמוכה יותר. בחלק ממדינות אירופה נאסרה אפליה בין גברים לנשים בגובה המקדם. באנגליה מספר המקדמים השונים הוא הגבוה ביותר, ולגורמים האמורים מתווספים חישובים לפי מעמד סוציו-אקונומי ואזור מגורים. באנגליה יש גם מקדם מוקטן עבור פרטים בעלי תוחלת חיים נמוכה (כמו מעשנים או חולים). לאדם היכול להוכיח שיש לו מחלה הגורמת לירידה בתוחלת החיים שלו ניתנת האפשרות לקבל מקדם מוקטן המספק הכנסה גבוהה יותר.

### מרכיב הורשה

המקדם הבסיסי הוא עבור פרט ללא מרכיב הורשה. בקצבה לזוג (Joint Life), שבה לאחר פטירת בעל הקצבה תשולם קצבה לבן הזוג, המקדם יהיה גבוה יותר מהמקדם הבסיסי וסכום הקצבה של החוסך יהיה נמוך יותר. ארגון ה-OECD (Organization for Economic Co-operation and Development) ממליץ על קצבה זוגית, מאחר שהיא כוללת מרכיב ביטוחי עבור השארים המתקבל בצורה של הכנסה חודשית גם לאחר פטירת החוסך. נוסף על כך, הבנק העולמי ממליץ שגובה הקצבה לבן הזוג לא תהיה נמוכה מ-50% ולא גבוהה מ-60% מגובה הקצבה המקורית.

קצבה יכולה לכלול מרכיב הורשה מוגדל, על-פי ביטוח נוסף שאפשר לקנות או כאופציה מובנית בתוך המוצר. בישראל ובמדינות אחרות יש אפשרות של "הבטחת הכנסה" לתקופה מוגבלת. אפשרות זו כוללת קבלת קצבה מלאה לתקופה המוגבלת גם במקרה של פטירת החוסך לפני סוף התקופה המוגבלת. בישראל התקופה המוגבלת נעה בין 60 ל-360 חודשים מיום הפרישה, בהתאם למוצר ולבחירת החוסך.

בחינת ההחלטות שמקבלים פרטים בנוגע לשילוב של מרכיב הורשה בקצבה מראה שפרטים העומדים לפני בחירה בקצבה לכל החיים יעדיפו להקטין את הקצבה שהם מקבלים תמורת מרכיב הורשה. בסינגפור מסלול המשיכה המועדף (מבין 4 מסלולים) הוא קצבה לכל החיים הכוללת "הבטחת הכנסה לתקופה מוגבלת" המאפשרת הורשה, וכך המצב גם בצ'ילה, שבה יש העדפה ברורה לקצבה לכל החיים הכוללת מרכיב של "הבטחת הכנסה לתקופה מוגבלת", כמפורט בנספח 2.

### קצבה מיידית מול קצבה נדחית

קצבה מיידית היא קצבה המתחילה להתקבל מיד לאחר רכישתה עם ההגעה לגיל פרישה. חישוב גובה הקצבה נעשה עם ההגעה לגיל פרישה. קצבה נדחית היא קצבה הנרכשת כמה שנים לפני תחילת קבלתה. חישוב גובה הקצבה נעשה במועד הרכישה. קצבה נדחית מאפשרת הוזלה של המוצר מאחר שהיא מקטינה את הסיכון המוסרי, שכן לפרט יש מידע מצומצם

בלבד על מצב בריאותו העתידי במועד תחילת קבלת הקצבה. בסינגפור למשל, בחירת המוצר נעשית בגיל 55 והקצבה מתקבלת החל בגיל 65 (כדי להוזיל את עלותו).

בקצבה נדחית יש אפשרות לקיומו של פיצוי במקרה של פטירת החוסך לפני תחילת קבלת הקצבה. ללא פיצוי זה, הקצבה הנדחית נחשבת ביטוח טהור מפני סיכון תוחלת חיים (Longevity Annuity). הורדה של מרכיב הפיצוי מוזילה את עלות הקצבה הנדחית.

### מוצרי קצבה לכל החיים

1. **קצבה קבועה** – במוצר זה סכום הקצבה נותר קבוע במונחים נומינליים לאורך תקופת קבלת הקצבה. קצבה זו מגנה מפני סיכון השקעה ומפני סיכון תוחלת חיים, אך אינה שומרת על רמת החיים של הגמלאים.
2. **קצבה עולה/יורדת** – במוצר זה סכום הקצבה מחושב כך שהוא יעלה/ירד עם הזמן. קצבה זו נפוצה יותר בחברות ביטוח, וצורה נפוצה שלה היא גידול בשיעור קבוע של סכום הקצבה או שינוי חד-פעמי בגובה הקצבה במועד מסוים. קצבה זו יכולה לאפשר פרישה חלקית ותכנון מסלול חיים דינמי. בקצבה זו יש הגנה מפני סיכון אינפלציה (באופן חלקי) ומפני סיכון תוחלת חיים.
3. **קצבה צמודה** – במוצר זה סכום הקצבה קבוע במונחים ריאליים, וכוח הקנייה של הקצבה נשמר. בקצבה זו מתקבל סכום נומינלי נמוך יותר בשנים הראשונות, תמורת קבלה של קצבה נומינלית גבוהה בשנים מאוחרות. קצבה זו נפוצה באנגליה, והיא הצורה היחידה לקבלת קצבה לכל החיים בצ'ילה, בקולומביה, ברפובליקה הדומיניקאנית, במקסיקו, באורוגוואי ובישראל. בסינגפור נשקלה האפשרות להכניס קצבה צמודה למערכת החדשה של משיכת הכספים לגיל הפרישה LIFE CPF, אך לבסוף הוחלט שהדבר מניב קצבה נמוכה מדי. כמו כן נטען שלרוב הפרטים בסינגפור יש הגנה מפני אינפלציה באמצעות שימוש בכלי חיסכון אחרים שהמרכזי בהם הוא נדל"ן ואחזקת דירה. בקצבה צמודה יש הגנה מפני סיכון אינפלציה ומפני סיכון תוחלת חיים.
4. **קצבה משתתפת ברווחים** – במוצר זה סכום הקצבה מתבסס על הנחת תשואה צפויה נמוכה. במקרה שהתשואות בפועל גבוהות מהתשואה שהונחה לצורך חישוב הקצבה, התשואה העודפת מחולקת לגמלאי על-ידי הגדלת הקצבה. באותו אופן, אם התשואות בפועל נמוכות מהתשואה שהונחה לצורך חישוב הקצבה, תקטן קצבת הגמלאי. מוצר זה נפוץ בבלגיה, למשל, מאחר שהרגולציה בה לא אפשרה (עד שנת 2008) להניח תשואה גבוהה מ-3.75%. במוצרי קצבה (שיעור תשואה נמוך מהצפוי באותה עת), ולפיכך קצבה משתתפת ברווחים מאפשרת ליהנות בעתיד מתשואות הגבוהות מהנחת התשואה.

### ביטוחים נלווים לקצבה

יש מוצרי ביטוח הנפוצים בעולם שאפשר לרכוש מחברת ביטוח במקביל לרכישת קצבה. מוצרים אלו נותנים הגנה מפני סיכונים שמוצר הקצבה אינו מגן מפניהם. חוזה הביטוח של מוצרים אלו יכול להיות סטנדרטי או ספציפי (tailor made). להלן תיאור של ביטוחים אלו:

1. **ביטוח מפני סיכון השקעה** – בדומה לאנונה קצובה בזמן, גם לקצבה יש מוצרי ביטוח נלווים המבטיחים תשואה מינימלית וקבלת בונסים אם התשואה בפועל גבוהה מהתשואה המינימלית. ביקוש גבוה והיצע נמוך אופייניים למוצרים אלו, בדומה לביטוחים הנלווים לאנונה קצובה בזמן. ביטוח מפני סיכון השקעה נלווה לרוב לקצבה

משתנה, שבה יש סיכון גבוה יותר. בגרמניה, בבלגיה ובדנמרק אפשר להבטיח תשואה (נמוכה) בקצבה נדחית. התשואה מובטחת הן לתקופת הצבירה והן לתקופת המשיכה. מוצר זה שונה מקצבה משתתפת ברווחים בכך שבקצבה משתתפת ברווחים אין הבטחת תשואה מינימלית.

**2. ביטוח מפני סיכון תוחלת חיים** – חברות הביטוח יכולות לספק הגנה נוספת מפני סיכון תוחלת חיים. הגנה זו לרוב מסופקת באמצעות קיבוע תוחלת החיים הצפויה בחישוב הקצבה. הגנה זו רלוונטית יותר לקצבאות נדחות, שבהן קונים את ההגנה כמה שנים לפני הפרישה ויש צורך גדול יותר להגן עליהן מפני עלייה עתידית בתוחלת החיים (סיכון שיטתי). הסיכון הלא שיטתי מוגן באמצעות הקצבה. הגנה זו מסופקת באמצעות תשלום של פרמיות ביטוח היוצרות "כרית הגנה" עבור חברות הביטוח לניהול סיכון זה.

**3. ביטוח למקרה מוות** – נוסף על אופציות הניתנות גם בקרנות פנסיה ("קצבה מובטחת לתקופה מוגבלת" וקצבת שארים), חברות הביטוח מאפשרות להוסיף מרכיב של ביטוח חיים הוני, כך שבמקרה של מות הגמלאי, היורשים יקבלו סכום הוני (ריסק מוות).

קצבה לכל החיים היא שם כולל למספר רב של מוצרים המתקבלים מחברות פנסיה וחברות ביטוח. היתרון המרכזי של מוצר זה – על שלל צורותיו – הוא בדגש שיש על הגנה מפני סיכון תוחלת חיים.

## מוצרים אחרים

### משכנתה הפוכה

משכנתה הפוכה היא מוצר הנותן הכנסה לגיל הפרישה ואינו מבוסס על השקעה בשוק ההון. במשכנתה הפוכה, נכס נדל"ן כלשהו (דירת מגורים למשל) נמכר למוסד פיננסי תמורת תשלומים חודשיים/שנתיים, ועם פטירת הגמלאי הנכס עובר לרשות המוסד הפיננסי. מוצר זה מאפשר הכנסה חודשית ללא צורך לעזוב את דירת המגורים, ומרכיב ההורשה מוחלף בהכנסה חודשית קבועה. מוצר זה דורש רגולציה ואכיפה הדוקה על הגופים המספקים אותו. משכנתה הפוכה נמכר במגמת עלייה במדינות אוסטרליה וארה"ב. בישראל יש משכנתאות הפוכות בצורה מוגבלת.

### קצבה (אנונה) משתנה

קצבה (אנונה) משתנה (Variable Annuity), למרות שמה, היא מוצר המתייחס לשלב הצבירה ולשיטת ההשקעה, ואינה מוצר משיכה. ולמרות זאת, חשוב להבין מוצר זה בגלל הפופולריות הגוברת שלו ולנוכח התגברות השיח העולמי בעניין. מקור המושג Variable Annuity בארה"ב, שבה המונח אנונה מתייחס לחיסכון לגיל פרישה ולא לצורת קבלת הכספים, ורוב הכספים המושקעים במוצרי Annuity נמשכים בצורה של סכום הוני חד-פעמי. בקצבה משתנה לפרט יש שליטה על ניהול הכספים, ובהגיעו לשלב המשיכה האפשרויות שלפניו מגוונות. בעולם יש מסלולי השקעה רבים, מגוונים ובעלי פרופיל סיכון שונה עבור קצבה משתנה. מסלולי ההשקעה יכולים להיות בניהול אקטיבי או בניהול פסיבי. במוצר זה היתרה הצבורה משתנה על-פי ביצועי התיק. עלות קצבה משתנה ומשיכה תקופתית גבוהה מזו של קצבה לכל החיים, בניגוד להיגיון הכלכלי. על-פי ההיגיון הכלכלי, עלות משיכה תקופתית אמורה להיות נמוכה מעלות קצבה לכל החיים, מאחר שהיא אינה כוללת הגנה מפני סיכון השקעה

או סיכון תוחלת חיים. ייתכן שהדבר נובע מעלויות ניהול כספים גבוהות במוצרים שבהם ניהול הכספים הוא בשליטת הפרט. עלות קצבה משתנה בניהול פסיבי נמוכה מזו שבניהול אקטיבי, בהתאם להיגיון הכלכלי.

## סיכום - פרק מוצרים

המוצרים השונים מספקים הגנות מפני סיכונים שונים ועונים על צרכים שונים. אין מוצר אחד העונה על כל הצרכים ומגן מפני כל הסיכונים. לכל מוצר יתרונות וחסרונות. משיכה של סכום הוני-חד פעמי מאפשרת נזילות וניהול ברמה גבוהה, אך מספקת הגנה נמוכה מפני סיכון תוחלת חיים. קצבה לכל החיים מאפשרת הגנה גבוהה מפני סיכון תוחלת חיים, אך רמת נזילות וניהול ברמה נמוכה. משיכה תקופתית היא מוצר ביניים בהקשר זה. חשוב לציין שלמרות ההבחנות הכלליות יש גם מוצרי כלאיים. בכל מקרה, הסתמכות על מוצרים ללא הגנה משמעותית מפני סיכון תוחלת חיים היא בעייתית. אם יש הגנה משמעותית מפני סיכון תוחלת חיים, באמצעות קצבה לכל החיים, אין מניעה לאפשר גם משיכה הונית חד-פעמית או משיכה תקופתית, בתור מוצרים משלימים. יחד עם זאת, למוצרים ללא הגנה מפני סיכון תוחלת חיים יש יתרון עבור פרטים בעלי תוחלת חיים נמוכה. כאשר בוחנים מערכת למשיכה של כספים פנסיוניים, יש להתאים את המערכת לסיכון תוחלת חיים ולאפשר מוצרים משלימים. כמו כן, רצוי שהמערכת תהיה פשוטה ומובנת לאזרחים.

## מודלים לשלב המשיכה של חיסכון פנסיוני בעולם

מודל מיטבי לשלב המשיכה של חיסכון פנסיוני צריך לאפשר איזון בין צרכים וסיכונים שונים. הצורך המרכזי הוא הכנסה בגיל הפרישה, והסיכון המרכזי הוא סיכון תוחלת החיים.

