



AdvaCenter مرکز أدفا  
**מרכז אדוה**  
מידע על שוויון וצדק חברתי בישראל

**התייחסות לטיטות האוצר – חוזר הוראות לניהול קרן פנסיה חדשה  
והתאמת הקצבה בקרנות הפנסיה**

**אוגוסט 2015**

**מאת: רועי מימרן**

## תוכן העניינים

2	מבוא
2	רקע
3	השינוי המוצע ומשמעותו
6	הבחירה הקשה של הפנסיונרים
6	אג"ח מיועדות – כמה ואיך?
7	חישוב התשואה לצורך עדכון יתרה צבורה
8	סיכום

## מבוא

מסמך זה מתייחס לטיוטות החוזרים 2015-27, 2015-28 ו-2015-108, המהוות תיקון לכללים לניהול קרן פנסיה מקיפה חדשה וקרן פנסיה כללית חדשה. המסמך מוגש מטעם מרכז אדוה, עמותה רשומה 580157402, ומטעם פורום החוסכים לפנסיה בישראל, עמותה רשומה 580538106.

הדיון בנושא זה, לא פחות משהוא דיון טכני בנושא מנגנון עדכון קצבה, הוא דיון ערכי בנושא אחריות המדינה לאזרחיה. אי לכך, ההחלטה הסופית בנושא זה צריכה להתקבל בידי הדרג הבכיר באוצר. בנוסף, אנחנו נתייחס לנושא האג"ח המיועדות והשימוש שלדעתנו יש לעשות בהן כדי לפתור את בעיית עדכון הקצבה. גם נושא זה, למיטב ידיעתנו, חורג מסמכות בלעדית של אגף שוק ההון ורלוונטי גם לאגף התקציבים והחשב הכללי במשרד האוצר, לפיכך נבקש להביא את הנייר גם לעיונם ולתגובתם הפרטנית.

מבחינות רבות, מסמך זה מהווה המשך של נייר העמדה שהוגש ע"י מרכז אדוה ופורום החוסכים לפנסיה בספטמבר 2013, המתייחס לאותו נושא של עדכון קצבת הפנסיה כתוצאה מהשינוי ברמת הריבית ותחזית התשואה חסרת הסיכון לעומת המקובל בשנים שלפני כן. מסמך זה מצורף למסמך הנוכחי.

## רקע

משנות התשעים בוצעו מספר רפורמות בשוק החסכון הפנסיוני. בראשן המעבר מקרנות פנסיה בשיטת צבירת זכויות (Defined Benefit) המקובלת בקרנות הפנסיה הותיקות, לשיטה המכונה בשם הציני Defined Contribution בה החוסך יודע רק מה יפקיד אך לא מה יקבל; העברת עובדי המגזר הציבורי מפנסיה תקציבית לפנסיה צוברת; והפחתת הנפקת אג"ח מיועדות לקרנות הפנסיה, מ-70% ל-30%. הצירוף של שינויים אלו נתפס כהסתלקות המדינה הן מאחריות ישירה לנושא הפנסיה והעברתו למגזר הפרטי ולשוק ההון, והן ממחויבות למרכיב הערבות ההדדית.

בנוסף, צעדים אלו וצעדים נוספים, כגון הפסקת שיווק ביטוחי מנהלים בלי מקדם קצבה מובטח, נועדו להבטיח את יציבות המערכת המשלמת את הפנסיה, והגבלת חשיפת המדינה וגופי הפנסיה לפרמטרים מערכתיים כגון עלייה כוללת גדולה מהצפוי בתוחלת החיים. אולם בד בבד, גדל הסיכון המוטל על החוסך, והחשיפה

שלו לסיכונים של פגיעה ביציבות הפיננסית, כמי שצריך לחיות מכספי הפנסיה בגיל מבוגר, ולרכוש בעזרתם מזון, תרופות ועוד.

