

חוזר מסלולי השקעה

(המודל הצייליאני)

התייחסות פורום החוסכים לפנסיה

דצמבר 2014

כתב: רועי מימרן

תוכן העניינים

2	..... תוכן העניינים
2	..... מבוא
3	..... חשיבות המודל הצ'יליאני
4	..... תחולת המודל
4	..... חוסכים קיימים
5	..... כספי פיצויים
5	..... אופן מימוש המודל
6	..... הנפקת אג"ח מיועדות
6	..... חשיבות אג"ח מיועדות
7	..... טעויות נפוצות הקשורות לאג"ח מיועדות
7	..... כיצד תשפיע הפעלת המודל על שוק ההון?
8	..... סיכום

מבוא

מסמך זה מוגש ע"י פורום החוסכים לפנסיה בישראל (עמותה רשומה 580138106) בתגובה לטיוטת חוזר גופים מוסדיים 92-2014, המממש במשתמע (על אף שהמונח אינו מוזכר) את המודל הצ'יליאני להתאמת מדיניות ההשקעות לגיל החוסך.

אנו מוחים על כך שהמכתב הנלווה לחוזר ממוען לכבוד "מנהלי גופים מוסדיים" בלבד. מכך משתמע, לכאורה, כי בעלי העניין היחידים בתוכן החוזר הם הגופים המוסדיים. כיוון שמדובר כאן על מסלולי השקעה בהם ינוהלו כספי העמיתים, במכשירי חסכון בהם תשואת ההשקעות משפיעה באופן מלא וישיר על הכספים שיעמדו לרשות העמיתים, אנו סבורים כי בעלי העניין הראשוניים אמורים להיות העמיתים, וארגוני הצרכנים המייצגים אותם, ודעתם צריכה להישמע בנושא, זאת כמובן לצד הגופים המוסדיים.

אציין כי אנו תומכים ואף מחייבים את החלת המודל, ולכן רוב המסמך יתייחס להערות על דברים החסרים במסמך, יותר מאשר ביקורת על מה שכלול בו.

חשיבות המודל הצ'יליאני

ראשית, אנו מודעים לכך שהמושג "המודל הצ'יליאני" משמש בחו"ל גם לתאור כללי של הרפורמות שנעשו במערכת הפנסיה בצ'ילה בשנות ה-80, ובכללן המעבר ממערכת פנסיה ציבורית לפרטית, כאשר הנושא של התאמת מסלולי החסכון לגיל החוסך הינו רק חלק מהתמונה. אולם בישראל ובמקומות נוספים נהוג להתייחס למושג בהקשר של התאמת מסלולי החסכון לגיל החוסך, וכך נעשה גם כאן. בעבר משרד האוצר התייחס למודל גם בתור "המודל החכ"מ", שם שלא נעשה בו שימוש בחוזר זה, ולדעתנו בצדק.

אנו סבורים שהמודל הינו בעל חשיבות בלתי רגילה להגדלת התשואה של החוסכים הצעירים, מחד, ולהגנה על כספי החוסכים המבוגרים מאידך. במשבר הכלכלי בשנת 2008, ראינו התרסקות מהירה הן בשוק המניות והן בשוק האג"ח, בו זמנית. כתוצאה מכך התקבלו באותה שנה, לדוגמא, התשואות הבאות: ביטוח מנהלים במגדל – ירידה של 16.37%, ביטוח מנהלים הפניקס – ירידה של 26.14%, קרן פנסיה מנורה מבטחים – ירידה של 12.03%, קרן פנסיה מיטבית-עתודות (כלל ביטוח) – ירידה של 11.26%, קופת גמל הראל כספת – ירידה של 22.09%, קופת גמל תמר (כלל) – ירידה של 17.06%, קופת גמל פסגות-גדיש – ירידה של 17.24%. אין ספק כי ירידות כאלה, בתקופה קצרה או בכלל, יכולות לפגוע במיוחד במי שכבר חי מהכסף (כגון פנסיונרים בפועל בקופות הגמל), ותלוי בו כדי לקנות מזון ותרופות, וכמו כן בעמיתים בקרנות הפנסיה החדשות שיצאו לפנסיה בדיוק לאחר הירידות, והקצבה שלהם נקבעה בדיוק לפי שווי תיק הנכסים לאחר הירידה.

כמובן, אנו זוכרים שבשנה שלאחר מכן, 2009, היו עליות בשוק ההון וההפסדים הוחזרו ואף למעלה מכך. אולם זה היה יכול להיגמר אחרת, בתסריט אחר העליות היו יכולות להגיע לאט יותר ומאוחר יותר. היו גם הרבה אנשים, חלקם מקרים שפורסמו ביוזמתנו בטלוויזיה, שלאחר ההפסדים של 2008 העבירו את הכספים למסלול שקלי והפסידו את העליות של 2009. לפיכך אין ספק שחוסכים צעירים, אשר יש להם זמן רב עד מועד המשיכה, היו צריכים בצדק להשאיר את הכסף בקופות, ואולי אפילו להפקיד עוד בשערים הנמוכים. לעומת זאת, חוסכים מבוגרים, פנסיונרים או קרובים לפנסיה, היו צריכים להיות חשופים בשיעור נמוך בהרבה להשקעות מסוכנות: מניות, ואג"ח ללא בטחונות כפי שהונפקו בבורסה עד ועדת חודק, ובשנה האחרונה מונפקות בבורסה שוב.