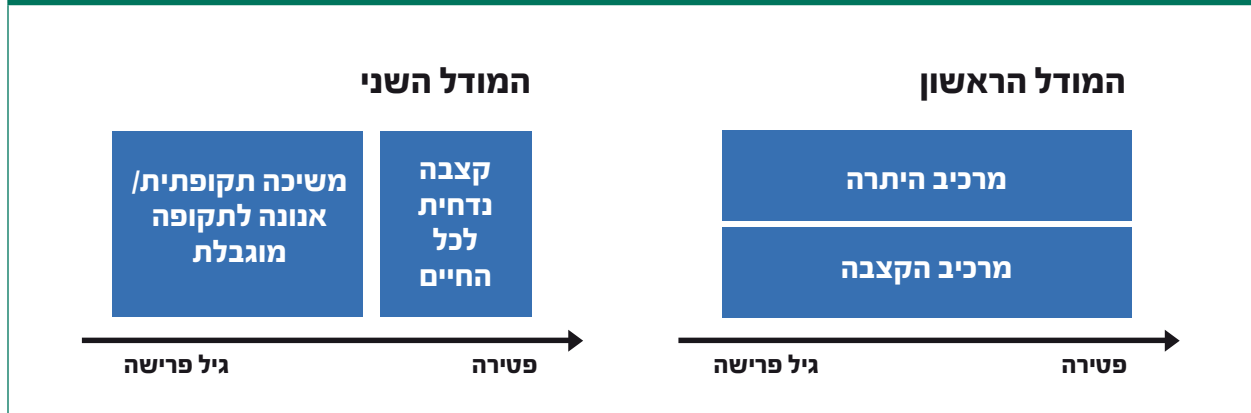
בשנים האחרונות, הרגולטורים בעולם עוברים לגישה פטרנליסטית רחבה יותר בנוגע לתכניות ה-DC בשוק הפנסיוני. התהליכים המרכזיים הם החלה של חוקי פנסיית חובה על אוכלוסיות נרחבות, צמצום אפשרות המשיכה ההונית, ובנייה של מסלולי בררת מחדל לאורך כל שלבי החיסכון הפנסיוני. צ'ילה היא דוגמה בולטת לגישה הפטרנליסטית הרחבה: בצ'ילה החילו פנסיית חובה הכוללת מסלולי בררת מחדל משלב השקעה (בחירת מסלולי השקעה) ועד שלב המשיכה (עידוד קצבה לכל החיים). מדינות העולם לוקחות אחריות על המערכת הפנסיונית ומנסות להתאים אותה למאפייני המדינה, לצורכי האזרחים ולסיכונים השונים.

שלב המשיכה תלוי בצורה הדוקה בשלב הצבירה. שלב הצבירה מגדיר את סכום החיסכון הפנסיוני שהפרט מגיע עמו לגיל הפרישה, וניהול הכספים בשלב הצבירה יכול להשפיע על שלב המשיכה. יש מוצרי חיסכון לגיל הפרישה שבהם שלב הצבירה ושלב המשיכה מופרדים כמעט לחלוטין: עם הפרישה, סכום הכסף הנצבר מועבר לפרט לשם רכישת מוצרי משיכה שונים. לעומת זאת, ישנן מדינות כמו שוויץ, שבהן אי-אפשר לעבור מגוף מוסדי אחד לאחר בין שלב הצבירה לשלב המשיכה, מאחר שהחיסכון הפנסיוני בשוויץ כולל בתוכו סבסוד צולב בין שלב הצבירה לשלב המשיכה. באותן מדינות שבהן בחירה של גוף מוסדי בשלב הצבירה קובעת את תצורת המוצר של שלב המשיכה, קטנים מספר הגופים ואפשרויות המשיכה.

החלה של פנסיית חובה יכולה להשפיע על סוג המוצרים המוצעים בשלב המשיכה. במדינות שבהן החיסכון הוא אופציונאלי, מספר ההגבלות מצומצם ויש יותר חופש פעולה לפרטים. במדינות שבהן יש מנגנון של פנסיית חובה יש בדרך כלל הגבלות על הדרך שבה אפשר למשוך כספים אלו.

בעיני ה-OECD, הבנק העולמי והאקדמיה יש שני מודלים לשלב המשיכה של החיסכון הפנסיוני הנחשבים מיטביים. המודלים אינם מתייחסים לשלב הצבירה, ומניחים שלפרטים יתרה צבורה נתונה בגיל הפרישה. המוצרים המוזכרים תחת מודלים אלו פורטו בפרק "מוצרים בעולם".

## איור 6: הצגה גרפית של המודל הראשון והמודל השני



מקור: מכון מילקן, 2012.

## המודל הראשון

המודל הראשון כולל קבלת קצבה בסכום מינימלי ומאפשר גמישות גבוהה יותר עבור הכספים שמעל לקצבה המינימלית. מודל זה מפריד את החיסכון לשני מרכיבים: מרכיב הקצבה ומרכיב היתרה. אדם שהגיע לגיל פרישה מחויב לקנות קצבה לכל החיים עד לגובה מינימלי הנקבע על-ידי הרגולציה. אם יש לו חיסכון כספי הגבוה מהסכום הנדרש לקניית קצבה לכל החיים בגובה המינימלי, יש לאפשר לו אפשרויות נוספות למשיכת הכספים. משיכת היתרה יכולה לכלול מרכיב של הכנסה חודשית ומנגנון אשר מעודד משיכה ממוצר בעל הגנה מפני סיכון תוחלת חיים. להלן פירוט המודל על שני מרכיביו: מרכיב הקצבה המינימלית ומרכיב היתרה.

### 1. מרכיב הקצבה – סכום הקצבה המינימלי צריך להיקבע על-פי התנאים השוררים בכל מדינה (כולל מרכיב הרובד

הראשון), רמת החיים בגיל הפרישה והצורך בהגנה מפני סיכון תוחלת חיים. כפי שהוזכר בפרק הסוקר את המוצרים, מומלץ להשתמש בקצבה צמודה לכל החיים אשר כוללת הכנסה חודשית לשארים במקרה של פטירת הגמלאי (Joint Life). לא מומלץ לחייב מרכיב של "הבטחת הכנסה לתקופה מוגבלת" כחלק מובנה מהמוצר, אך רצוי שתהיה אופציה לרכישה של מרכיב זה בשוק.

### 2. מרכיב היתרה – עבור כספים אלו יש לבחון כל מוצר בנפרד, ואת מידת התאמתו למודל:

**משיכה הונית חד-פעמית:** לא מומלץ לעודד משיכה הונית חד-פעמית עבור מרכיב היתרה, אך יש מקום לאפשר אותה בתנאים מגבילים. התנאים המגבילים יכולים לכלול הגבלת אחוז המשיכה או מנגנון מיסוי שיעודד את הפרטים לבחור באפשרויות משיכה עם הכנסה חודשית והגנה מפני סיכון תוחלת חיים.

**משיכה תקופתית:** מומלץ להשתמש במוצר של משיכה תקופתית בשיטת חישוב המתייחסת לסיכון תוחלת החיים עבור מרכיב היתרה. מוצר זה מאפשר הגנה נוספת (חלשה יותר מאשר בקצבה) מפני סיכון תוחלת חיים. משיכה תקופתית יכולה לתת מענה גם למרכיב ההורשה ולפרישה חלקית. נוסף על כך היא נותנת מסגרת לגובה המשיכות, ועל כן מספקת הגנה מפני אי-רציונאליות של הפרטים.

**אנונה קצובה בזמן:** מומלץ להשתמש במוצר זה עבור מרכיב היתרה במקרה שבו הקרן מוחזרת בסוף תקופת ההשקעה ומיועדת לקניית מוצרי משיכה נוספים, או במקרה שבו נרכשה קצבה נדחית לכל החיים מראש (כחלק ממרכיב היתרה). אנונה קצובה בזמן מיועדת לספק הכנסה עד קבלת הקרן מחדש או עד תחילת קבלת התשלומים מקצבה נדחית. השקעה במוצרים אלו ללא תכנית המשך היא בעייתית, מאחר שהכסף עלול להיגמר והפרט עלול למצוא את עצמו במצב שבו הכנסתו העתידית יורדת במידה ניכרת בתום התקופה.

**קצבה לכל החיים:** לא מומלץ לחייב קצבה לכל החיים גם עבור מרכיב היתרה, אך אין סיבה לבטל אופציה זו. אפשר, ואף כדאי, להפוך את ההשקעה של מרכיב היתרה בקצבה לכל החיים למסלול בררת המחדל, ובמקרה זה כל החיסכון מתקבל בצורה של קצבה לכל החיים.

**קצבה נדחית לכל החיים:** מומלץ לאפשר לחוסכים לקנות קצבה לכל החיים הנדחית לתקופה מאוחרת יותר. מוצר זה מאפשר הגנה נוספת מפני סיכון תוחלת חיים ויכול להירכש יחד עם משיכה תקופתית או אנונה קצובה בזמן. מומלץ שגם לקצבה זו יהיה מרכיב של הצמדה למדד.

## המודל השני

המודל השני כולל משיכה תקופתית או אנונה קצובה בזמן יחד עם קצבה נדחית לכל החיים.

המודל השני מפריד את החיסכון לשני מוצרים הנרכשים בעת הפרישה אך פרוסים לאורך תקופת הפרישה. המרכיב הראשון כולל השקעה במוצר של משיכה תקופתית או במוצר של אנונה קצובה בזמן. המרכיב השני (הקטן יותר) מושקע בקצבה נדחית לכל החיים המתחילה לספק הכנסה בתקופה שבה צפויים להיגמר הכספים מהמשיכה התקופתית או מהאנונה. מודל זה מספק הכנסה קבועה לאורך גיל הפרישה של הפרט. המודל בנוי כך שההגנה מפני סיכון תוחלת חיים מסופקת מהקצבה הנדחית. מאחר שהקצבה הנדחית נקנית עם ההגעה לגיל הפרישה ולא בשלב קבלת הקצבה, הסיכון המוסרי נמוך, ולכן מחיר הקצבה נמוך והקצבה של הגמלאי גבוהה יותר. נוסף על כך, אפשר להזיל את עלות הקצבה הנדחית אם קונים קצבה נדחית ללא מרכיב פיצוי (Annuity Longevity).

המודל השני מספק מרכיב הורשה גדול יותר מן המודל הראשון. במקרה של פטירת החוסך לפני תחילת קבלת הקצבה הנדחית, אפשר להוריש את היתרה שנשארה בקרן שממנה התבצעה המשיכה התקופתית. בגלל מרכיב ההורשה, הקצבה המתקבלת מהמודל השני נמוכה מזו המתקבלת מקנייה של קצבה לכל החיים בלבד (ואפילו מקצבה הכוללת מרכיב שארים חלקי).

במקרה שבו המודל הראשון כולל מנגנון של "הבטחת הכנסה לתקופה מוגבלת", התוצאה תהיה זהה לפרישה לפי המודל השני, שכן "הבטחת הכנסה לתקופה מוגבלת" דומה למוצר אנונה קצובה בזמן שלאחריה מתקבלת קצבה נדחית לכל החיים.

לוח 1: השוואה בין שני המודלים		
המודל הראשון	המודל השני	
<b>סיכון שיעור תחלופה</b>	ההכנסה החודשית המתקבלת מקצבה לכל החיים גבוהה יותר בממוצע מההכנסה המתקבלת במודל השני, ועל כן מספקת שיעור תחלופה גבוה יותר. במודל הראשון ההכנסה קבועה ריאלית ולא צפויה להשתנות בצורה חדה לאורך השנים. עבור הכספים שמעל לקצבה המינימלית הסיכון עולה	ההכנסה המתקבלת לאורך השנים צפויה להישאר קבועה, אך במודל זה יש סיכון גבוה יותר מהמודל הראשון לתנודתיות בגובה ההכנסה עקב סיכון שוק
<b>סיכון תוחלת חיים</b>	במרכיב הקצבה יש הגנה גבוהה מפני סיכון תוחלת חיים	על כל החיסכון יש הגנה גבוהה מפני סיכון תוחלת חיים
<b>מרכיב הורשה - הכנסה חודשית</b>	מרכיב הורשה בצורת הכנסה חודשית הוא בררת המחדל עבור מרכיב הקצבה	אין מרכיב הורשה בצורת הכנסה חודשית כבררת מחדל
<b>מרכיב הורשה - סכום חד-פעמי</b>	אין מרכיב הורשה בצורת סכום חד-פעמי כבררת מחדל במרכיב הקצבה	מרכיב הורשה בצורת סכום חד-פעמי כלול בכל מרכיבי החיסכון. במקרה שבו יש מרכיב פיצוי בקצבה הנדחית, מרכיב ההורשה ההוני אפשרי רק עבור גמלאי הנפטר לפני תחילת קבלת הקצבה החודשית
<b>נזילות</b>	יש נזילות רק במרכיב היתרה	יש נזילות גבוהה במרכיב המשיכה התקופתית, וזאת משום שכספי המשיכה נמצאים בשליטת הפרט
<b>ניהול כספים</b>	ניהול הכספים במרכיב הקצבה תלוי במספר מסלולי ההשקעה שהגופים המוסדיים מאפשרים. עבור מרכיב היתרה מתאפשר ניהול אקטיבי של הכספים בידי הגמלאי	ניהול אקטיבי של הכספים בידי הגמלאי מתאפשר עבור מרכיב המשיכה התקופתית



## לוח 1: השוואה בין שני המודלים (המשך)

המודל הראשון	המודל השני
<b>סיכון תאריכי פדיון</b>	הקצבה נקנית בצורה נדחית ולכן סיכון תאריכי פדיון נופל בעיקרו על החברות המספקות את המוצר, ולא על הגמלאי
<b>המלצות ארגונים</b>	הבנק העולמי ממליץ על מרכיב של קצבה מינימלית לכל החיים (Roberto Rocha, Dimitri) (Vittas et al. 2011)
	ארגון ה-OECD ממליץ על שילוב של משיכה תקופתית יחד עם קצבה נדחית לכל החיים (OECD, 2008)

מקור: מכון מילקן, 2012.

יש לשים לב שהמלצות הארגונים בנוגע למודל המיטבי לשלב משיכת כספי החיסכון הפנסיוני תלויות גם בהיצע מוצרי ההשקעה בשוק. מחסור בהיצע אג"ח ארוכות וצמודות מעלה את עלות הקצבה הריאלית לכל החיים. בשונה מהמצב בישראל, ברוב מדינות העולם אין היצע אג"ח ארוכות טווח אשר צמודות למדד. יש להניח שמחסור זה משפיע על ההמלצה למודל השני, מאחר שאין הוא דורש קניית קצבה לכל החיים.

שני המודלים המוצגים בפרק זה יכולים להיות מיושמים בנפרד, להשתלב יחד או לפנות לאוכלוסיות שונות. שילוב של שני המודלים יכול להיעשות על-ידי אפשרות בחירה בין פרישה לפי המודל הראשון לפרישה לפי המודל השני, או על-ידי פרישה לפי המודל הראשון והשקעת מרכיב היתרה במודל השני. בנספח 3 מוצגים שילובים שונים של המודלים על-פי יישומם במדינות נבחרות.

## תיאור המצב בישראל

בפרק זה תוצג סקירה של שלב המשיכה בחיסכון הפנסיוני בישראל לנוכח הצרכים, הסיכונים והמוצרים שהוצגו בפרקים הקודמים.

ככלל, הרגולציה בישראל פועלת על-פי הגישה הפטרנליסטית, הכוללת פנסיית חובה לשכירים ודרישה לקצבה חודשית מינימלית לפי המודל הראשון. גובה הקצבה המינימלית לשנת 2011 עומד על 4,272 שקלים<sup>7</sup> (מרכיב הקצבה במודל הראשון). רק לאחר הבטחת קבלה של הכנסה חודשית בגובה הקצבה המינימלית, מתאפשרת גמישות מלאה לחוסכים על הסכומים העודפים (מרכיב היתרה במודל הראשון).

### משיכה של סכום הוני חד-פעמי

בעבר היה אפשר למשוך סכום הוני חד-פעמי גם מקרנות פנסיה וגם מחברות ביטוח, על-פי המסלול הנרכש, ללא הגבלות הנובעות ממערכת המיסוי. גם בקופות גמל היה אפשר לחסוך כספים שהיו ניתנים למשיכה כסכום הוני חד-פעמי. קופות

<sup>7</sup> נכון לשנת 2011, הסכום צמוד למדד ולכן משתנה על פני זמן.