בשנה האחרונה הוביל ומוביל משרד האוצר מספר צעדים לשיפור הפיקוח על הגופים המוסדיים ולהגדלת התחרות ביניהם. **אנו מעריכים את פעילות האוצר להגדלת התחרות ותומכים בה, אולם צעדים אלו אינם יכולים להוות תחליף מלא לאחריית ישירה של המדינה, בנושאים בהם יש בכך צורך ולמדינה יש יתרון יחסי. הנושא שלפנינו הוא דוגמא למקרה שבו על המדינה לקחת אחריות.**

### **השינוי המוצע ומשמעותו**

השינוי מכניס את הפורש לפנסיה למצב של חוסר ודאות לגבי קצבת הפנסיה הצפויה לו. עד עתה, יכול הפורש, או יועץ המסייע לו, לנבור היטב בתקנון המפורט של קרן הפנסיה והטבלאות הנלוות אליו, ולחשב במדויק את הקצבה הצפויה לו. אולם לאחר השינוי, לפי סעיף 8:

א. הקרן תצרף לתקנונה נספחים בהם יפורטו מקדמים מייצגים להמרת יתרה צבורה של מבוטח לפנסיית זקנה (להלן: **מקדמי ההמרה**) בהתאם לגילו של המבוטח במועד יציאתו לפנסיית זקנה, מינו, שנת לידתו, גילו של בן הזוג באותו המועד, תקופת הבטחת תשלום מזערית ושיעור פנסיית שאירי פנסיונר בו בחר המבוטח.

מקדמי ההמרה בתקנון יהיו מקדמים מייצגים ולא מקדמים מחייבים. ואילו החישוב המחייב יתבצע עם הפרישה באופן הבא:

### **9. מקדם עדכון למקבלי פנסיית זקנה ושאריו**

א. חברה מנהלת תחשב לגבי פנסיונר, ערב יציאתו לפנסיית זקנה, את הגרעון או העודף במחויבות האקטוארית, הנובע מהפער שבין הנחת ריבית שנתית להיוון לבין עקום ריבית ההיוון במועד הפרישה (להלן - **הפער במחויבות האקטוארית**). החברה המנהלת תיצור מקדם אשר ישקף את פריסת הפער במחויבות האקטוארית ועדכון הקצבה בהתאם לפער כאמור, למשך תקופת תשלום הקצבה הצפויה לאותו פנסיונר במועד יציאתו לקצבה או 20 שנים, לפי הנמוך מבניהם. המקדם האמור יחושב לפי גילו של הפנסיונר במועד יציאתו לפנסיית זקנה, מינו, שנת לידתו, גילם של השארים באותו מועד, תקופת הבטחת תשלום מזערית ושיעור פנסיית שאירי פנסיונר בו בחר המבוטח (להלן - **מקדם עדכון**).

כלומר המקדם יחושב אד-הוק לכל חוסך במועד הפרישה בפועל. דבר זה ייצור מצב של **חוסר שקיפות כלפי החוסך וחוסר אפשרות של החוסך לשחזר את החישוב.**

לאחר מכן, קובע סעיף 10, תתעדכן קצבת הפנסיה בהתאם לגורמים הבאים:

### **10. עדכון פנסיה**

א. החברה המנהלת תעדכן את הפנסיות המשולמות לזכאים לקצבה בהתאם לכל אלה:

6. לפי שיעור עודף או גרעון אקטוארי הנובע מגורמים דמוגרפיים – בהתאם להוראות סעיף 4(א) לחוזר הוראות דיווח כספי לקרן פנסיה חדשה ובהתאם לסעיף ב' לנספח 2 לחוזר האמור;

7. לפי שיעור עודף או גרעון אקטוארי הנובע מתשואות ושינויים בשיעורי ריבית להיוון - בהתאם להוראות סעיף 4(ב) לחוזר הוראות דיווח כספי לקרן פנסיה חדשה ובהתאם לסעיף ד' לנספח 2 לחוזר האמור ;
8. לפי שיעור שינוי המדד - מידי שנה, החל מהחודש העוקב למועד פרסום הדוח הכספי השנתי, בהתאם לשיעור השינוי במדד בשנת מאזן ביחס לשנת המאזן הקודמת ;
9. לפי שיעור מקדם עדכון למקבל פנסיית זקנה ושאיירו - מידי שנה, החל מהחודש העוקב למועד פרסום הדוח הכספי השנתי.

