

הצעת חוק 'הבטחת היציבות בתשואות קרנות הפנסיה'

12.09.2021, ו' בתשרי תשפ"ב

תמצית

הצעת החוק מציעה להמיר את רשת ההגנה שפורשת כיום המדינה על חסכונות הציבור לפנסיה בדמות אג"ח מיועדות, במנגנון הבטחת תשואה שינוהל בקרן ייעודית בבנק ישראל ויופעל רק במקרה הצורך. הסדר זה אמור להקטין את הוצאות המדינה על רשת ההגנה

ולהגדיל את גמישותה בניהול החוב שלה, וזאת מבלי לפגוע בהגנה על תשואות קרנות הפנסיה.

אולם ניתוח הצעת החוק במתכונתה הנוכחית מגלה כי היא מלאה בבעיות וקשיי יישום שמעלים חשש כבד באשר ליכולת המדינה לעמוד בהתחייבויות שלה, ומכאן קצרה הדרך לפגיעה בלתי הפיכה בחסכונות הפנסיוניים של הציבור. מספר גופים, בהם בנק ישראל ורשות שוק ההון, טוענים כי המנגנון המוצע מסכן באופן ממשי את אמון הציבור בחיסכון היחיד שמבטיח

רווחה כלכלית בעת הפרישה מעבודה, וכי ישנן אלטרנטיבות עדיפות בדמות מכשירים פיננסיים שונים. אולם אלו הם מכשירים מורכבים מעט, שבחינתם ובנייתם דורשות זמן ומכאן שאינן יכולות להתבצע בסד הזמנים של חוק ההסדרים.

לפיכך, ומכיוון שמדובר ברפורמה הנוגעת בלב ליבו של אמון הציבור בחיסכון הפנסיוני, לא ניתן לאשר את הצעת החוק במסגרת חוק ההסדרים ויש לדון בה בנפרד, בין השאר לאחר הקמתה של ועדת מומחים שתבחן את ההסדרים השונים המוצעים בה ותשווה אותם לזה הנוכחי. לחלופין, ניתן לדחות את יישומה על מנת להיערך להחלפת המנגנון המוצע במנגנון של אג"ח הפרשים, על פי הצעת בנק ישראל ורשות שוק ההון.

מלבד משרד האוצר, אין תומכים רבים להצעה זו. בנק ישראל, רשות שוק ההון, ההסתדרות הכללית, ארגוני חברה אזרחית ומומחים מהאקדמיה – מתנגדים לה, גם אם מסכימים שיש מקום לבחינה מחדש של יעילות ההסדר הנוכחי המבוסס על אג"ח מיועדות

רקע להצעת החוק והמלצותיה

כיום מנפיקה המדינה לקרנות הפנסיה אג"ח מיועדות הנושאות תשואה קבועה של 4.86%. ההסדר שחל עד כה קובע שהקרנות מחויבות לרכוש אג"ח אלו על פי שיעור של 30% מנכסיהן (או 70% במקרה של מי שהחלו לקבל גמלה לפני שנת 2004). כך נפרשת רשת הגנה כלשהי על החסכונות הפנסיוניים של הציבור, במקביל לאספקת תזרים כספים למדינה לצורך מימון הוצאותיה.

במצב כמו זה של השנים האחרונות, כאשר הריבית על אג"ח מדינה היא נמוכה משמעותית מ-4.86%, המדינה יכולה לגייס חוב זול יותר ולחסוך מיליארדי שקלים בשנה. על מנת לחסוך את הוצאות הריבית על האג"ח המיועדות, מציע עתה משרד האוצר להמיר את מנגנון האג"ח המיועדות במנגנון הבטחת תשואה. על פי ההצעה, תופסק הנפקת האג"ח המיועדות לקרנות הפנסיה עד שבהדרגה הן כלל לא יחזיקו באג"ח מסוג זה. במקום זאת, המדינה תבטיח כי בכל תקופה בה התשואה על 30% מנכסי הקרן תרד מתחת ל-5%, יועברו בהתאם כספים לקרנות הפנסיה הרלוונטיות על מנת להשלים את התשואה ל-5%.

בכך מקווים התומכים בהצעה להשיג שתי מטרות. הראשונה, והמרכזית שבהן, היא הקטנת ההוצאה התקציבית על הריבית שמעבירה המדינה לקרנות הפנסיה המחזיקות את האג"ח המיועדות שהנפיקה עבורן. המטרה השנייה, והמשנית, היא הגדלת החופש של המדינה לקבוע את תמהיל החוב שנועד לממן את הוצאותיה. זאת, כאשר החוסכים לפנסיה לא נפגעים.