הגמל שימשו מנגנון לחיסכון לטווח בינוני וארוך הכולל תמריצי מס. תיקון מס' 3 הגביל את האפשרות למשיכה הונית חד-פעמית וקבע תמריצי מס רק לחיסכון ארוך טווח קצבתי. כיום אפשר למשוך כספי חיסכון פנסיוני בסכום הוני חד-פעמי בשלוש דרכים: הראשונה היא עבור סכום הנצבר מעבר לסכום שאמור לספק קצבה מינימלית (מרכיב היתרה). הדרך השנייה היא למשוך סכום הוני חד-פעמי על-ידי היוון של עד 25% משיעור הפנסיה החודשית למשך 5 שנים. היוון זה מקטין את הקצבה החודשית לתקופה זו. בתום תקופת ההיוון תשולם לגמלאי מלוא הפנסיה שהיה זכאי לה לולא ביצע את ההיוון. דרך ההיוון אינה מותנית בגובה החיסכון הנצבר. הדרך השלישית היא כאשר יש לפרט סכומי חיסכון קטנים (יתרה הנמוכה מ- 88,773 ש"ח). עבור סכומי חיסכון קטנים מתאפשר למשוך את מלוא הסכום בצורה הונית, ואף יש תמריץ כספי לעשות כך, שכן על משיכה של קצבה בסכומים קטנים יש דמי ניהול גבוהים במיוחד. נוסף על כך, משיכה הונית חד-פעמית אפשרית בשלבים מאוחרים למועד הפרישה רק בנוגע לכספים שלא הפכו לקצבה, וזאת אם יש קצבה בגובה מינימלי (משיכה חלקית של מרכיב היתרה לאורך גיל הפרישה).

### קצבה לכל החיים

משיכה של החיסכון הפנסיוני אפשרית כיום רק בצורה של קצבה לכל החיים מחברת ביטוח או מקרן פנסיה. "בחירה שלילית" ו"סיכון מוסרי" אינם מהותיים בשוק הקצבאות ברובד השני של החיסכון הפנסיוני בישראל, שכן כל החוסכים מחויבים בקבלת קצבה. החלתו של חוק פנסיית חובה החלישה עוד יותר את תופעת הבחירה השלילית בחיסכון הפנסיוני בישראל, מאחר שכיום כל עובד שכיר מחויב על-פי החוק להפריש לפנסיה. לכן מחיר קצבאות ברובד השני צריך להיות זול יחסית בישראל.

### מקדם קצבה

בקרנות הפנסיה החדשות ובחברות הביטוח, חישוב הקצבה לגיל פרישה נעשה באמצעות שימוש במקדמים. המקדם תלוי בגיל הפרט, במינו ובמרכיב ההורשה המגולם בקצבה. אלו ההבדלים היחידים האפשריים בישראל: אין אפשרות של הבחנות נוספות לפי מצב בריאותי או כל חיתום אחר.

### מרכיב הורשה

קרנות הפנסיה בישראל מבטיחות קצבה לשארים לאחר פטירת הגמלאי (אם יש יורש לפי הגדרת קרן הפנסיה). גובה הקצבה נע בין 30% ל-100% מקצבת הגמלאי. כלומר, יש ביטוח הדדי גם למרכיב ההורשה המתקבל בצורה של הכנסה חודשית. בקרן פנסיה בישראל אפשר להגדיר בתור יורש רק את בן הזוג, ידוע בציבור, הורה נתמך, ילד מתחת לגיל 21 או ילד מוגבל.

רוב ביטוחי המנהלים החדשים כוללים "הבטחת הכנסה לשארים לתקופה מוגבלת" של לפחות 240 תשלומים מיום הפרישה (בין 60 ל-360 תשלומים). אפשרות זו מקטינה את גובה הקצבה, אך מספקת ביטחון בקבלת קצבה מלאה לשארים לתקופה המוגבלת. גם בקרנות הפנסיה אופציה זו אפשרית, אך הגמלאי צריך לבחור בה עם הגיעו לגיל הפרישה, ואילו בביטוחי המנהלים אופציה זו מגולמת בתכנית עצמה. כמו כן, אפשר לקנות ביטוח חיים (ריסק מוות) הכולל פיצוי מחברת ביטוח, כך שעם פטירתו של הגמלאי יורשיו מקבלים סכום הוני חד-פעמי. כלומר, יש אפשרות לקנות מרכיב הורשה שיכול להתקבל בצורה של סכום הוני חד-פעמי. חברות הביטוח בישראל מאפשרות להגדיר יורשים בצורה רחבה, למשל מוסד ללא מטרת רווח, ואינם מוגבלים להגדרות של קרנות הפנסיה.

### קצבה מיידית וקצבה נדחית

קרנות הפנסיה מאפשרות פרישה באמצעות קצבה מיידית. עם ההגעה לגיל פרישה, היתרה הצבורה הופכת לקצבה לכל החיים באמצעות מקדם המרה לקצבה. חברות ביטוח מאפשרות פרישה בעיקר באמצעות קצבה נדחית. אף שהאפשרות של קצבה מיידית מחברת ביטוח אפשרית, היא לא נפוצה.

הקצבה הנדחית בישראל נרכשת במועד רחוק מאוד מגיל הפרישה. הצורה הנפוצה של קצבה נדחית בעולם היא למספר שנים מצומצם (5-20 שנה) ומטרתה הקטנת הסיכון המוסרי והוזלת המוצר. הביטוח בישראל נקנה עם ההצטרפות לחברה בגיל העבודה וניתן עד לפטירת הגמלאי, כך שתקופת ההבטחה נפרסת על עשרות שנים.

בחודש יולי 2012 הודיע המפקח על הביטוח שמינואר 2013 לא יהיה אפשר עוד למכור תכניות ביטוח עם מקדם המרה מובטח ללקוחות מתחת לגיל 55. כלומר, יהיה אפשר לקנות קצבה נדחית מגיל 55, כמקובל בעולם.

### סיכון תוחלת חיים

קרנות הפנסיה מגנות מפני סיכון תוחלת חיים לא שיטתי באמצעות מנגנון של ביטוח הדדי, אך אין הן מספקות הגנה מפני סיכון שיטתי.

חברות הביטוח מאפשרות הגנה מפני סיכון תוחלת חיים שיטתי ולא שיטתי. חברות הביטוח בישראל מציעות מנגנון של "מקדם מובטח" בקצבה הנדחית. המקדם המובטח נקבע עם חתימת החוזה על-פי גיל המבוטח בשלב ההצטרפות. תוחלת החיים שהייתה צפויה בשלב חתימת החוזה קבועה ומשתקפת בגובה המקדם. כלומר, לפרט יש ודאות מלאה בנוגע לקצבתו הראשונה, בהינתן גובה היתרה הצבורה. ב"מקדם מובטח" אין הגנה מפני סיכונים השקעה, לא בשלב הצבירה ולא בשלב המשיכה. כלומר, לאחר הפרישה הקצבה יכולה להשתנות על-פי תנאי השוק והתשואות המתקבלות בפועל. המקדמים הנמכרים כיום מחברות הביטוח כוללים הנחה של תוחלת חיים גבוהה מהצפוי, וזאת כדי להקטין את החשיפה של חברות הביטוח.

### קצבאות צמודות

הקצבאות המתקבלות מקרנות הפנסיה ומחברות הביטוח בישראל צמודות למדד המחירים לצרכן. אין אפשרות לפרישה עם קצבה קבועה (לא צמודה). בחלק מהקרנות הוותיקות הקצבאות היו צמודות לשכר הממוצע במשק, שעלייתו לאורך השנים הייתה גבוהה מעליית מדד המחירים לצרכן.

בכל הנוגע להיצע המוצרים אשר מספקים יכולת לגדר מפני סיכונים אינפלציה, ישראל היא מהמדינות המתקדמות בעולם בהנפקה של אג"ח צמודות. על-פי נתוני ה-OECD Stat, אג"ח ממשלתיות צמודות סחירות בישראל הן כ-21% מאג"ח הממשלתיות, לעומת 3.5% בארה"ב ו-5% בגרמניה. נוסף על כך יש בישראל מספר רב של חברות המנפיקות אג"ח צמודות. עם זאת, בהשוואה לעולם ישראל נמצאת במחסור בהנפקה של אג"ח צמודות לטווח ארוך.

## סיכון השקעה

נכסי החיסכון הפנסיוני בישראל מושקעים ברובם בשוק ההון. כפי שהוזכר לעיל, מעורבות הממשלה בשוק ההון קטנה עם השנים, וכיום רק קרנות הפנסיה זכאיות לאג"ח מיועדות בשיעור של 30% מנכסיהן. החיסכון הפנסיוני בישראל אינו מוגן אפוא מפני סיכון השקעה, והחוסכים חשופים לתנודתיות בקצבה עקב תשואת הקרן ושינויים בשיעור הריבית הצפויה. חיסכון פנסיוני מסוג DC חשוף יותר לסיכון השקעה (ולסיכון תוחלת חיים) מחיסכון פנסיוני מסוג DB (חלק מקרנות הפנסיה הוותיקות). יש לציין גם שבקרנות מסוג DB יש חשיפה לסיכון השקעה וחשש מגירעון שעלול להביא לידי הקטנת הקצבה. בשנת 2014 צפוי להתחיל לפעול בישראל המודל הצ'יליאני. מטרת המודל היא התמודדות עם סיכונים השקעה באמצעות בנייה של מסלולי השקעה בעלי רמת סיכון היורדת לקראת גיל הפרישה. לקראת גיל הפרישה ולאחריו הכספים מושקעים במוצרים סולידיים המקטינים את החשיפה של כספי החיסכון. מסלולים אלו הם מסלולי בררת מחדל, והחוסכים יכולים לבחור לעבור למסלול בעל רמת סיכון שונה. מודל זה מותאם לגישה הדוגלת בהשקעה לפי מסלולי החיים (Life-Cycle). בשולי הדברים יצוין כי ההיסטוריה בישראל מלמדת שכאשר נשקפה סכנה לחיסכון הפנסיוני, הממשלה התערבה. כך היה בשנת 2003 בהסדר קרנות הפנסיה הוותיקות, בשנת 2008 במתן רשת ביטחון לחיסכון הפנסיוני (בדיעבד לא היה שימוש ברשת הביטחון), ובשנת 2012 במתן כרית ביטחון לקרנות הפנסיה שאינן בהסדר.

## שינויים בגובה הקצבה

קצבה לכל החיים בישראל ממשיכה להתעדכן לפי התשואות בשוק גם לאחר הפרישה, ולכן הסיכון של הבדלים בתאריכי פדיון בישראל קטן. לאחר הפרישה, הכספים עוברים לניהול הגוף המוסדי, וזה מעביר את הכספים למסלול השקעה סולידי. כלומר, למרות המעבר למסלול סולידי, הכספים עדיין מושקעים בשוק ההון. מצב זה שונה ממדינות שבהן נקנית קצבה קבועה לכל החיים מחברת ביטוח, וההשפעה של הפיכת החיסכון לקצבה לכל החיים דרמטית יותר ולא ניתנת לתיקון. בישראל הקצבה נקבעת ביום הפרישה, ויכולה להתעדכן מדי תקופה עקב שינויים בשוק ההון. הדבר דומה למנגנון של קצבה משתתפת ברווחים, אך לעומת קצבה משתתפת ברווחים, שבה התשואה הצפויה לצורך חישוב הקצבה נמוכה מהתשואה הצפויה, בישראל התשואה הצפויה לצורך חישוב הקצבה היא 4% (נקבעה לפי הנחת תשואה בפועל לטווח ארוך).

## קצבה משתתפת ברווחים

בישראל היו קצבאות משתתפות ברווחים במוצרי ביטוח חיים ישנים, בעיקר בשנים 1992-2001. כיום (משנת 2007) מוצרי ביטוח החיים החדשים משתמשים במונח "משתתפת ברווחים", אך הכוונה במוצרים אלו היא שהשתתפות ברווחים היא בדמי הניהול. הקצבה במוצרים אלו מחושבת לפי שיעור תשואה המותאמת לתנאי השוק, ואין היא צפויה לספק תשואה עודפת. כלומר, לא מדובר במוצר המספק בנסיגה את הקצבה עם הזמן, אלא במוצר שדמי הניהול בו הם אחוז מהרווחים הריאליים, ולכן נאמר שחברת הביטוח "משתתפת ברווחים" עם הגמלאי.

## קצבה משתנה לאורך הזמן

בישראל אפשר לרכוש קצבה בתהליך מדורג, בצורה שתאפשר פרישה חלקית לאחר גיל הפרישה. בפרישה חלקית אפשר להפוך חלק מהכספים לקצבה, ולשמור את היתרה למועד מאוחר יותר, שבו יש צורך בקצבה גבוהה יותר.

**מוצרים פנסיוניים נוספים**

קצבאות לכל החיים, כפי שפורטו בחלק זה, הן מוצרי המשיכה היחידים האפשריים ברובד השני של מערכת החיסכון הפנסיוני בישראל. ברובד השני אין אפשרות למשיכה תקופתית או לקניית אנונה קצובה בזמן. משכנתה הפוכה נמכרת בצורה מוגבלת, ומיועדת לחיסכון ברובד השלישי בלבד.

**ניתוח היעדים של מערכת החיסכון הפנסיוני בישראל**

לנוכח הצרכים הבסיסיים והסיכונים שנסקרו בפרקים הקודמים יש לנתח את יעדי מערכת החיסכון הפנסיוני תוך שימת דגש על הצורך בהכנסה בגיל הזקנה ועל הזכות לקיום בכבוד, על-פי חוק היסוד. מטרות המדיניות צריכות להיבחן לאור המלצות ארגון העבודה הבינלאומי ולאור גישות הפטרנליזם הנהוגות בעולם.

על-פי ארגון העבודה הבינלאומי, מערכת החיסכון הפנסיוני צריכה לעמוד בשישה יעדים:

1. שמירה על רמת החיים שהייתה לפרטים טרם הפרישה
2. כיסוי לכל האוכלוסייה
3. הגנה מפני עוני לגמלאים
4. הגנה מפני סיכון תוחלת חיים, הבטחת מרכיב הורשה (הגנה על התא המשפחתי) והגנה מפני אובדן כושר עבודה בשלב הצבירה
5. עדכון הקצבה לפי שינוי ברמת החיים במדינה
6. הרחבת החיסכון הפנסיוני ברובד השלישי

המדינה צריכה להתמקד במוצרים שנותנים מענה לצרכים הבסיסיים ביותר: מוצרים המספקים הגנה טובה מפני סיכונים תוחלת חיים והגנה מפני הטיות קוגניטיביות ואי-רציונאליות.

הצורך בהורשה אף הוא מרכיב חשוב במטרת המדיניות. המדינה צריכה לשים דגש על הורשה בדרך של קצבה לכל החיים, אשר מספקת את ההגנה הסוציאלית הטובה ביותר ודואגת להכנסה לאחר גיל פרישה לבן הזוג. צורת הורשה של סכום הוני חד-פעמי, לעומת זאת, צריכה להיות מוגבלת. המדינה לא צריכה לעודד התנהגויות שיש בהן סיכון לפרט ולשאריו. הצורך בסכום הוני חד-פעמי קיים לעתים, אך קבלה של סכום חד-פעמי גדול גוררת התנהגות לא רציונאלית מצד הפרטים, ויכולה לגרום לירידה משמעותית בתועלת של הפרט.