ראשית לא ברור לנו מדוע מספור תתי-הסעיפים מתחיל מ-6 ולא מ-1. אבל הרשימה הזו, פרט לסעיף 8 המתייחס להצמדה למדד, מראה עד כמה לא יציבה ולא בטוחה תהיה קצבת הפנסיה לאחר היציאה לפנסיה. אולם הסעיף החדש והמשמעותי לענייננו הינו סעיף 7 המתייחס לתשואות ושינויים בשיעורי ריבית להיוון. סעיף זה מפנה לחוזר פנסיה 28-2015, שבו נאמר בין השאר בסעיף 4 (ב):

**א. עודף אקטוארי או גרעון אקטוארי הנובע מתשואות ושיעורי ריבית להיוון**

1) עודף אקטוארי או גרעון אקטוארי שהתגלה בתקופת הדיווח הכספי והנובע מהגורמים המפורטים להלן ייזקף אך ורק לפנסיונרים או לזכאים קיימים לפנסיה, לפי נסיבות העניין :

א. השינוי בתשואה על נכסים המשמשים לכיסוי התחייבויות כלפי פנסיונרים או זכאים קיימים לפנסיה, לפי נסיבות העניין, בתקופת הדיווח הכספי, לעומת התשואה על אותם נכסים אשר הונחה במועד הכנת המאזן האקטוארי השנתי הקודם עבור אותה תקופת דיווח כספי ;

ב. השינוי בשיעורי הריבית להיוון התחייבויות הקרן כלפי פנסיונרים או זכאים קיימים לפנסיה, לפי נסיבות העניין, לעומת שיעורי הריבית להיוון ההתחייבויות האמורות שהונחו לצורך הכנת המאזן האקטוארי השנתי הקודם של הקרן (להלן: "המאזן השנתי הקודם").

כלומר, הפנסיונרים לאחר פרישתם ממשיכים להיות חשופים לשינויים בשוק ההון, תשואה על נכסים ושינויים בעקום הריבית. **כמובן, אלו דברים שאין להם שום שליטה עליהם, ואין קשר בינם לבין רמת ההוצאות הנדרשת בתקופת הפנסיה.** חמור יותר, ששינויים זמניים בעקום הריבית יכולים להשפיע על כל היוון ההתחייבויות במאזן האקטוארי, ולפיכך לגרום לשינויים תכופים בקצבאות.

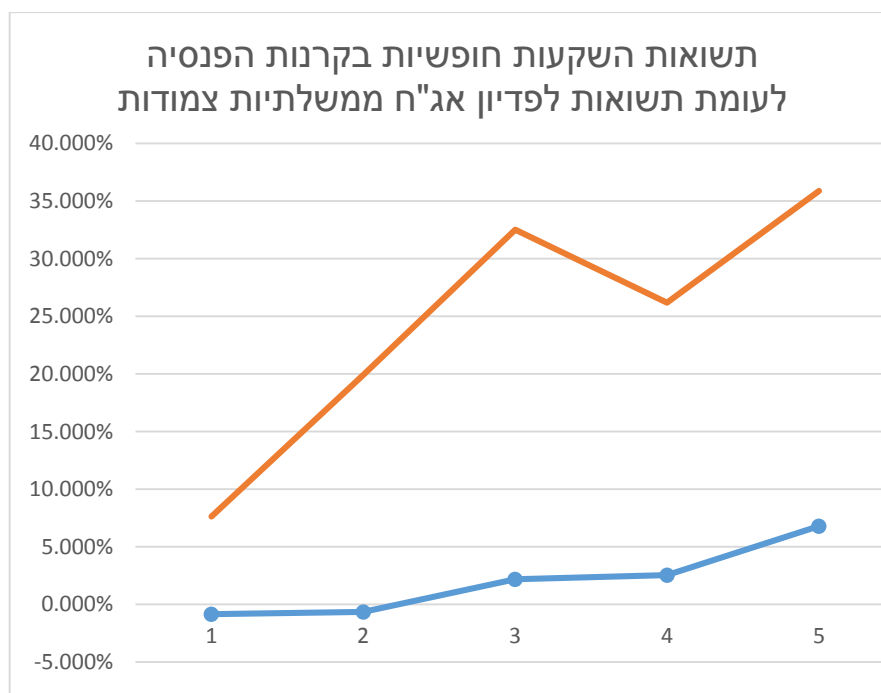
נספח 1 לטיוטת חוזר זה, קובע כי הנכסים של קרן הפנסיה, שאינם אג"ח מיועדות, ישוערכו לפי תשואה צפויה המבוססת על עקום הריביות של אג"ח ממשלתיות סחירות צמודות למדד. האם הנחה זו היא מוצדקת? לצורך העניין בדקנו את התשואה של כלל קרנות הפנסיה החדשות המקיפות בין השנים 4-2010, בנטרול המרכיב של אג"ח מיועדות "ערד" (כלומר בהסתכלות על התשואה במרכיב החופשי, המהווה 70% מכספי הקרנות, בהנחה שה-30% הנותרות נותנות תשואה של 4.86%