על מנת להבטיח שיהיו כספים אותם ניתן להעביר בשעת הצורך לקרנות הפנסיה, הצעת החוק ממליצה על הקמתה של קרן איזונים שתתופעל על ידי החשב"ל באמצעות חשבון ייעודי בבנק ישראל. אל הקרן יופרשו כספים מקרנות הפנסיה ובמקרה הצורך גם מתקציב המדינה. קרנות הפנסיה יפרישו לקרן אם ורק אם השיגו תשואה גבוהה מ-5% בתקופה הרלוונטית. במקרה כזה, ההפרש שיועבר לקרן הוא התשואה בפועל פחות 5% כפול 30% מסך כל הנכסים. במקרה פשוט של קרן שכבר לא מחזיקה אג"ח מיועדות ואין לה גמלאים ותיקים (שהחלו לקבל גמלה לפני שנת 2004), אם קרן פנסיה השיגה תשואה של 7% בשנה כלשהי, היא תפריש לקרן האיזונים:

$$2\% \times 30\% \times \text{סך הנכסים שלה.}$$

חישוב התשואה ייעשה כל חודש על סמך התשואה שהושגה ב-60 החודשים האחרונים. יצוין כי ההצעה מאפשרת לשר האוצר לקבוע בתקנות את תמהיל הנכסים שייכללו לצורך חישוב התשואה, שיגובה על ידי קרן האיזונים וישמש גם לחישוב התשואה העודפת. כל עוד

שר האוצר לא עשה זאת, החלק מנכסי הקרן עליו יופעל מנגנון הבטחת התשואה ולפיו תחושב התשואה העודפת הוא פשוט 30% מכלל נכסי הקרן (פחות האג"ח המיועדות ונכסים שעוד לא עברו 60 חודשים מאז שנרכשו, ולכן אינם נכללים עדיין במנגנון הבטחת התשואה), או 70% במקרה של מי שהחלו לקבל גמלת פנסיה לפני 2004.

ניתוח הצעת החוק

אל מול היתרונות בכל הנוגע לחיסכון בהוצאות המדינה והגמשת ניהול החוב שלה, יש להחלפת מנגנון האג"ח המיועדות מספר חסרונות וקשיים. ניתן לחלק את אלו לחסרונות בהשגת יעד החיסכון בהוצאה וההגנה על החוסכים לפנסיה, ולקשיים שעלולים להתעורר ביישום עצמו של מנגנון הבטחת התשואה.

חסרונות המנגנון המוצע:

1) המנגנון החדש יעוגן בחקיקה ראשית, בעוד המנגנון הקיים מעוגן בחוזה מסחרי בצורת אג"ח. בשגרה לא צפוי להיות שינוי כלשהו במידת התוקף של שני המנגנונים וברמת האמון שהציבור נותן בהם; אולם במקרי קיצון כמו שאירעו בישראל בעבר – לדוגמה בשנת 2008, אז הקרנות החדשות השיגו תשואה ממוצעת חמש שנים אחורה של כ-3.7% בשנה – ירידה חדה מאוד בתשואות קרנות הפנסיה, במקביל למיתון, עלולה להקשות על קרן האיזונים ועל יכולתה של המדינה להשלים את הסכומים הנדרשים לצורך הבטחת התשואה. במקרה כזה, עלול להיווצר לחץ לשנות את החקיקה על מנת להקל על ההוצאה התקציבית של המדינה. מנגד, אי-עמידה בתשלומי הריבית על האג"ח או פירעון במועד, משמעותה פשיטת רגל של המדינה, מהלך לו עלולות להיות השפעות נרחבות ושליליות מאוד על המשק הישראלי ועל יכולת המדינה לגייס חוב בעתיד. משכך, במקרי קיצון אג"ח נתפסות כמחייבות יותר מאשר חקיקה ראשית.

2) לא מן הנמנע כי המדינה תהיה חשופה להוצאות תקציביות גדולות מאוד גם ללא מיתון דרמטי או ירידות חדשות בשוקי ההון שיפגעו בתשואות הקרנות. בהנחה ששר האוצר יקבע בתקנות כי החלק מנכסי קרן הפנסיה עליו יחול מנגנון הבטחת התשואה יהיה פחות או יותר דומה בתמהיל הנכסים שבו לאג"ח מדינה (בין אם אג"ח מדינה סחיר, אג"ח קונצרני או נכסים לא-סחירים אחרים הנהנים מיציבות גבוהה), התשואה על אלו עלולה להיות קטנה מ-5% לאורך תקופות ארוכות, גם אם לא שלילית.