ההגנה מפני סיכונים השקעה חשובה, אך כיום אין הסכמה בנוגע לדרך הפעולה המיטבית. הביטוחים מפני סיכונים השקעה יקרים, ומכילים בעיות מידע רבות עבור ציבור החוסכים. על כן, המדיניות צריכה לנהוג משנה זהירות במוצרים אלו. כל מוצר חדש המוצע לאוכלוסייה צריך לעבור בדיקה פרטנית, ואין המלצה גורפת בעניין.

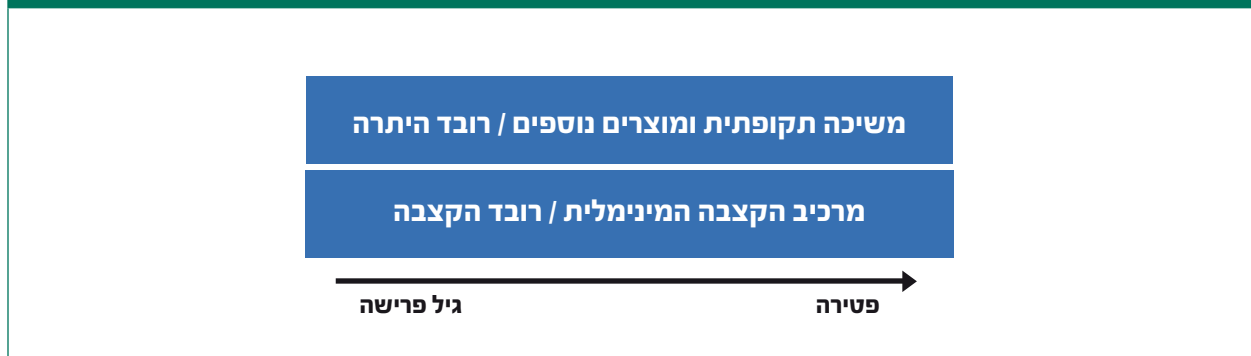
## המלצות

שלב המשיכה של החיסכון הפנסיוני בישראל פועל כיום לפי המודל הראשון. הקצבה המינימלית עומדת על 4,272 ש"ח (בשנת 2011, צמוד למדד), ואת מרכיב היתרה אפשר למשוך בצורה של משיכה הונית חד-פעמית או לקנות (בחלקו או כולו) קצבה נוספת לכל החיים. אפשרות אחרת היא להשאיר את הכספים בגוף מוסדי ולקבל החלטה במועד מאוחר יותר, שכן בישראל אין גיל פרישה מרבי. משיכה הונית חד-פעמית וקצבה לכל החיים הם שני מוצרי המשיכה היחידים, אך יש להם וריאציות המאפשרות מסלולי פרישה נוספים.

עם זאת, בין המודל הישראלי לבין המודל הראשון יש הבדל הנוגע לאפשרות משיכת הכספים מעבר לרמה של קצבה מינימלית לכל החיים. ההמלצה המקובלת בעולם בנוגע למרכיב היתרה במודל הראשון היא למשוך אותו בדרך של הכנסה חודשית ובמוצרים המספקים הגנה מפני סיכון תוחלת חיים. בישראל, לעומת זאת, אין תמריץ להימנע ממשיכת מרכיב היתרה במשיכה הונית חד-פעמית.

הבדל נוסף נובע מכך שבישראל אפשר לרכוש במוצרי הקצבה "הבטחת הכנסה לתקופה מוגבלת". כפי שהוזכר לעיל, מוצר קצבה כזה זהה לשילוב של אנונה קצובה בזמן עם קצבה נדחית, ולכן מרכיב הקצבה בישראל יכול להופיע גם במודל השני.

### איור 7: המלצה לארכיטקטורת שלב המשיכה בישראל



מקור: מכון מילקן, 2012.

המלצתנו היא להשאיר את מערכת המשיכה של החיסכון הפנסיוני לפי המודל הראשון. כלומר, חובת קצבה מינימלית לכל החיים ורובד יתרה אשר יאפשר גמישות רבה יותר. הסבר על הסיבות לבחירת המודל הראשון יובא בהמשך הפרק.

#### רובד היתרה

יש לעודד משיכה של מרכיב היתרה בצורה של הכנסה חודשית ולא בצורה של משיכת סכום הוני חד-פעמי. יש מקום לשקול את גובה הקצבה המינימלית הנדרשת אם יתווספו מוצרי משיכה למרכיב היתרה. יחד עם זאת, הורדה של גובה הקצבה המינימלית מורידה את רמת ההגנה על הפרטים, ואם עדיין מתאפשרת משיכה הונית חד-פעמית, יש סיכון רב במהלך שכזה.

**קצבה לכל החיים**

יש לאפשר משיכה של כל החיסכון הפנסיוני כקצבה לכל החיים. כלומר, יהיה אפשר למשוך קצבה לכל החיים גם ממרכיב היתרה.

**סכום הוני חד-פעמי**

משיכה של סכום הוני חד-פעמי טומנת בחובה חסרונות, ויש לשקול הגבלה של אפשרות זו. ההגבלות צריכות להיות מוטלות באמצעות "רגולציה רכה", דרך בנייה של מסלולי בררת מחדל או דרך מערכת המס שתיצור העדפה למוצרים המספקים הכנסה חודשית והגנה מפני סיכון תוחלת חיים. דיון בנושא המיסוי אפשר למצוא בפרק "נקודות נוספות לדיון" תחת הכותרת "סכום הוני חד-פעמי".

בישראל יש אפשרות להוון עד 25% מהקצבה החודשית למשך 5 שנים בצורה של סכום הוני חד-פעמי. משיכה זו מאפשרת לפרט לשמור על ביטוח שארים מלא לאורך תקופה זו. אפשרות משיכה מוגבלת זו מספקת נזילות לפרטים הזקוקים לכך. המלצתנו היא להשאיר גמישות זו.

**משיכה תקופתית/ אנונה קצובה בזמן**

ההמלצה המתבקשת לישראל היא להוסיף למרכיב היתרה מוצר משיכה תקופתית או אנונה קצובה בזמן, שיספק הכנסה חודשית יחד עם הגנה מסוימת מפני סיכון תוחלת חיים. כאשר הבחירה היא בין קצבה לכל החיים ובין משיכה של סכום הוני חד-פעמי, יש חשש שרוב הפרטים יבחרו באופציה של משיכה של סכום הוני חד-פעמי. כפי שהוסבר בפרקים הקודמים, לאנשים יש נטייה להעדיף משיכה של סכום הוני חד-פעמי למרות ההגנה המועטה שהיא מספקת. נוסף על כך, הקצבה לכל החיים היא מוצר הנוטל מהפרט את השליטה: הוא כולל מגבלות על קביעת מסלול ההשקעה, אין הוא מאפשר הורשה בצורת סכום הוני חד-פעמי ללא קנייה של ביטוח נוסף, ואין הוא מאפשר שליטה בגובה הקצבה המתקבלת. במקרה של מצב חירום רפואי, מוצר זה אינו כולל "תנאי מסכנות" המאפשרים משיכה של הכספים לאחר הפרישה.

ההמלצה לארכיטקטורה עבור מרכיב היתרה של מוצר המשיכה התקופתית היא להגביל את סכום המשיכה החודשי על-פי חישוב "עלות נוכחית של קצבה לכל החיים". החישוב צריך להיעשות מדי תקופה, כדי להגן בצורה יסודית מפני סיכון תוחלת חיים ולמנוע מצב שבו בגיל מבוגר תרד ההכנסה בצורה דרסטית.

תוספת למוצר זה שראוי לשקול היא האפשרות לצבור את המשיכות לאורך התקופה. אם בחודש מסוים לא משך הגמלאי את מלוא הסכום שהיה רשאי למשוך לפי חישוב העלות הנוכחית של קצבה לכל החיים, הוא יוכל לצבור כספים אלו ולמשוך אותם במועד מאוחר יותר. הגמלאי יחליט מדי תקופה מהו סכום המשיכה החודשית, בכפוף להגבלה על הסכום המרבי למשיכה. סכומי משיכה שמתחת לסכום זה ייצברו למועד מאוחר יותר ויימשכו לפי שיקול דעתו של החוסך. הצבירה תאפשר לגמלאים לנהל את ההכנסה החודשית שלהם בהתאם לצרכיהם השונים (כולל פרישה חלקית). נוסף על כך, הצבירה יכולה לאפשר משיכה של סכום הוני חד-פעמי נכבד אם הפרט משך לאורך תקופה ארוכה סכום נמוך מזה המתאפשר לו. היתרון של משיכה בצורה זו הוא שיש הגבלה על המשיכה החודשית, השומרת על הפרט מפני עצמו ומספקת הגנה מפני סיכון תוחלת חיים, ומצד שני היא מאפשרת לפרט ניהול אקטיבי ואפשרות להורשה.

הכספים של מרכיב היתרה המושקעים במוצר שונה מקצבה לכל החיים מספקים פיזור להשקעה ויכולים להיות מושקעים במסלולי השקעה אגרסיביים. אחת הביקורות על מודל ההשקעה הצ'יליאני היא שכיום תוחלת החיים גבוהה וכספי

החיסכון הפנסיוני אמורים לספק הכנסה לשנים רבות מאוד (ייתכן שיותר מ-30 שנה), ולכן בחירה במסלול השקעה סולידי יכולה לפגוע בצבירה של החיסכון ולצמצם את ההכנסה המתקבלת לעת זקנה. יש לציין כי כבר היום, בתכנון המודל הצ'יליאני העתידי שיתקיים בישראל ("המודל החכם"), יתאפשר להשקיע את כספי הקצבה לכל החיים שמעל לגובה הקצבה המינימלית במסלולים אגרסיביים יותר.

### קצבה נדחית לכל החיים

מוצר נוסף שאפשר להוסיף לסל המוצרים הוא קצבה נדחית לכל החיים. מוצר זה יכול לספק הגנה נוספת מפני סיכון תוחלת חיים. קצבה נדחית לכל החיים יכולה להיות מוצר משלים למשיכה תקופתית או לאנונה קצובה בזמן במרכיב היתרה. במצב זה מרכיב היתרה בנוי בצורה של המודל השני. כבר היום, חברות הביטוח בישראל מתחילות למכור מוצר זה.

### פשטות מול מידע

מערכת חיסכון פנסיונית חייבת לשמור על פשטות. ככל שיתווספו מסלולי פרישה נוספים, כך יעלה הצורך בהעברת מידע פשוט ומובן לחוסכים.

## האם ישראל צריכה לאמץ מסלולי פרישה במתכונת המודל השני?

במסגרת הבחינה של מערך החיסכון הפנסיוני נבחנו המוצרים השונים, בדגש על שני מודלים המומלצים על-ידי מדינות וארגונים בין-לאומיים. בישראל מיושם המודל הראשון ובפרק הקודם יש המלצות על תוספות שכדאי לשקול להוסיף למודל זה בישראל. בפרק זה יפורטו נימוקים לאי-התאמתו של המודל השני (לכלל החיסכון הפנסיוני ולא רק למרכיב היתרה) לתנאים בישראל.

להלן כמה גורמים המטילים ספק בהתאמתו של המודל השני לישראל. גורמים אלו יש לבחון בתשומת לב לפני המלצה על שינויים בשלב המשיכה של החיסכון הפנסיוני בישראל.

**1. היצע מוצרי השקעה – ארגון ה-OECD ממליץ על המודל השני בתור מודל משיכה מיטבי. הסיבות להמלצה זו הן שבמרבית המדינות בעולם לא קיימים התנאים הדרושים כדי לספק שוק קצבאות נרחב. כדי לקיים שוק קצבאות לכל החיים יש צורך בהיצע רחב של השקעות ארוכות טווח וצמודות למדד. כלומר, שוק ההון צריך לספק כמות גדולה של אג"ח ארוכות טווח וצמודות למדד. במדינות שבהן היצע מוגבל של השקעות ארוכות טווח וצמודות, עלותם של מוצרי קצבה גבוהה וכדאיותם קטנה. בישראל, בשונה מרוב מדינות העולם, יש שוק נרחב של אג"ח צמודות למדד ויש היצע של אג"ח ארוכות וצמודות למדד בצורה של אג"ח מיועדות. על-פי הדוח השנתי של בנק ישראל לשנת 2011, 47% מהחוב הסחיר של ממשלת ישראל צמוד למדד, ונוסף על כך, 22% מהחוב של ממשלת ישראל אינו סחיר ובעיקרו מורכב מאג"ח מיועדות הניתנות לקרנות הפנסיה. אג"ח מיועדות צמודות אף הן למדד. שיעור זה של חוב ממשלתי צמוד הוא ייחודי לישראל. כמו כן יש בישראל שוק נרחב של אג"ח קונצרני צמוד. בתנאים השוררים בישראל אפשר אפוא לקיים שוק קצבאות נרחב וזול, ולכן ההמלצה של ארגון ה-OECD בנוגע למודל השני אינה כה רלוונטית לישראל.**

**2. תמחור קצבאות – במחקר בנושא תמחור קצבאות (James and Song, 2001) נמצא ששווין הכלכלי של הקצבאות בישראל גבוה. חישוב השווי של הקצבאות נעשה באמצעות מדד ה-MWR (Money Worth Ratio), שהוא חלוקה של ה-EPDV (Expected Present Discounted Value) – השווי נוכחי של התזרימים העתידיים של**



הקצבה, בעלות החד-פעמית של הקצבה (היתרה הצבורה). נמצא שבישראל ה-MWR מגיע ל-109%. שיעור שמעל 100% מעיד שהלקוח מרוויח מקניית המוצר, והשווי הכלכלי של המוצר גבוה מעלותו. ברוב המדינות, ה-MWR הוא מעל 95% עבור האוכלוסייה הקונה קצבה לכל החיים, וערכו נמוך יותר עבור האוכלוסייה הכללית (ההנחה היא שיש בחירה שלילית, ושתוחלת החיים של האוכלוסייה נמוכה מזו של מי שקונים קצבה לכל החיים). גם עבור האוכלוסייה הכללית ה-MWR הוא מעל 90% ברוב המקרים. יש לציין שתוצאות מחקר זה עבור ישראל מוגבלות, מאחר שמאז שנת 2000 עבר שוק החיסכון הפנסיוני שינויים דרמטיים, אך האינדיקציות מהשוק העולמי מראות על יתרון כלכלי למוצרי קצבה לכל החיים אם יש היצע מספק של מוצרי השקעה.

**3. סיכון במוצרי המשיכה הנוספים** – מוצר המשיכה התקופתית מכיל בתוכו סיכון, אי-הבנה של הפרטים ומידע אסימטרי. ה-FSA (Financial Service Authority) האנגלי מדגיש את הסיכונים במערכת של משיכה תקופתית מול הסיכונים שבקצבה לכל החיים. בדוח משנת 2007 נכתב כי אף שמשיכה תקופתית יכולה להיות יעילה עבור חלק מהגמלאים, מוצר זה מסוכן יותר ממוצר הקצבה לכל החיים. סיכון זה נובע ממורכבות המוצר, מהצורך בניהול אקטיבי ומהסיכון שהחיסכון יישחק ולא יספק הכנסה מספקת לאורך חיי הגמלאי. משום כך, כאשר באים לבחון את ההתאמה של מוצרים אלו לגמלאים, נקבעו דרישות להעלאת רמת ההדרכה, להבהרה של הסיכונים במוצר זה ולהמשך הדרכה גם לאחר המכירה. מעניין לשים לב שאף שהאנגלים מאפשרים פרישה באמצעות משיכה תקופתית בלבד (ולא מחייבים קנייה של קצבה לכל החיים), אין הם רואים בהכנסה ממשיכה תקופתית "הכנסה בטוחה". באנגליה דרוש רף של 20,000 ליש"ט בשנה של "הכנסה בטוחה" כדי שתתאפשר משיכה של סכום הוני חד-פעמי, כמפורט בנספח 1.