לשנה צמוד למדד. את התשואה הזו השווינו לתשואה לפדיון של אג"ח ממשלתיות  
 סחירות צמודות למדד, שהוא ה-benchmark שמעוניין משרד האוצר לקבוע.  
 בפורמט טבלה :

תשואת קרנות תשואת קרנות הפנסיה החדשות בניכוי אג"ח מיועדות עד סוף 2014	תשואת קרנות הפנסיה החדשות (ריאלית) עד סוף 2014	עליית מדד המחירים לצרכן עד סוף 2014	תשואת קרנות הפנסיה החדשות (נומינלית) עד סוף 2014	תשואה לפדיון שנתית אג"ח צמודות לתקופה* תקופה (שנים)	תשואה לפדיון שנתית אג"ח צמודות לתקופה* תקופה (שנים)	תאריך תחילת התקופה
7.63%	6.80%	-0.20%	6.59%	-0.864%	-0.863504	1 31/12/2013
19.90%	16.92%	1.62%	18.81%	-0.669%	-0.335	2 31/12/2012
32.52%	27.36%	3.28%	31.53%	2.176%	0.72	3 31/12/2011
26.17%	24.59%	5.52%	31.47%	2.531%	0.626818	4 31/12/2010
35.87%	33.14%	8.33%	44.23%	6.786%	1.321739	5 31/12/2009

\* מקורות: תשואות לפדיון אג"ח ממשלתיות ע"פ אתר בנק ישראל, תשואות קרנות הפנסיה ע"פ פנסיה-נט,  
 עליית מדד המחירים לצרכן ע"פ אתר הלשכה המרכזית לסטטיסטיקה.

ובגרף:



אנו רואים אפוא, כי תשואת ההשקעות החופשיות בקרנות הפנסיה החדשות בשנים  
 2010-4 או חלקן היא דבר אחר לגמרי מה-benchmark המיועד לה, תשואה לפדיון  
 של אג"ח ממשלתיות צמודות לתקופה המקבילה, כפי שנמדדה בתחילת התקופה,  
 ובסדרי גודל אחרים לגמרי. נראה לנו שנכון יותר להסתכל על תשואות הסטוריות  
 בשוק בטווח של 5-10 שנים אחורה.

## הבחירה הקשה של הפנסיונרים

מנגנון העדכון כפי שמוצע בטיטת החוזר, בצירוף עם חופש בחירה בין קרנות כפי שניתן כעת גם לפנסיונרים, עלול ליצור מצב בו בפני הפנסיונרים תעמוד למעשה בחירה בין מסלול פנסיונרים שבו הכספים יושקעו באופן סולידי, וייתנו תשואה נמוכה מהתחזית, כך שהקצבה תלך ותישחק במהלך השנים, לבין מסלול שבו שהכספים יושקעו בסיכון גבוה יותר, כולל מרכיב משמעותי יותר של מניות, שבו ייתכן והתשואה לאורך זמן לא תהיה רעה, אבל תהיה כרוכה בתנודות וטלטלות. תנודות כאלה אנו רואים בשבוע שבו נכתב מסמך זה, השבוע האחרון של אוגוסט 2015, בו הבורסות בכל העולם בטלטלה וירידות שערים (עד 8% ליום) בגלל ספקות לגבי המשך הצמיחה בכלכלה הסינית.