נכסים מעין אלו צפויים להניב לאורך זמן תשואה של כ-2.5%-3% בשנה. מכאן שהמדינה תתבקש להשלים מקרן האיזונים או מתקציב המדינה 2%-2.5% בשנה. במצב הקיים, מנגנון

הבטחת התשואה עדיין חוסך כסף למדינה לעומת אג"ח מיועדות (שם נדרשת 'השלמה' של 4.86%). אולם לאורך זמן, ואם וכאשר הריבית תעלה ואיתה גם הריבית שהמדינה תידרש לשלם על האג"ח אותן היא מנפיקה, השלמת תשואה שכזו שנה אחר שנה תביא איתה עלויות תקציביות דרמטיות שעלולות להחליש את נכונות המדינה לעמוד בעתיד במנגנון הבטחת התשואה המוצע בהצעת החוק.

3) כיום כמעט שאין לקרנות הפנסיה הוצאות ניהול בקנייה ופירעון של אג"ח מיועדות, אולם הן יידרשו להוצאות ניהול השקעות עבור ההשקעה שתחליף את האג"ח הללו. לקרנות הפנסיה נקבעה תקרה של 0.25% מסך הנכסים לצורך מימון הוצאות אלו, כאשר חלק גדול מקרנות הפנסיה נדרש להוצאות של כ-0.15%. בהנחה ששיעור זה לא ישתנה, תשואה נטו של 4.86% תחייב תשואה ברוטו של 5.01%. כל עלייה בהוצאות ניהול ההשקעות תחייב תשואה ברוטו גבוהה יותר, על מנת שהחוסכים לא ייפגעו לעומת המצב הנוכחי. אולם הצעת החוק קובעת שהבטחת התשואה תיעשה לפי תשואה ברוטו של 5%.

4) קרנות הפנסיה זקוקות לשערוך על מנת לקבוע האם הן בעודף או בגירעון אקטוארי. אולם ממכתב למשרד האוצר של המנהל המיוחד 'עמיתים' (מנהלת קרנות הפנסיה הוותיקות שבהסדר), עולה כי כלל לא ברור אופן שיערוך השווי הכספי של התחייבות המדינה במנגנון החדש. מבדיקה של 'עמיתים', המוצגת במכתב, עולה כי מכיוון שקרן האיזונים המוצעת חשופה לתנודתיות בשיעורי הריבית יותר מאשר אג"ח מיועדות, גם האיזון האקטוארי יהיה תנודתי יותר ומכאן שהמנגנון המוצע מביא איתו סיכוי גדול יותר להפחתת הגמלה של הפנסיונריות והפנסיונרים.

קשיים עם יישום המנגנון המוצע:

1) חלק מהערות הגופים הנוגעים ברפורמה, כגון ההסתדרות הכללית, מציינות כי הצעת החוק אינה מסבירה כיצד ייערך חישוב החלק עליו נעשית הבטחת התשואה עבור עמיתים שהתניידו בין קרנות הפנסיה. סוגיה טכנית זו עלולה להערים קשיים משמעותיים בבניית המנגנון התפעולי לו יידרשו קרנות הפנסיה.

2) כאשר ייקבעו התקנות המגדירות את תמהיל ההשקעות עליו יופעל מנגנון הבטחת התשואה, יעמדו קרנות הפנסיה בפני 'סיכון מוסרי' שלא להתאמץ להשיג תשואה גבוהה מ-5% עבור החוסכים, היות שבכל מקרה יידרשו להעביר את התשואה העודפת לקרן האיזונים. בהנחה והן אכן לא ישיגו תשואה גבוהה יותר, המשמעות היא כי לא יועברו כספים לקרן האיזונים.

(3) יום התחולה של הרפורמה הוא ה-1 בינואר 2022, כאשר שר האוצר יכול לדחות את היישום בחצי שנה נוספת. כלל לא ברור שקרנות הפנסיה מסוגלות לעמוד בלוח זמנים שכזה.

התיקונים הנדרשים להצעת החוק

ניתוח הבעיות במנגנון הצעת החוק מגלה כי לא ניתן לאחוז במקל משני קצותיו: אי אפשר גם לבטל כמעט לחלוטין את הוצאות המדינה על רשת הביטחון הפרושה על החסכוניות הפנסיוניים, וגם להבטיח שאלו לא ייפגעו בשעת משבר. על כן, כל שיפור של ההצעה יכולול בהכרח הוצאה תקציבית כלשהי – אם כי פחותה מזו הקיימת כיום – יחד עם שמירה על רשת הגנה דומה לזו הנוכחית.

בהתאם לכך, ישנן שתי חלופות שאפשר לבחון. האחת מסתפקת בתיקון של המנגנון המוצע והשנייה היא החלפת המנגנון המוצע.

(1) פתרון מסוים לחשש מהתחמקות המדינה מהבטחת התשואה במקרי קיצון, יכול להיות שינוי המקורות התקציביים של קרן האיזונים. המנגנון המוצע בהצעת החוק מבוסס על מחקר שערכו פרופ' אביה ספיבק וד"ר יאיר כוכב. אולם לפי החוקרים, המדינה היא זו שצריכה להעביר את הכספים לקרן האיזונים והחוסכים ישאירו בידיהם את התשואה העודפת על החלק המבוטח. העברה שוטפת של כספים מהמדינה לקרן האיזונים – על פי מודל תמחור סיכונים שיבוצע ביחידת החשב"ל – עשוי להפיג במשהו את החששות מפני אי-עמידה של המדינה בהתחייבותה לקרן האיזונים.