**4. סיכון אי-רציונאליות** – ההחלטות שעל החוסכים לקבל בנוגע לחיסכון הפנסיוני האישי שלהם הן רבות ומורכבות. כבר כיום אנשים מתקשים להחליט לגבי העדפותיהם השונות, ותוספת של בחירה יכולה לבלבל ואף לשתק אותם (Schwartz, 2004). בחירה בין שני מודלים למשיכה של כספי החיסכון יכולה להקשות על הפרטים. אף ששני המודלים אמורים לספק הכנסה חודשית לכל החיים והגנה מפני סיכונים תוחלת חיים, המודל השני מכיל עלויות נוספות עבור מרכיב הורשה נכבד. מבחינה תאורטית, בתנאים אלו על אנשים לבחור בקצבה לכל החיים, מאחר שהיא אמורה לספק להם את ההכנסה החודשית הגבוהה ביותר, לצד הגנה נוספת עבור שאריתם. הבעייתיות בכך היא שבקצבה לכל החיים הפרטים מעבירים את היתרה הצבורה אל הספק, ותמורתה מקבלים הכנסה חודשית. כלומר, פרטים עוברים ממצב שבו הם "מיליונרים" למצב שבו הם מקבלים הכנסה חודשית של כמה אלפי שקלים בלבד. פרטים החוסכים תחת המודל השני, הכולל משיכה תקופתית, נהנים מהעובדה שהכספים נשארים תחת ניהולם והם יכולים להישאר "מיליונרים" (Money Illusion). ההבדל כאן בין שני המודלים קטן, אך יש הבדל במסגור (Framing) של שני המודלים. הפרטים סובלים מסיכונים אסימטריים במידע ואי-רציונאליות, ומשום שיהיה להם קשה להבין בצורה מלאה את ההבדלים בין שני המודלים השונים, הם יעדיפו את המודל השני. המסגור עלול אפוא להוות בעיה חמורה כאשר מדובר בקבלת החלטות קשות עבור הפרטים, ובעיקר בשוק החיסכון הפנסיוני.

**5. מעורבות מתווכים** – בשוק התיווך הפנסיוני בעולם יש ניהודי אינטרסים, וייתכן שסיכון מערכת החיסכון הפנסיוני יגרום לעליית מחירים ויחריף את הבעיה. הוספה של בחירה בין שני מודלים תגביר את הצורך ביעוץ ובהכוונה מקצועיים גם עבור שלב המשיכה. כפי שפורט בסעיפים הקודמים, במודל השני יש צורך מוגבר ביעוץ

ובהכוונה לאורך כל חיי המוצר. הוספה של גורמים מתווכים מעלה כמובן את מחיר המוצר. יש לשקול את התועלת שבהוספה של מוצרים אל מול הירידה בתועלת שתגרום בגלל עליית המחירים. נוסף על כך יש חשש בעולם מיצירת עיוות בתמריצי התיווך, עיוות שעלול לייצר העדפה למוצרים מורכבים ויקרים. העובדה שעלות מוצרי המשיכה התקופתית בעולם גבוהה ממחירי הקצבה לכל החיים מצביעה על בעייתיות בתמריצי הגופים המוסדיים והמתווכים הפנסיוניים. כל עוד אין מערך ייעוץ אובייקטיבי ויעיל, יש סיכון משמעותי בהוספת מוצרים שפחות מתאימים לרוב האוכלוסייה.

**6. המודל השני קיים בישראל** – במודל הישראלי קיימת אחת האופציות של המודל השני בצורה של קצבה לכל החיים הכוללת "הבטחת הכנסה לתקופה מוגבלת". כמו כן, אופציה זו היא ברירת המחדל במוצרי ביטוח המנהלים. שוק החיסכון הישראלי מפותח מאוד בהשוואה לעולם, וכבר היום מספק מגוון רחב של מוצרים.

**7. מרכיב היתרה** – יש מקום להרחיב את אופציות המשיכה עבור מרכיב היתרה במודל הראשון, ובכך להשיג את היתרונות של המודל השני. חשוב לאפשר לחוסכים מנגנון של משיכה חודשית גמישה יותר. הפתרון של צבירת המשיכה המרבית לתקופות עתידיות, כפי שהוצע בפרק הקודם, מכיל יתרונות וגמישות נוספת המתאימה למרכיב זה של החיסכון, אף שאינו נפוץ בעולם.

**8. העדפות נגלות** – מסקירה של מדינות שבהן אפשר לבחור בין מסלול פרישה לפי המודל הראשון או לפי המודל השני, נראית העדפה נגלית למסלולי פרישה לפי המודל הראשון. בצ'ילה יש העדפה לקצבה לכל החיים לעומת משיכה תקופתית עם קצבה נדחית. ייתכן שההעדפה בצ'ילה נובעת ממבנה המערכת הפנסיונית, המתמרץ פרישה לפי מסלול זה. לעומת זאת, בסינגפור ארבעת מסלולי הפרישה מוצגים לפרטים באופן פשוט וברור וללא מרכיב של תמריץ רגולטורי נוסף. מעניין לראות שכאשר המידע מוצג בפשטות, המסלול המועדף בסינגפור הוא מסלול הקצבה לכל החיים הכוללת מרכיב הורשה מצומצם לפי המודל הראשון, ולא מסלול פרישה לפי המודל השני.

**9. השינוי הנדרש** – הכשלים המרכזיים במערכת החיסכון הפנסיונית בישראל אינם בשלב המשיכה. שלב המשיכה מאפשר מגוון של מוצרים טובים, ואין סיבה מהותית לשנותו מלבד שינויים המופיעים בהמלצות הנוגעות למרכיב היתרה. יש לזכור שכיום רוב החוסכים בישראל אינם מגיעים לצבירה המספקת הכנסה מעל למרכיב הקצבה.

## מוצר לבעלי תוחלת חיים נמוכה

שלב המשיכה של החיסכון הפנסיוני מתאים לרוב האוכלוסייה. עם זאת, יש פרטים שעבורם מערכת החיסכון הפנסיונית לפי המודל הראשון מהווה פגיעה ברורה בתועלתם – פרטים בעלי תוחלת חיים נמוכה. פרטים אלו מסבסדים את שאר האוכלוסייה. לאוכלוסייה זו יש בעולם כמה אפשרויות:

**1.** בנייה של מקדמים על-פי תוחלת החיים של פרטים אלו, כפי שיש באנגליה (Enhanced Annuities). באנגליה יש מקדמים נמוכים עבור בעלי תוחלת חיים נמוכה, המתקבלים בתהליך חיתום ייחודי. תהליך חיתום זה נעשה באופן קבוצתי על פי קריטריונים ברורים (עישון, מחלה מתקדמת), ולא באופן אישי. ייתכן שיש לנהל את הקרן עבור גמלאים אלו בנפרד, כדי להתמודד עם שינויים עתידיים בתוחלת החיים בלי לפגוע באוכלוסייה הכללית. זה הפתרון השלם ביותר, אשר יכול לספק הכנסה לאחר גיל הפרישה על-פי תוחלת החיים של הגמלאי ולהגביר

את התחרות בשוק הפנסיוני. הבעיה בבנייה של מקדמים שונים היא שהדבר ייקר את הקצבאות עבור כלל האוכלוסייה: כיום גמלאים בעלי תוחלת חיים נמוכה מסבסדים את הקצבאות של האוכלוסייה הכללית. אם יופרדו האוכלוסיות יתבטל הסבסוד הצולב. חשוב לציין שיש מתאם בין תוחלת חיים נמוכה למעמד סוציו-אקונומי נמוך, ולכן הפרדה בין האוכלוסיות היא למעשה פעולה פרוגרסיבית. שימוש במספר רב של מקדמים עלול להיות בעייתי גם מבחינה אקטוארית, היות שישראל היא מדינה קטנה, ועם זאת ייתכן שאפשר "לקנות" מידע וביטוח זה בעולם.

**2.** התאמה של מודל המשיכה השני, שהוצג בפרקים הקודמים, לאוכלוסייה בעלת תוחלת חיים נמוכה. מוצר המשיכה יהיה מורכב ממשיכה תקופתית ומקצבה נדחית לכל החיים. פרישה על-פי המודל השני מאפשרת מרכיב הורשה גדול עבור פרטים בעלי תוחלת חיים נמוכה. העקרונות המנחים את הרכב מוצרי המשיכה אינם צריכים להשתנות בין פרטים בעלי תוחלת חיים נמוכה לבין האוכלוסייה הכללית. הבעיה במודל המשיכה התקופתית היא שמוצר זה מתמקד ברכיב ההורשה ההוני. אנשים בעלי תוחלת חיים נמוכה יקבלו קצבה נמוכה יותר לאורך חייהם, בתמורה למרכיב הורשה מוגדל. אם המטרה היא לאפשר לאנשים לחיות בכבוד לאחר גיל הפרישה, יש לתת לאוכלוסייה בעלת תוחלת חיים נמוכה אפשרות לקבל קצבה על-פי מקדם המתאים לה. לאוכלוסייה זו הוצאות רבות, וייתכן שיש לתת לה אפשרות למשוך את החיסכון בצורה הונית. עם זאת, גם אפשרות זו תביא לידי ייקור הקצבאות עבור האוכלוסייה הכללית, שכן בעלי תוחלת החיים הנמוכה לא ירכשו קצבה.

**3.** לאחר חיתום יתאפשר לפרטים שתוחלת חיים שלהם נמוכה במידה ניכרת למשוך קצבה מינימלית בסכום הנמוך מהנדרש עבור האוכלוסייה הכללית, ואת היתרה למשוך בצורה הונית. במצב זה יש ויתור חלקי על ההגנה מפני סיכון תוחלת חיים, תמורת גמישות וגישה מוקדמת להון הדרושה לאוכלוסייה זו. פרטים אלו יצטרכו להביא הוכחות למצב בריאותם כדי להיות זכאים למשיכה הונית מוגדלת. כמו במדינות אחרות בעולם, מומלץ לעודד פרטים להימנע ממשיכה מסוג זה כדי להקטין את האטרקטיביות שלה עבור האוכלוסייה הכללית (צמצום רמאות). אפשרות אחת היא בדמות מיסוי: גובה המס צריך להיות קטן מ-35% (כפי שהוא היום) עבור משיכה הונית חד-פעמית שלא כדין. אפשר לשקול הוספת הסכומים המקוזזים מהמשיכה ההונית החד-פעמית למערך האיוון האקטוארי בקרנות פנסיה, כדי למנוע פגיעה בקצבה של האוכלוסייה הכללית. הטלת "קנס" על משיכה הונית חד-פעמית נפוצה בעולם: דוגמאות לעניין זה מובאות בפרק "נקודות נוספות לדין" תחת "פתרונות מימוניים".

**4.** יש קושי לקבוע את תוחלת החיים האמתית של הפרטים, ולכן פתרון זה הוא פתרון ביניים המאפשר גישה להון במקרים קיצוניים. הגדלה של משיכה הונית יכולה להיות מסוכנת: ייתכנו מקרים שבהם תוחלת החיים עולה בזכות התפתחות הרפואה, והקצבה המוקטנת לא תספק את הצרכים בגילאים מתקדמים.

**5.** מכשירים בשוק ההון ובנייה של נגזרים. דוגמה לכך יכולה להיות מכירה של התקבולים העתידיים מהקצבה לכל החיים בתמורה לפרמיה חד-פעמית (קצבה הפוכה). המערכת פועלת כך שלאחר תהליך חיתום מקובצים יחד מספר רב של פרטים, והתקבולים העתידיים שלהם מהקצבאות נמכרים יחד תמורת פרמיה. זהו בעצם תהליך של איגוח תקבולי הקצבאות לכל החיים עבור פרטים בעלי תוחלת חיים נמוכה. במודל זה יש כמה בעיות. הראשונה היא עושק אפשרי של הפרטים, מאחר שעמדת המיקוח שלהם חלשה. בעיה נוספת שיכולה לצוץ היא במקרים שבהם תוחלת החיים הצפויה הייתה נמוכה במידה ניכרת מזו שהייתה בפועל. במצבים אלו הפרטים מידרדרים

לעוני קשה, מאחר שהפרמיה החד-פעמית שקיבלו לא מספיקה. בארה"ב יש מוצר שכזה עבור ביטוחי חיים קלאסיים, ולא עבור קצבאות הנקרא, Viatical Settlement. במוצר זה הקונה לוקח על עצמו את תשלום פרמיות הביטוח של המוכר בתמורה לקבלה עתידית של הפיצוי המתקבל מחברת ביטוח לאחר מות המוכר. מוצרים אלו היו פופולריים בשנות ה-80 עקב התפרצות מחלת האיידס, אך הפופולריות שלהם ירדה עקב שיפור משמעותי בתוחלת החיים של חולי האיידס, בזכות שיפורים רפואיים, ולאחר שנחשפו כמה פרשיות מרמה שהיו קשורות במוצרים אלו.

## נקודות נוספות לדיון

ישנן סוגיות נוספות הרלוונטיות לשלב המשיכה של החיסכון הפנסיוני. סוגיות אלו הן סוגיות משלימות לבחירת התצורה של שלב המשיכה הפנסיוני, ויפורטו להלן בקצרה.

### סכום הקצבה המינימלית

קביעה של שיעור תחלופה מעל 70% נובעת ממהלכים שנעשו לפני יותר מ-120 שנה, בשנת 1889, על-ידי ביסמארק – הוגה הרעיון הפנסיוני והביטוח הלאומי. ייתכן שיש מקום לקבוע קריטריונים שונים כדי לבחון מהי רמת הכנסה ראויה של אוכלוסיית הגמלאים. בנתונים שפרסמה הלשכה המרכזית לסטטיסטיקה עבור שנת 2010 יש ניתוח על אוכלוסיית בני ה-65 ומעלה בישראל. מנתונים אלו אפשר לראות כי ההוצאה החודשית הממוצעת לתצרוכת למשק בית של קשישים עומדת על 9,478 שקלים. הוצאה זו נמוכה מההוצאה החודשית הממוצעת לתצרוכת של כלל האוכלוסייה – 13,496 שקלים בחודש. לעומת זאת, בהשוואה של הוצאה לנפש, ההוצאה לנפש בקרב אוכלוסיית בני ה-65 ומעלה עומדת על 6,226 שקלים בחודש לעומת 4,050 בכלל האוכלוסייה. שיעור ההוצאה על סעיפי הדיור והבריאות בקרב אוכלוסיית הקשישים גבוה בהשוואה לכלל האוכלוסייה. אוכלוסיית בני ה-65 ומעלה מונה 763 אלף נפשות. מתוכם 252 אלף (כשליש) היו רשומים במחלקות לשירותים חברתיים של הרשויות המקומיות בישראל. אף ששיעורם באוכלוסייה עומד על 10%, שיעורם מתוך הפרטים המטופלים על-ידי שירותי הרווחה עומד על 20%.