חלק גדול מהפנסיונרים בקרנות החדשות, ואלו שיצטרפו אליהם בקרוב, הם אנשים קשי יום, שהתחילו לחסוך בגיל מבוגר (אחרת היו בקרנות הותיקות או בפנסיה תקציבית) ולכן שיעור התחלופה שלהם נמוך. להכניס אותם להחלטה כזו, בזמן שהם תלויים בקצבת הפנסיה באופן קבוע למימון מזון, תרופות והוצאות מחיה אחרות, היא החלטה קשה ובחלק מהמקרים לא אנושית. נכון שישנם גם חוסכים מתוחכמים יותר בעלי ידע פיננסי מסוים, שיכולים ורוצים לקבל החלטה בעצמם. אולם לצערנו אין זה המקרה של רוב הציבור. לכן, אנחנו סבורים, שהממשלה צריכה לקחת בחזרה חלק מהאחריות, ולהעמיד לפנסיונרים פתרון טוב יותר, בלי לשחוק את הקצבה מחד, או לסכן אותה בבורסה מאידך.

## אג"ח מיועדות – כמה ואיך?

הפתרון הנהוג בישראל מאז ומתמיד, למתן רשת בטחון ממשלתית לכספי הפנסיה, הוא הנפקת אג"ח ממשלתיות מיועדות צמודות למדד ולא סחירות, שהתשואה עליהן אינה תלויה בתשואות בשוק.

הטענה הנשמעת לעיתים היא שאג"ח מיועדות אינן נהוגות בעולם. אנו מצאנו שקיימות Designated Bonds במערכות הפנסיה באוסטרליה וניו-זילנד, כמו כן באנגליה זכאיות קרנות הפנסיה לרכוש אג"ח צמודות למדד (TIPS) בתנאים טובים יותר מאלו הקיימים בשוק, שזה בעצם הסדר דומה למרות שכאן מדובר באג"ח סחירות.

אולם יש לזכור שברוב מדינות OECD, ובמיוחד באירופה, קצבאות הביטוח הלאומי לפנסיונרים הן גבוהות משמעותית מאלו שנהוגות בישראל. מימון ממשלתי ישיר גבוה יותר לפנסיה, מקטין כמובן את הצורך במימון העקיף. במדינות אחרות בהן השתתפות המדינה נמוכה, כגון צ'ילה, קיימת רשת בטחון ממשלתית למסלולי החסכון של החוסכים המבוגרים. אג"ח מיועדות היא בעצם רשת הבטחון הנהוגה בישראל.

כיום **כמות האג"ח המיועדות אינה נותנת מענה מספיק** הן לחוסכים המבוגרים (גיל 60 ומעלה) בקרנות הפנסיה, ובודאי שלפנסיונרים בפועל, על-מנת להבטיח תשואה סבירה וחסרת סיכון. כמו כן היא איננה נותנת מענה לעמיתי קופות הגמל, ובמיוחד המבוגרים, שרובם נמנים על ציבור העצמאים, אשר זקוקים אף הם לרשת בטחון דומה. נושא זה נדון בעתירה לבג"ץ 6925/14, אשר פורסם החוסכים לפנסיה נמנה עם מגישה.

**הגדלת כמות האג"ח המיועדות והפרדתן מתקציב המדינה :** הצעה שכבר הצגנו למשרד האוצר במספר הזדמנויות תאפשר להגדיל את היקף האג"ח המיועדות ללא הוצאה תקציבית נוספת וללא הגדלת החוב הלאומי. כיום כספים שמגויסים מהנפקת האג"ח המיועדות נבלעים בתקציב המדינה, הריבית עליהם ממומנת מתקציב המדינה, והחוב בגינם הוא חלק מהחוב הלאומי. ההצעה מציעה הקמה של קרן ריבונית (בדומה לקרן הלאומית לתמלוגי הגז, שמוקמת בימים אלה) שתנהל את הכספים שיגויסו מהנפקת אג"ח מיועדות נוספות, ותפוקח ע"י ועדה ציבורית. קרן זו תוכל להשקיע בנכסי Equity בארץ ובחו"ל מתוך כוונה לייצר תשואה בטווח הארוך, וגם לקדם יעדים לאומיים (לדוגמא: דיור להשכרה, או השקעה במו"פ) כל עוד שומרים על תשואה סבירה. המדינה תהיה ערבה להחזר כספי האג"ח, בריבית המקובלת כיום של 4.8% לשנה - כמו שראינו, אין בעיה להשיג תשואה כזו בהשקעה חופשית בטווח הארוך, כמו למשל תשואות הנכסים החופשיים בקרנות הפנסיה החדשות שעולות על 5% לשנה ואף יותר, כך שלהערכתנו המדינה לא תצטרך לממן את הקרן, אלא לשמש כ"סופגת סיכון" בלבד – סיכון שכיום המדינה יכולה לשאת בו טוב מגורמים אחרים. במאזן הלאומי, קרן זו תוצג כחוזה Swap בו היא מחויבת לריבית קבועה ומרוויחה תשואה משתנה, גובה ההתחייבות כמובן קטן בסדרי גודל מגובה החוב המלא.