תיקון שכזה יכול גם לפתור חלק מהקשיים הטכניים הנוגעים לייחוס הבטחת התשואה למתניידים בין הקרנות, ובוודאי יפתור את בעיית הסיכון המוסרי שעומדת בפני מנהלי הקרנות. כמו כן, לפי ספיבק וכוכב, צעד שכזה יכול להעלות בשיעור של עד 25% את הגמלה שיקבלו החוסכים בעת הפרישה.

(2) על מנת לפתור מהשורש את הבעיות שעולות מהמנגנון הקיים, לא ניתן להסתפק בתיקונים קוסמטיים בלבד. זו היא הסיבה לכך שרבים מהמומחים העוסקים בתחום, כולל ברשות שוק ההון ובבנק ישראל, מציעים להחליף את מנגנון קרן האיזונים במכשיר פיננסי מסוג אג"ח הפרשים. 'אג"ח הפרשים' הוא אג"ח שמנפיקה המדינה, ואשר נושא התחייבות להשלים את התשואה ל-5% וערכו משתנה בהתאם לפער שבין התשואה בפועל לתשואה המובטחת. לעומת ההצעה הנוכחית, לאג"ח שכזה יש שני חסרונות. האחד הוא שזהו מכשיר פיננסי שבנייתו יכולה לארוך זמן רב יחסית, ומכאן שהרפורמה המוצעת בהצעת החוק לא תחול

בתחילת 2022 וכנראה גם לא במהלך השנה הקרובה. עם זאת, ספק אם גם כך המערכת הפנסיונית ערוכה להחלטה של הרפורמה המוצעת בתקופה הקרובה, ובכל מקרה לא צפויה השפעה על תקציב המדינה הקרוב שכן תשלומי הריבית על האג"ח המיועדות הקיימות לא יתבטלו. חיסרון שני הוא שאג"ח שכזה לא יאפשר את הגמישות בניהול החוב שאגף התקציבים באוצר מעוניין בה, שכן הוא מגביל את המדינה להמשך הנפקת אג"ח. מנגד, לאג"ח הפרשים ישנם מספר יתרונות. האחד הוא שמירה על המחוייבות החוזית של המדינה כלפי החוסכים לפנסיה, בדומה לאג"ח מיועדות. היתרון השני הוא שלאורך זמן אג"ח הפרשים יאפשר חיסכון תקציבי, שכן השלמה לתשואה המובטחת עדיין קטנה יותר מאשר תשלום מלוא התשואה המובטחת כפי שקורה היום. ככלל, מכשיר זה פותר את כל הבעיות שעלו מהניתוח המוצג לעיל, שכן הוא מחליף את מנגנון חישוב התשואה באג"ח המיועדות, אך משאיר על כנו את העקרונות המרכזיים של ההסדר הקיים כיום.

סיכום

הצעת החוק טומנת בחובה מספר בעיות מרכזיות שנכון לעכשיו לא ניתן להן מענה. זו היא הסיבה לכך שמלבד משרד האוצר, אין תומכים רבים לרפורמה זו. שורה של מומחים לפנסיה וגופים העוסקים בתחום – ביניהם בנק ישראל, רשות שוק ההון, ההסתדרות הכללית, ארגוני חברה אזרחית ומומחים מהאקדמיה – מתנגדים להצעת החוק כפי שהיא, גם אם הם מסכימים שיש מקום לבחינה מחדש של יעילות ההסדר הנוכחי המבוסס על אג"ח מיועדות. החיסכון הפנסיוני הוא החיסכון החשוב, הרגיש והמורכב ביותר שיש לציבור העובד. כל שינוי בו, בוודאי כזה הנוגע ברשת הביטחון שפורשת עליו המדינה, לא יכול להיעשות ללא דיון מקיף שבמסגרתו כל הנוגעים ברפורמה מביעים את דעתם ונעשית בדיקה מדוקדקת של החששות והפתרונות המוצעים. משום כך, אין מקום לאישור הרפורמה במסגרת חוק ההסדרים. ניתן לפעול לכינונה של ועדת מומחים שתבחן מחדש את הסדר האג"ח המיועדות. לחלופין, ניתן לדחות בשנה את כניסתו לתוקף של המנגנון החדש לצורך בניית מכשיר פיננסי מסוג אג"ח הפרשים המבוסס על הצעות בנק ישראל ורשות שוק ההון.

בברכה,
מיקי פלד
קרן ברל כצנלסון