נראה שהממשלה צריכה לשאוף להכנסה עבור גמלאים בגובה ההוצאה החודשית הממוצעת למשק בית או לנפש עבור גמלאים המספקת קיום בכבוד. הכנסה זו צריכה לכלול את מרכיב הרובד הראשון של קצבת הזקנה מהביטוח לאומי, לזוג או לנפש, יחד עם קבלה של קצבה חודשית מהרובד השני של החיסכון הפנסיוני. נכון לשנת 2011, קצבת הזקנה מביטוח לאומי (הרובד הראשון), עומדת על 1,444 שקלים ליחיד ו-2,170 שקלים לזוג (תוספת של 726 לבן זוג תלוי). יש אפשרות לתוספת ותק (עד 50% תוספת לקצבה הבסיסית) ותוספת השלמת הכנסה (עוד 30% תוספת לקצבה הבסיסית). בשנת 2011 היו זכאים 90% לתוספת ותק, והתוספת הממוצעת עמדה על 30%. 16% היו זכאים לתוספת השלמת הכנסה. הקצבה המתקבלת מהרובד השני צריכה להיות תלויה בקצבת הזקנה המתקבלת מהביטוח הלאומי וברמת החיים הרצויה – גובה ההוצאה הממוצעת למשק בית או לפרט. נוסף על כך, רובד שני זה צריך להתקבל בצורה של הכנסה חודשית המספקת הגנה מפני סיכון תוחלת חיים. הקצבה המינימלית בישראל עמדה בשנת 2011 על 4,272 שקלים עבור כל פרט בנפרד. הסכום המתקבל מההוצאה הממוצעת לנפש (6,226 שקלים בתוספת 3.3% אינפלציה), פחות קצבת זקנה ליחיד הכוללת תוספת ותק ממוצעת (1,444 שקלים יחד עם תוספת ותק ממוצעת של 30%) הוא 4,554 שקלים. הסכום המתקבל

מההוצאה הממוצעת למשק בית (9,478 שקלים בתוספת 3.3% אינפלציה) פחות קצבת זקנה לזוג (2,603 שקלים) בחלוקה ל-2 הוא 3,594 שקלים. מכאן שגובה הקצבה המינימלית כיום נמצא קרוב לממוצע בין שני חישובים אלו (4,074 שקלים). כאשר באים לבחון את גובה הקצבה המינימלית יש לזכור שאין הבטחה שסכומה של קצבת הזקנה של הרובד הראשון לא ישתנה עם הזמן. תופעות אלו אינן ייחודיות רק לישראל. אחת הסיבות לקביעת פנסיונית חובה היא ניסיון להבטיח הכנסה בזמן פרישה ללא תלות בקצבת הזקנה.

## סכום הוני חד-פעמי

יש מדינות בעולם שיש בהן הגבלות על משיכה של סכום הוני חד-פעמי גם עבור החוסך עצמו וגם עבור מרכיב ההורשה. הגבלות אלו נובעות לא רק מהרצון להגן על הפרטים, אלא גם כדי למנוע ניצול של מערכת המס והתחמקות מתשלום מס ירושה. המדינה צריכה לעודד הורשה באמצעות קצבת שארים לכל החיים, ולא באמצעות סכום הוני חד-פעמי. באנגליה המס על משיכה הונית חד-פעמית עומד על 55%. בישראל אין מס ירושה ויש מס ייחודי בשיעור של 35% על משיכה של סכום הוני חד-פעמי, המוטל במקרים שבהם המשיכה היא בניגוד למותר. עבור משיכה של סכום הוני חד-פעמי מתוך מרכיב היתרה אפשר לקבל פטור ממס עד לסכום מסוים (במקום הפטור על הקצבה). יש לשקול להטיל מס על משיכה של סכום הוני חד-פעמי ממרכיב היתרה, כדי שיעודד (Nudge) אנשים לבחור באופציות משיכה טובות יותר אך לא ימנע משיכה הונית ממי שזקוק לכך. אפשרות נוספת היא משיכה הונית חד-פעמית ממרכיב היתרה רק עבור פרטים שיש להם שיעור תחלופה גבוה מ-70%, בדומה לצ'ילה. הבעיה עם אפשרות זו היא שבמצב זה המדינה יוצרת תמריץ מס למשיכה של סכום הוני חד-פעמי בהשוואה לצורות משיכה הכוללות הגנה מפני סיכון תוחלת חיים.

## כיסויים ביטוחיים וסיכון תוחלת חיים

קצבאות לכל החיים המתקבלות מחברות ביטוח כוללות גם כיסויים ביטוחיים. בישראל מוצרים אלו נקראים ביטוחי מנהלים. עד שנת 1992 הונפקו לחברות הביטוח אג"ח מיועדות, ולכן חברות הביטוח הציעו מקדמים ששיקפו הגנה מפני סיכון תוחלת חיים יחד עם הגנה מפני סיכון השקעה. בשנת 1992 בוטלה ההנפקה של אג"ח מיועדות לחברות הביטוח, ועמה בוטל הביטוח מפני סיכון השקעה. כיום המקדם המובטח של חברות הביטוח משקף רק סיכון מפני תוחלת חיים. יש חברת ביטוח אחת המספקת מוצר בעל הבטחת תשואה של 0%, אך מוצר זה לא מקודם על-ידי חברת הביטוח ולא נמכר. כפי שהוזכר בפרקים הקודמים, הביקוש למוצרים המגיעים עם ביטוחי השקעה עולה, מול היצע יורד בעולם. יש לזכור את הבעייתיות של מוצרים הכוללים ביטוח, שכן הסיכון הביטוחי עובר לחברת הביטוח וההגנה בביטוח תלויה ביציבות החברה. כך למשל, בשנות ה-90 של המאה הקודמת פשטה חברת הביטוח Equitable Life באנגליה את הרגל וצמצמה את זכויות הפנסיה לעמיתיה.

באפריל 2012 פרסם ארגון ה-IMF אזהרה לגבי המערכת הפנסיונית באנגליה. חוקרי ה-IMF סבורים שאומדן תוחלת החיים סובל מהערכת-חסר ממוצעת של 3 שנים במדינות המערביות. החוקרים מעריכים שהמערכת הפנסיונית באנגליה סובלת מגירעון של כ-750 מיליארד ליש"ט, גירעון הנובע מהבטחת זכויות שאינה בת-קיימא. ההמלצה של ארגון ה-IMF היא להקטין את הזכויות לחוסכים (הפרת חוזה מול חברות הביטוח), להעלות את גיל הפרישה ליותר מ-70, לפתח מכשירי

השקעה צמודים לתוחלת החיים ולבחון השתתפות ממשלתית בגירעונות. סיכון תוחלת החיים הגדול ביותר נמצא בגרמניה וביפן. עלייה של 3 שנים בתוחלת החיים בשנת 2050 תביא לידי שיתוק פיננסי של כל המערכות הפנסיוניות בעולם המערבי. ב-IMF מזהירים שהשוק הפרטי אינו ערוך לסיכון זה, ויש סכנת יציבות לכלל המערכת.

ביולי 2012 קבע המפקח על הביטוח כי החל בשנת 2013 לא יימכרו מקדמים מובטחים לפני גיל 55. כלומר, המפקח מתערב בשוק ומצמצם את החשיפה של חברות הביטוח לסיכון תוחלת חיים. צעד זה נעשה כדי לשמור על יציבות חברות הביטוח ולהגן על החוסכים.

בשלב זה יש סיכון גדול בהמשך פיתוח מוצרים הכוללים ביטוח מחברות ביטוח, והחופש שהיה לחברות הביטוח מצטמצם כדי לייצב את המערכת הקיימת.

## פתרונות מימוניים

פתרונות מימוניים להשקעת כספי החיסכון הפנסיוני יכולים לספק הגנה נוספת לציבור החוסכים.

**אופציות** - שימוש באופציות Put יכול לקבוע רף תחתון לתשואות החיסכון הפנסיוני לאחר גיל הפרישה. על-פי המודל הציליאני/החכם, החוסכים הצעירים יכולים להיות הצד השני לעסקה: הם יקנו את הסיכון מציבור החוסכים המבוגר. גידור פנימי של החיסכון בתוך הקרן עצמה יכול לצמצם את עלויות העסקה.<sup>8</sup>

**אג"ח תוחלת חיים (Longevity Bond)** - הנפקה של אג"ח המספקות תשואה על-פי השינויים בתוחלת החיים יכולה להיות מכשיר גידור לחיסכון הפנסיוני. הנפקה של אג"ח אלו יכולה להיעשות על-ידי המדינה, אך רוב המדינות כבר חשופות במידה רבה לסיכון תוחלת חיים, והנפקה של מוצר זה יכולה להוות סיכון ליציבות המדינה. הממשלה יכולה לעודד שוק זה בעזרת בנייה של מדד העוקב אחר תוחלת החיים, כמו שמדד המחירים לצרכן עוקב אחר האינפלציה. ב-2004 נעשה ניסיון להנפיק אג"ח תוחלת חיים באירופה, אך הוא לא צלח. הסיבות לכך היו העלות הגבוהה של המוצר וספק בנוגע לקשר בין המדד שהיה מגולם באג"ח לבין סיכון תוחלת החיים העומד בפני ספקי החיסכון הפנסיוני. למרות כישלונות העבר של מוצר זה, יש מקום לשקול מדד תוחלת חיים בישראל למען בנייה של שוק זה בעתיד.

## מידע, חינוך פיננסי ו"רגולציה רכה"

רפורמות ושינויים במערכת הפנסיונית מחייבים בנייה של מערך הסברה והצגה של המידע בצורה פשוטה ונגישה, כדי לגשר על פערי מידע. המטרה היא ליידיע ולעודד אחריות אישית של הפרטים בנוגע לכספי החיסכון שלהם.

המערכת הפנסיונית הישראלית מורכבת, וכיום בקרב מרבית האוכלוסייה אין הבנה של המוצרים השונים או של גובה ההכנסה הצפויה לאחר גיל הפרישה. לפרטים יש צורך רב במידע פשוט וברור, כדי שיוכלו להבין טוב יותר ולהחליט החלטות נכונות. המידע יכול להיות מועבר בצורת סימולטור פנסיה ודפי מידע לאזרחים. במהלך הרפורמה בצ'ילה הוצג סימולטור פנסיוני חדש, ולחוסכים סופקו דפי מידע המשקפים את מצב החיסכון הפרטי בהתאם לתנאי השוק. הסימולטור האינטרנטי מאפשר לפרטים להשוות בין מוצרי החיסכון השונים, והביא לידי ירידה דרמטית בדמי הניהול של המוצרים השונים. נוסף על כך, הוא מציג לחוסכים את גובה הקצבה העתידית (בהסתברות של מעל 90%) במצב שבו גובה ההפרשות של הפרטים נשאר זהה. יש אינדיקציות שמידע זה מעודד את הפרטים להפריש יותר לחיסכון הפנסיוני שלהם.

<sup>8</sup> פתרון הגידור הפנימי הועלה במחלקת המחקר של בנק ישראל.

אחת הבעיות המרכזיות בשוק החיסכון הפנסיוני היא מורכבות המיסוי. יש חשיבות לפישוט המיסוי ולהעברה של המידע אל האוכלוסייה הכללית. מיסוי נכון יכול לתמרץ את הפרטים להגדיל את החיסכון הפנסיוני שלהם אם הוא בנוי בצורה נכונה וברורה.

הדוגמה הסינפורה מראה שהצגת דרכי המשיכה בכמה מסלולים פשוטים וברורים מקלה על האזרחים בבחירת מסלול משיכה "נכון". ברגע שמוצר המשיכה התקופתית ממוסגר (Framed) באופן שהפרטים רואים רק את גובה הקצבה הסופית ורמת ההורשה, הם עושים בחירה "מושכלת" ובוחרים בקצבה לכל החיים.

שוורץ (Schwartz, 2004) מראה במחקרו שהוספת אפשרויות בחירה בנושאים הנוגעים לחיסכון הפנסיוני רק מכבידה על הפרטים ומשתקת אותם. מקומה של הרגולציה היא לספק מסלולי ברירת מחדל שיגדילו את תועלת הפרט ויקלו על החלטותיו מתוך ההבנה שרוב האוכלוסייה תישאר במסלול ברירת המחדל. הרגולציה יכולה אף לצמצם את מספר האפשרויות השונות.

הרגולציה צריכה להיזהר מבעיות של מסגור במוצרים מסוימים, שעלולות לתת להם יתרון פיקטיבי. דוגמה לכך היא שם המוצר של קצבה לכל החיים מחברת ביטוח ("ביטוח מנהלים"). השם מטעה ונובע מטעמים שיווקיים. רוב האוכלוסייה איננה מתמצאת במוצרים הפנסיוניים ומיצוב מוצר אחד כ"ביטוח מנהלים" יכול ליצור הטיית בהעדפה שלהם.

## סיכום

במחקר זה הוצגו מוצרי המשיכה השונים בעולם כדי לבחון הוספה או שינוי של מוצרי המשיכה עבור החיסכון הפנסיוני בישראל. הוצגו שני מודלים מיטביים למשיכה. המודל הראשון כולל רובד קצבתי בסיסי ורובד יתרה, שבו ניתנות לגמלאי אפשרויות משיכה רחבות יותר. במודל הראשון, הקצבה גבוהה על חשבון מרכיב הורשה הוני נמוך. המודל השני כולל חלוקה של כספי החיסכון לשתי תקופות: בתקופה הראשונה ניתנת לגמלאי אפשרויות משיכה רחבות, ועבור התקופה השנייה המאוחרת יותר הגמלאי מקבל קצבה למשך כל חייו. במודל השני מרכיב ההורשה גבוה בהשוואה למודל הראשון והקצבה נמוכה יותר (ברוב המקרים, אם כי בתצורת מוצרים מסוימת מרכיב ההורשה והקצבה יכולים להיות שווים בשני המודלים). בישראל שלב המשיכה בנוי כיום לפי המודל הראשון. הרובד הראשון הוא קצבה לכל החיים, ורובד היתרה ניתן למשיכה בצורה של סכום הוני חד-פעמי.

ישראל צריכה לשמור על מערכת משיכת כספים לפי המודל הראשון, אך לפתח את רובד היתרה. יש חשיבות לשמירה על רובד הקצבה, משום שהוא מספק את ההגנה הטובה ביותר מפני סיכונים תוחלת חיים, מספק הכנסה חודשית ומאפשר מרכיב הורשה בצורה של קצבה. לאחר שהושגה הגנה משמעותית מפני סיכון תוחלת חיים, באמצעות קצבה לכל החיים, יש לאפשר משיכה של כספים באמצעות מוצרים משלימים. ההמלצה היא לפתח מוצרי משיכה תקופתית, אנונה לתקופה מוגבלת וקצבה נדחית לכל החיים עבור רובד היתרה. למוצרים אלו תכונות השומרות על רמת ההכנסה החודשית, מגנות בצורה מסוימת מפני סיכונים תוחלת חיים ומאפשרות מרכיב הורשה ונזילות גבוהה יותר לגמלאים. יש חשיבות לכך שהמערכת תהיה פשוטה ומובנת לכלל האוכלוסייה.