יש הסבורים, שהמדינה לא צריכה לנהל קרן השקעות משלה, ויש להותיר זאת למגזר הפרטי. אולם המדינה כבר מנהלת מספר קרנות השקעה: יתרות המט"ח של המדינה, שמנוהלות ע"י בנק ישראל; קרנות הפנסיה הותיקות שבהסדר, שמנוהלות ע"י "עמיתים" מטעם משרד האוצר; קרן הנכסים של האפוטרופוס הכללי; וכאמור קרן תמלוגי הגז שנמצאת בהקמה, ואמורה להשקיע בחו"ל בלבד. הקמת קרן כזו היא פשרה בין הקמת קרן פנסיה ממלכתית מלאה, שהוצעה בעבר בכנסת, לבין המצב הקיים.

כאמור נשמח לקבל התייחסות פרטנית של הגורמים הרלוונטיים באוצר להצעה זו.

**חלוקה אחרת של האג"ח המיועדות הקיימות:** הצעה זו היא חלופה בעדיפות נמוכה יותר מבחינתנו, אולם היא טובה יותר מהמצב הקיים והמוצע. הצעה זו בעצם תומכת במודל הצייליאני באמצעות הסטת חלק גדול של אג"ח מיועדות לחוסכים המבוגרים והפנסיונרים, על חשבון החוסכים הצעירים. המטרה היא להבטיח תשואה חסרת סיכון לאוכלוסיה שבאמת היא במהותה שונאת סיכון יותר.

גם בהצעה זו יושג היעד של הבטחת תשואה ויציבות הקצבה לחוסכים המבוגרים, אולם על חשבון החוסכים הצעירים. צריך גם לזכור שגובה ה"סבסוד" לכאורה משתנה עם השינוי בריבית השוק, ויירד ברגע שהריביות יעלו, גם כאשר תנאי האג"ח לא משתנים.

## חישוב התשואה לצורך עדכון יתרה צבורה

בחוזרים יש נוסחאות רבות ולא נתייחס אל רובן, פרט לנוסחה הזו שמופיעה בנספח 2:

חישוב תשואת הקרן למבוטחים בחודש  $t$ :

$$y_t^m = \frac{K_t^m - K_{t-1}^m + M_t - H_t}{K_{t-1}^m + 0.5 \times (H_t - M_t)}$$

נראה לנו שהנוסחה הנכונה צריכה להיות מחושבת על-בסיס IRR (שיעור תשואה פנימי – Internal Rate of Return) ולא על בסיס ממוצע תקופתי, שהוא בעצם קירוב בלבד. כלומר את יש להציג שיעור התשואה, שבחלוקה יומית, ותוך חישוב ההכנסות וההוצאות מדי יום, יביא ליתרה שבסוף התקופה.

### סיכום

בעיית עדכון קצבאות הפנסיה והתאמתן לרמת הריבית הקיימת בשוק היא נושא שעל משרד האוצר לטפל בו, אולם הפתרון שהוצג, של עדכון רצוף ותנודתיות של גובה הקצבה, בדומה לתנודות בשוק ההון, איננו מתאים לרוב האוכלוסיה המבוגרת.

בנושא זה, אנו סבורים שעל המדינה לקחת מחדש את האחריות שזנחה בעשור האחרון, ולהנפיק אג"ח מיועדות בשיעור גבוה לתיקי החסכון של הפנסיונרים והחוסכים המבוגרים. הנפקה זו תאפשר להקטין את התלות במצב הבורסה, שוק ההון וגובה הריבית ותחסוך את הצורך במנגנון עדכון זה.

לחלופין, נציע הקמה של ועדה ציבורית שתבחן את נושא האג"ח המיועדות ואופן הקצאתן, וכיצד יש לעדכן בהתאם את קצבאות הפנסיה.