## נספח 1 - משיכה תקופתית במדינות נבחרות

### אנגליה

דוגמה מעניינת למשיכה תקופתית יש באנגליה. שיטת המשיכה של הכספים לגיל הפרישה באנגליה עברה כמה רפורמות בשנים האחרונות. בעבר היה אפשר לבצע משיכה תקופתית רק עד גיל 75, ומגיל זה חלה חובה לקנות קצבה לכל החיים. באפריל 2011 בוטל החוק שקבע שיש לקנות קצבה לכל החיים, כך שכיום אפשר למשוך את הכספים לאורך כל שנות הפרישה בצורה של משיכה תקופתית. כיום, לאחר הרפורמה, יש שתי אפשרויות למשיכה תקופתית מהקרן, תלוי בסכום הכסף שנחסך: משיכה תקופתית חסומה ומשיכה גמישה.

### משיכה תקופתית חסומה - Capped drawdown

אחוז המשיכה השנתי המרבי נקבע על-פי שיטת חישוב של העלות הנוכחית של קצבה לכל החיים. טווחי המשיכה נקבעים לפי ה-GAD (Government Actuary's Department). חריגות מהטווח כלפי מעלה גוררות קנסות במס. אחוז המשיכה המרבי נבדק מדי 3 שנים ויכול להשתנות. בסוף שנת 2011 עמדה הריבית לחישוב אחוזי המשיכה המרביים על 2.5%. שיעור ריבית זה פירושו משיכה שנתית של כ-5,600 ליש"ט עבור חיסכון של 100,000 ליש"ט לגבר בן 65. הלוחות של ה-GAD תלויים בגיל החוסך, בסכום הכסף העומד לרשותו ובמשיכה המרבית המותרת לפי חישובים אקטואריים של מוסד ה-GAD. אחוז המשיכה המרבי באנגליה בנוי כך שהוא שווה בערך לסכום של 100% מגובה הקצבה לכל החיים מסוג Joint Life, הכוללת מרכיב הורשה. לפני שנת 2011 הגיע גובה המשיכה המרבי ל-120% מגובה קצבה לכל החיים, אך הגבול הונמך מטעמים של הגנה מפני סיכון תוחלת חיים. באנגליה אין גבול מינימלי למשיכה. אי-אפשר למשוך בשנה יותר מהסכום שהיה מתקבל בצורה של קצבה לכל החיים, אך אפשר למשוך סכום מופחת או לבחור שלא למשוך כלל. אפשר לשנות את תכנית המשיכה פעם בשנה (או להפסיקה לחלוטין). לכל הפחות מדי שלוש שנים יש בחינה מחודשת של התכנית על-ידי ה-GAD, ושיעור המשיכה המרבי מתעדכן על-פי תנאי השוק.

משיכה על-פי תקנות ה-GAD תקפה עבור פרטים בעלי הכנסה מובטחת הנמוכה מ-20 אלף ליש"ט בשנה. אם ההכנסה המובטחת של הפרט גבוהה מגבול זה, הוא זכאי לבצע משיכה גמישה (בהמשך). הכנסה מובטחת כוללת קצבה לכל החיים מפנסיה תעסוקתית, מפנסיה ממשלתית, מחברת ביטוח אנגלית או ממדינה אחרת. הכנסה מובטחת לא כוללת הכנסה ממשיכה תקופתית, מאנונה תקופתית או מהכנסה פנסיונית תקופתית אחרת.

### משיכה גמישה - Flexible drawdown

לפרטים שיש להם הכנסה מובטחת של יותר מ-20 אלף ליש"ט בשנה ברוטו, מותר למשוך מהקרן ללא הגבלה (מעבר להגבלות הנובעות ממערכת המיסוי). משיכה גמישה ממוסה במס הכנסה, ולא מתאפשרת בקרנות פנסיה הבנויות בצורה של הבטחת זכויות - DB.

במקרה של פטירה לאחר תחילת תהליך המשיכה, המוטבים יכולים למשוך את יתרת הכספים הצבורים על-פי חוקי המס. משיכה של סכום הוני חד-פעמי באנגליה חייבת במס של 55%. הורשה הונית חד-פעמית ניתנת למשיכה ללא מס במקרים

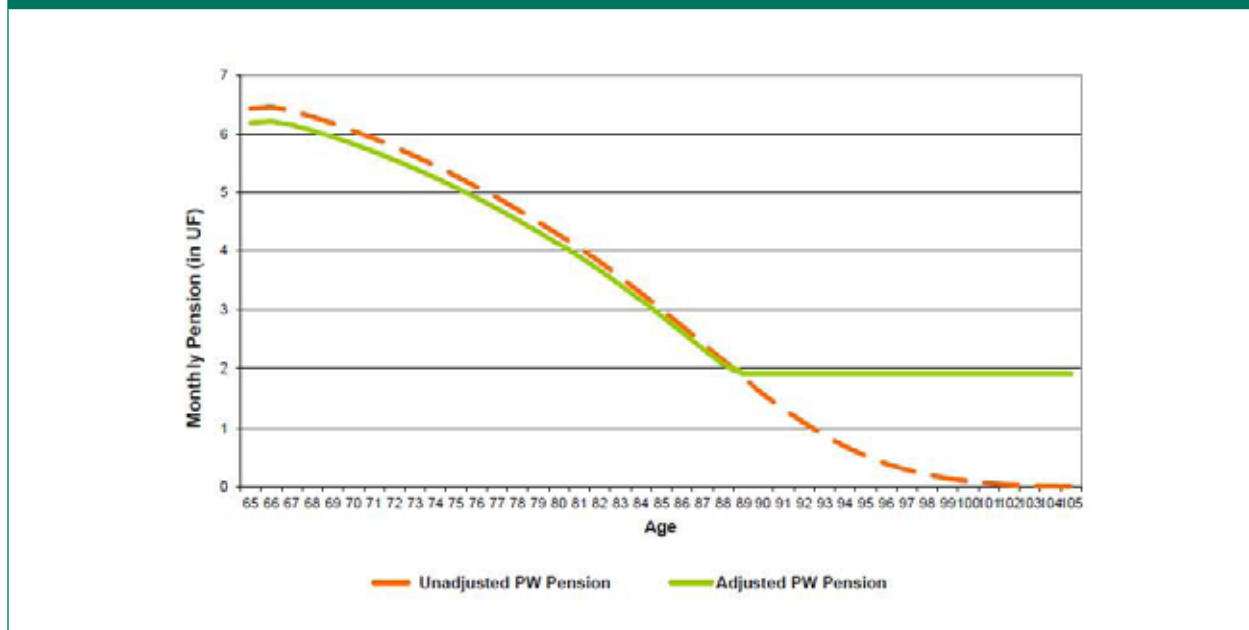


שבהם הגמלאי נפטר לפני שהתחיל את המשיכה או אם נפטר לפני גיל 75. במקרה של פטירה אחרי גיל 75, המשיכה של המוטבים חייבת במס. גיל 75 הוא הגיל המרבי לפרישה באנגליה, ומגיל זה חובה להתחיל למשוך כספים מהקרן.

## צ'ילה

בצ'ילה יש מערך ייעודי של משיכה תקופתית עבור פרטים בעלי הכנסה נמוכה. המדינה מבטיחה הגנה על כספי החיסכון בכך שהיא מתחייבת להשלים את ההכנסה לרמת הכנסה מינימלית עבור פרטים בעלי הכנסה נמוכה מהסף המינימלי לקניית קצבה לכל החיים (ההגנה ניתנת בתנאי שלפרט יש זכאות להתערבות ממשלתית, וזכאות זו תלויה בהשתתפות בכוח העבודה לאורך השנים). מוצר המשיכה התקופתית בנוי כך שהפרט משתתף עם המדינה בהגנה על כספיו בתמורה לקבלה של הכנסה מינימלית בגיל מבוגר יותר. בכל תקופה ותקופה הגמלאי מושך הכנסה נמוכה מזו המתקבלת מנוסחת החישוב על-פי העלות הנוכחית של קצבה לכל החיים עבור יתרה צבורה בגובה הסף המינימלי. ההכנסה המוקטנת, יחד עם הבטחת המדינה, מספקת הגנה כך שאם גובה החיסכון לא מאפשר משיכה של הכנסה מינימלית כפי שקבעה הרגולציה, הממשלה עורבת להכנסה מינימלית זו עד גיל 105. השתתפות הפרטים נדרשת כדי למנוע עיוות של המערכת. במצב זה לא משתלם לפרטים בעלי יתרה צבורה הגבוהה מהיתרה המינימלית למשוך כספים מהמשיכה התקופתית, מאחר שההכנסה החודשית המתקבלת ממשיכה תקופתית נמוכה מההכנסה החודשית המתקבלת מקצבה לכל החיים. בצ'ילה, בשונה מהמודל השני, במקום קנייה של קצבה נדחית לכל החיים המדינה מספקת ערבות לבעלי הכנסה נמוכה מפני סיכון תוחלת חיים. בשלב זה יש להזכיר שבצ'ילה אין רובד ראשון לחיסכון הפנסיוני, ומוצר זה בא לענות על צורך ייחודי. באיור 8 אפשר לראות תיאור כללי של השפעת המוצר על ההכנסה החודשית. בצ'ילה מערך המשיכה התקופתית בנוי באופן שלא משתלם לאוכלוסייה הכללית לקחת בה חלק. רק בעלי תוחלת חיים נמוכה או בעלי הכנסה נמוכה בוחרים באופציה זו. ייתכן שצ'ילה בחרה באופציה של ערבות ממשלתית בשביל לתמרץ את האוכלוסייה הכללית למשוך את כספי החיסכון הפנסיוני בצורה של קצבה לכל החיים. יחד עם זאת, הערבות הממשלתית מאפשרת הגנה ממשלתית לבעלי חיסכון פנסיוני נמוך.

## איור 8: הצגה של היתרה במשיכה תקופתית בצ'ילה



מקור: Solange, 2011.

## קנדה

דוגמה לתקרות מקסימום ומינימום משתנות יש בקנדה. בכל מדינות קנדה יש גבול מינימלי זהה למשיכה תקופתית. שיעור המשיכה המינימלי תלוי בגיל הגמלאי ועולה עם הזמן. בגיל 65 שיעור המשיכה המותר עומד על 4% מהיתרה הצבורה, והוא עולה ל-8.75% בגיל 80 ול-20% החל מגיל 94. על-פי חישוב זה, מתחת לגיל 71 (גיל הפרישה המרבי שאחריו חובה להתחיל למשוך כספים מהקרן) המשיכה התקופתית מחושבת לפי שיטת תוחלת חיים מרבית, וגיל 90 משמש לחישוב גובה המשיכה. עקב המשבר הכלכלי של שנת 2008 צומצם גובה המשיכה המינימלי עבור שנה זו בלבד ב-25% לכל הגילאים.

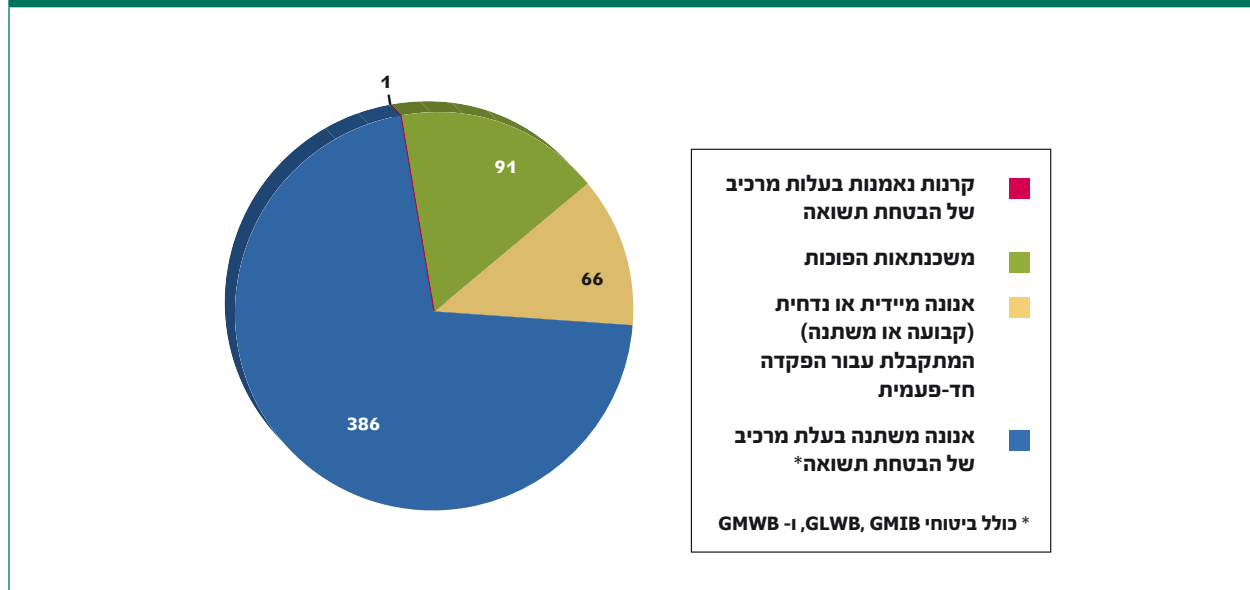
בשונה מגבול המשיכה המינימלי, גבול אחוז המשיכה המרבי משתנה בין מחוז למחוז. במחוז אונטריו, החוסך יכול לבחור אחת משתי אפשרויות: משיכה השווה למשיכה בשנה שלפניה, או קצבה המחושבת על-פי העלות הנוכחית של קצבה לכל החיים, כאשר תוחלת החיים המשמשת לחישוב זה היא 90, ולא תוחלת החיים הממוצעת. כלומר, באונטריו יש ניסיון לבצע הגנה נוספת מפני סיכון תוחלת חיים על-ידי קביעה של תוחלת חיים גבוהה מהממוצע.

## נספח 2 - סוג מוצרי הקצבה במדינות נבחרות

### ארה"ב

איור 9 מראה את ההעדפה בארה"ב למוצרי הקצבה המשתנה הכוללים ביטוחים. העדפה זו משקפת את ההעדפה הכללית לביטוחים, אך גם את הרצון לנהל את כספי הרובד השלישי בצורה אקטיבית יותר עם מרכיב הורשה מוגדל (משיכה תקופתית). יש טענה שהפופולריות של הקצבה המשתנה נובעת מדמי הניהול הגבוהים, הגורמים לשיווק אגרסיבי של מוצרים אלו מאחר שהם מספקים רווח גבוה לספקים.

איור 9: התפלגות המוצרים לחיסכון ארוך טווח בארה"ב בשנת 2009, במיליארדי דולרים



מקור: Herschler, 2011.

## צ'ילה

לוח 2: הכמות והשיעור של סוג מוצרי קצבה לכל החיים בצ'ילה, מרץ 1999 עד 2005						
סוג המוצר	מרץ 1999	מרץ 2002	מרץ 2003	מרץ 2004	מרץ 2005	
סה"כ קצבאות לכל החיים	937	1,517	1,193	1,490	1,391	
מתוכן:						
קצבאות הכוללות תקופת הבטחה	כמות	708	1,191	948	1,153	1,093
	שיעור מסך מקבלי קצבאות לכל החיים	76%	79%	79%	77%	79%
קצבאות הכוללות תקופת הבטחה לתקופה מוגבלת של 10-15 שנה	כמות	666	1,088	846	1,016	912
	שיעור מסך מקבלי קצבאות לכל החיים	71%	72%	71%	68%	66%
קצבאות הכוללות מרכיב של קצבת שארים לבן הזוג	כמות	670	1,069	823	973	763
	שיעור מסך מקבלי קצבאות לכל החיים	72%	70%	69%	65%	55%
קצבאות נדחות לכל החיים	כמות	199	331	307	409	419
	שיעור מסך מקבלי קצבאות לכל החיים	21%	22%	26%	27%	30%
מתוכן:						
קצבאות נדחות ב-12 חודשים לכל החיים	כמות	164	275	238	322	315
	שיעור מסך מקבלי קצבאות לכל החיים	18%	18%	20%	22%	23%

מקור: <http://www.economia.unam.mx/biblioteca/Pdf/BM/libre/developing-annuities.pdf>

## נספח 3 - שילובים שונים של מודלים למשיכה במדינות נבחרות

### אנגליה

באנגליה אין חובת קצבה לכל החיים, ואפשר לפרוש באמצעות משיכה תקופתית בלבד. עם זאת, המודל הראשון מיושם באנגליה בדרישה להכנסה מובטחת מינימלית של 20,000 ליש"ט בשנה לפני שניתנת האפשרות למשיכה גמישה וליתר שליטה בכספים. הכנסה מובטחת כוללת רק הכנסה מקצבה לכל החיים בעלת הגנה גבוהה מפני סיכון תוחלת חיים, ולא הכנסה ממשיכה תקופתית. פירוט של המערכת הפנסיונית באנגליה מופיע בנספח 1.

### סינגפור

סינגפור נמצאת בתהליך של רפורמה בשלב המשיכה של כספי החיסכון הפנסיוני. רפורמת CPF-LIFE כוללת ארבעה מסלולי פרישה. שני מסלולים לפי המודל הראשון ושני מסלולים לפי המודל השני. בסינגפור יש מרכיב קצבה נדחית בכל המסלולים, מאחר שמסלול הפרישה נבחר בגיל 55 והפרישה בפועל מתרחשת בגיל 65. בלוח 3 מוצגים מסלולי הפרישה החדשים בסינגפור. המסלולים מסודרים על-פי רמת הפופולריות של המסלול. מסלול ה-Life Plan הוא המסלול המועדף – מסלול פרישה לפי המודל הראשון.

#### לוח 3: תיאור מסלולי הפרישה בסינגפור

תכנית	גובה הקצבה	גובה ההורשה	גיל תחילת קבלת קצבה לכל החיים	שיעור ממוצע מההון לתשלום הפרמיה על הקצבה	מודל
Life Plus Plan מסלול מועדף	גבוהה	נמוכה	65	100%	לפי המודל הראשון. כל הסכום כקצבה לכל החיים כולל מרכיב של תקופת הכנסה מובטחת המספקת הורשה
Life Balance Plan	בינונית	בינונית	80	30%	לפי המודל השני. משיכה תקופתית עד גיל 80, ומגיל 80 קבלה של קצבה נדחית לכל החיים

לוח 3: תיאור מסלולי הפרישה בסינגפור (המשך)					
תכנית	גובה הקצבה	גובה ההורשה	גיל תחילת קבלת קצבה לכל החיים	שיעור ממוצע מההון לתשלום הפרמיה על הקצבה	מודל
Life Basic Plan	נמוכה	גבוהה	90	10%	לפי המודל השני. משיכה תקופתית עד גיל 90, ומגיל 90 קבלה של קצבה נדחית לכל החיים
Life Income Plan	גבוהה ביותר	ללא	65	100%	לפי המודל הראשון. כל הסכום כקצבה לכל החיים ללא מרכיב הורשה

מקור: <http://mycpf.cpf.gov.sg/Members/Retire-Plan-Games/Retire-Planner-Games.htm>.

בלוח 4 להלן מוצגות תוצאות מחקר (Fong, Mitchell et al. 2010) המנסה לאמוד את גובה הקצבה החודשית שתתקבל בתוכנית החיסכון הפנסיוני החדשה עבור אדם בן 55 בשנת 2013 בעל חיסכון של \$67,000 דולר סינגפורי העתיד לפרוש בגיל 65. לוח זה מראה את סדרי הגודל של הקצבאות המתקבלות מהמסלולים השונים בסינגפור.

לוח 4: אומדן גובה ההכנסה החודשית לאחר הרפורמה בסינגפור, בדולר סינגפורי				
תכנית	גבר	אישה		
	הכנסה חודשית	שיעור מההון לתשלום הפרמיה על הקצבה	הכנסה חודשית	שיעור מההון לתשלום הפרמיה על הקצבה
Life Plus	594\$	100%	535\$	100%
Life Balanced	561\$	30%	520\$	35.5%
Life Basic	524\$	8.6%	500\$	13%
Life Income	636\$	100%	553\$	100%

מקור: Fong, Mitchell et al. 2010.

## צ'ילה

בצ'ילה המודל השני והמודל הראשון משולבים יחד. לפרט יש אפשרות לבחור בגיל הפרישה בין קצבה מידית לכל החיים, במשיכה תקופתית יחד עם קצבה נדחית לכל החיים, או במשיכה תקופתית בלבד. אפשרות משיכה תקופתית בלבד מיועדת לאוכלוסייה דלת אמצעים. פירוט של מוצר זה בנספח 1. מסלול הפרישה המומלץ בצ'ילה הוא על-פי המודל הראשון, ומרכיב היתרה נמשך במשיכה תקופתית (Solange 2011). למרות המלצה זו, אפשר גם למשוך את כספי החיסכון הפנסיוני בצ'ילה לפי המודל השני. מספר המוצרים בצ'ילה רחב, אך המדינה משקיעה מאמצים רבים בחינוך פיננסי, בהפיכת המידע לפרטים לנגיש, ובהצגה פשוטה של אפשרויות הפרישה השונות.

בלוח 5 מוצגים נתונים על הביקוש למוצרים פנסיוניים בצ'ילה בין השנים 1985-2004. אפשר לראות כי משנת 1995 לשנת 2004 עלה הביקוש לקצבה לכל החיים מ-3% ל-61%, והביקוש למשיכה תקופתית ירד מ-97% ל-38%.

## לוח 5: חלוקה של הביקוש למוצרים פנסיוניים בצ'ילה, 1985-2004

שנה	משיכה תקופתית		משיכה תקופתית יחד עם קצבה נדחית לכל החיים		קצבה לכל החיים	
	מספר אנשים בגיל פרישה - סה"כ	שיעור האנשים בגיל פרישה	מספר אנשים בגיל פרישה	שיעור האנשים בגיל פרישה	מספר אנשים בגיל פרישה	שיעור האנשים בגיל פרישה
1985	7,609	96.8%	-	0.0%	236	3.2%
1990	57,119	64.2%	148	0.3%	20,275	35.5%
1995	190,400	51.8%	6,803	3.6%	84,898	44.6%
2000	343,965	42.9%	6,632	1.9%	189,801	55.2%
2004	520,793	37.7%	6,193	1.2%	318,358	61.1%

מקור: Rocha and Thorburn, 2007.

## ביבליוגרפיה

- [http://www.btl.gov.il/Publications/Skira\\_](http://www.btl.gov.il/Publications/Skira_) : באתר האינטרנט: "סקירה שנתית", 2009. המוסד לביטוח לאומי. [.shnatit/2011/Documents/zoch.pdf](http://www.shnatit/2011/Documents/zoch.pdf)
- טביביאן-מזרחי, מ. וגלילי י. 2004. "מסמך רקע בנושא: הסדרי פנסיה - בחינה השוואתית", הכנסת- מרכז מחקר ומידע.
- Achdut, L. & Spivak, A. 2009. "Israel's Pension System after Fifteen Years of Reform", The Van-Leer Economics and Society Program (Hebrew).
- Antolin, P., Pugh, C. & Stewart, F. 2008. "Forms of Benefit Payment at Retirement", OECD Working Papers on Insurance and Private Pensions No. 26.
- Barr, N. 2002. "Reforming Pensions: Myths, Truths, and Policy Choices", London: LSE Research Online.
- Bodie, Z. 1989. "Pension Funds and Financial Innovation", National Bureau of Economic Research Working Paper No. 3101.
- Bodie, Z. 1989. "Pensions as Retirement Income Insurance", National Bureau of Economic Research Working Paper No. 2917.
- Bodie, Z. 1990. "Pension Funding Policy in Five Countries", Boston University, School of Management, Boston, MA,
- Bodie, Z. 2001. "Retirement Investing: A New Approach", Boston University School of Management Working Paper No. 2001-03. Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=260628> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.260628>.
- Bodie, Z. 2002. "Life-Cycle Finance in Theory and in Practice", Boston University School of Management Working Paper No. 2002-02. Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=313619> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.313619>.
- Bodie, Z & Crane, D.B. 1998. "The Design and Production of New Retirement Saving Products", Harvard Business School Working Paper No. 98-070. Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=72608> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.72608>.
- Bodie, Z., Detemple, J. B., Otruba, S. & Walter, S. 2004. "Optimal Consumption-Portfolio Choices and Retirement Planning", *Journal of Economic Dynamics and control*, 28: 1115-1148.
- Bodie, Z., Merton, R. C. & Samuelson, W. F. 1992. "Labor Supply Flexibility and Portfolio Choice in a Life Cycle Model", *Journal of Economic Dynamics and control*, 16: 427-449. North-Holland.
- Bodie, Z., Munnell, A. H. 1992. "Pensions and the economy: Sources, Uses, and Limitations of Data", Wharton School, University of Pennsylvania Press.
- Bodie, Z., McLeavy, D. W., & Siegel, L. B. 2007. "The Future of Life-Cycle Saving and Investing", Research Foundation of CFA Institute, Charlottesville, Va.



- Bodie, Z., Shoven, J. B & Wise, D. A. 1987. "Issues in Pension Economics", National Bureau of Economic Research, University of Chicago Press. Available at: : <http://www.nber.org/chapters/c6850>.
- Bodie, Z., Shoven, J. B. & Wise, D. A. 1988. "Pensions in the U.S. economy", National Bureau of Economic Research, University of Chicago Press.
- Brender, A. 2011. "Mandatory Pensions' Implications for Employment Returns in Israel", Bank of Israel Working Paper.
- Brown, J. R. 2000. "Private Pensions, Mortality Risk, and the Decision to Annuitize", Jhon F. Kennedy School of Government and National Bureau of Economic Research.
- Bütler, M., Staubli, S. & Zito, M. G. 2008. "The Role of the Annuity's Value on the Decision (Not) to Annuitize: Evidence from a Large Policy Change", Centre for Economic Policy Research, London.
- Bütler, M. & Teppa, F. 2007. "The Choice Between an Annuity and a Lump Sum: Results from Swiss Pension Funds", Journal of Public Economics, 91: 1944-1966.
- Central providnet fund board of Singapore government. <http://mycpf.cpf.gov.sg/Members/Retire-Plan-Games/Retire-Planner-Games.htm>.
- Choi, J. J., Laibson, D., Madrian, B. C. & Metrick, A. 2002. "Defined Contribution Pensions: Plan Rules, Participant Choices, and the Path of Least Resistance", National Bureau of Economic Research, Tax Policy and the Economy (16).
- Coggan, P. 2011. "Falling Short", The Economist. Available at: <http://www.economist.com/node/18502013>.
- Dorsey, S. 1987. "The Economic Function of Private Pensions: An Empirical Analysis", Journal of Labour Economics 5.
- Dus, I., Maurer, R., & Mitchell, O. S. 2005. "Betting on Death and Capital Markets in Retirement: A Shortfall Risk Analysis of Life Annuities", National Bureau of Economic Research Working Paper Series No. 11271.
- Finkelstein, A. & Poterba, J. 2004. "Adverse Selection in Insurance Markets: Policyholder Evidence from the U.K. Annuity Market", Journal of Political Economy, University of Chicago Press 112(1): 183-208.
- Fong, J. H., Mitchell, O. S. & Koh, B. S. 2010. "Longevity Risk Management in Singapore's National Pension System", Pension Research Council WP 2010-10. Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=1678079> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1678079>.
- Friedman, B. M., & Warshawsky, M. 1988. "Annuity Prices and Saving Behavior in the United States", Chapter 3 in the Pensions in the U.S Economy, University of Chicago Press.
- FSA Retirement Review. 2007. "Finance in and at Retirement - Results of Our Review", FSA. Available at: [http://www.fsa.gov.uk/pubs/other/retirement\\_review.pdf](http://www.fsa.gov.uk/pubs/other/retirement_review.pdf).
- Gavious, I. Avia, S. & Rami, Y. 2009. "Pension Reform in Israel Under Mandatory Pension Law", Pensions: An International Journal 14, (1): 4-13.

- Grande, G. & Visco, I. 2010. "A Public Guarantee of a Minimum Return to Defined Contribution Pension Scheme Members", Bank of Italy Temi di Discussione (Working Paper) No. 762.
- Herschler, J. M. 2011. "A U.S. Perspective on Annuity Lifetime Income Guarantees", from <http://www.oecd.org/dataoecd/56/41/48130072.pdf>.
- James, E. & Song, X. 2001. "Annuities Markets Around the World: Money's Worth and Risk Intermediation", Available at: SSRN: <http://ssrn.com/abstract=287375> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.287375>.
- Milvesky, M. A. & Young, V. R. 2007. "Annuitization and asset allocation", *Journal of Economic Dynamics and control*, 31: 3138-3177.
- OECD. 2008. "Policy Options for the Payout Phase", Directorate for Financial and Enterprise Affairs - Insurance and Private Pension Committee DAS/AS/PEN/ 2.
- Palmon, O. & Spivak, A. 2002. "Adverse Selection and the Market for Annuities", Bank of Israel - Research Papers.
- Rocha, R. & Thorburn, C. 2007. "Developing Annuities Markets the Experience of Chile", The International Bank for Reconstruction and Development, The World Bank.
- Rocha, R., Vittas D. & Rudolph, H. P. 2011. "Annuities and Other Retirement Products Designing the Payout Phase", The International Bank for Reconstruction and Development, The World Bank.
- Schwartz, B. 2004. "The Paradox of Choice", New York, Harper Collins.
- Solange, B. 2011. "Pension Risk: From Accumulation to Retirement", Available at: [http://www.aiosfp.org/eventos\\_seminarios/Seminario\\_AIOS2011/03\\_Solange%20Berstein.pdf?](http://www.aiosfp.org/eventos_seminarios/Seminario_AIOS2011/03_Solange%20Berstein.pdf?).
- Steinberg, N. & Porath, Y. 2011. "Chasing Their Tails: Inflow Momentum and Yield Chasing among Provident Fund Investors in Israel", Bank of Israel Discussion Paper Discussion Paper No. 2011.07.
- Thaler, R. H., Sunstein C. R. & Balz, J. P. 2010. "Choice Architecture", Available at: SSRN: <http://ssrn.com/abstract=1583509> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1583509>.
- Tuesta, D. 2008. "Roundtable on the Pay-Out Phase and Retirement Income", Directorate for Financial and Enterprise Affairs.. Available at: <http://www.oecd.org/dataoecd/55/45/41668541.pdf>.
- Valdés-Prieto, S. 1994. "Distributive Concerns When Replacing a Pay-As-You-Go System with a Fully Funded System", The World Bank Policy Research Department.
- Valdes-Prieto, S. 1998. "Risks in Pensions and Annuities: Efficient Designs", The World Bank Human Development Network Social Protection Group, 9804.
- Valdés-Prieto, S. 1997. "The Economics of Pensions : Principles, Policies, and International Experience", Cambridge University Press.

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)