לפיכך יש חשיבות בלתי רגילה להפעלת המודל כדי להגן על כספי החוסכים, וחשוב שהדבר ייעשה בהקדם, לגבי כלל הציבור וכלל מכשירי החסכון תלויי התשואה (כלומר, לכל סוגי הפנסיה הצוברת פרט לקרנות הפנסיה הותיקות).

אזכיר כי אחד הדפים הנקראים ביותר באתר האינטרנט של "פורום החוסכים לפנסיה בישראל" מהעלאתו לרשת בשנת 2010 ועד היום הינו הדף על המודל הצ'יליאני, המציג את המודל ומסביר את חשיבותו. בתקופה זו הצהיר משרד האוצר מספר פעמים על הכוונה לממש את המודל, אולם לא עשה זאת בפועל. במפגש השדולה לפנסיה הוגנת בכנסת שהתקיים ב-23

ביולי 2014, אמר פרופ' עודד שריג, לשעבר הממונה על שוק ההון, ביטוח וחסכון באוצר, שהתקנות הוגשו לכנסת אך מעולם לא נדונו.

סוגיה נוספת שהתייחסנו אליה לאורך השנים, הוא הצורך לסייע למימוש המודל ע"י הנפקת אגרות חוב בשעור גבוה יותר לטובת החוסכים המבוגרים, שלא על חשבון ההנפקה הקיימת. נתייחס בהרחבה לסוגיה זו בהמשך.

תחולת המודל

חוסכים קיימים

נקודה בעייתית ביותר בטיוטת החוזר שהוצגה בפנינו, הינה התוקף המוגבל שלו. **סעיף 15 ב:** "הוראות סעיף זה לא יחולו על: 2) פוליסות ביטוח חיים ששווקו לפני תחילת חוזר זה". סעיף זה מחריג למעשה מהחוזר את כל פוליסות ביטוח המנהלים שנפתחו עד 2013 עם מקדם קצבה מובטח. גם לגבי עמיתים קיימים בקופות הגמל ובקרנות הפנסיה החדשות נאמר:

סעיף 4 ו': עמית שאינו עמית חדש יהיה רשאי להצטרף, אם בחר בכך, למסלול ברירת המחדל המתאים לגילו, לפי העניין, ויחולו בעניינו הוראות סעיף קטן (ג).

מכאן משתמע, כי שיבוץ עמיתים קיימים למסלולים לפי גיל לא יתבצע כברירת מחדל אלא רק ע"פ בחירה אקטיבית של הלקוח. אנו סבורים, כי עם כל הכבוד להודעות הנשלחות לעמית (שרוב העמיתים, כפי שאתם יודעים, אינם קוראים אותן) כמו גם כל הנושא של חינוך פיננסי, אשר מיועד לשפר את הידע ושיקול הדעת של הציבור, בשל מורכבות תחום הפנסיה, יש להבטיח כי עמיתים ישובצו באופן המבטיח את טובתם **כברירת מחדל.**

לכאורה, משתמע כאן שהמודל יחול רק על עמיתים חדשים במערכת, וכן על עמיתים העוברים מקופה לקופה (מחברה לחברה או ממוצר למוצר). כלומר, רק על אוכלוסיה שתגיע לפנסיה בעתיד הרחוק, בעוד עשרות שנים, **אך הוא אינו מטפל בהפחתת הסיכון של החוסכים הותיקים שנמצאים כיום במערכת וקרובים לגיל הפרישה, אשר חשופים לנפילה מיידית בשוק ההון. אין ספק שצריך לטפל בהם בהקדם.**

עם זאת, במידה והחלת תחולה רטרואקטיבית דורשת אישור של הכנסת (אם מדובר בתקנות ולא בחוזר), אשר הינו קשה יותר להשגה, ובמיוחד עקב הכוונה לפזר את הכנסת הנוכחית, אין אנו מתנגדים להעברת החוזר המוצע באופן מידי, והעברת תקנות מתאימות עבור החוסכים הקיימים לאחר בחירת הכנסת ה-20.

יש לציין, כי בעבר פורסם שועדות הכנסת לא אישרו את המודל החכ"מ בשל התנגדות ח"כ חיים כץ, אשר דרש הנפקת אג"ח מיועדות בשעור גבוה לחוסכים המבוגרים בקרנות הפנסיה. אנו תומכים בהנפקה זו, אולם סבורים שאין לעכב את המודל כולו בגללה. **לא ברור מדוע, למשל,**

לא ניתן להחיל את המודל על קרנות י' של ביטוחי המנהלים, אשר לגביהם לא היתה דרישה להנפיק אג"ח מיועדות, ואשר חוסכים "כלואים" בהם בגלל מקדם הקצבה המובטח.

כספי פיצויים

בטיטת התקנות שפורסמו בעבר ע"י האוצר למימוש המודל החכ"מ, נכתב בעבר שהמודל יחול על כספי תגמולים ולא על כספי פיצויים. כלומר כ-40% מכספי הפנסיה הוחרגו מהמודל. לשמחתנו, הנחיה כזו לא כלולה בטיטת החוזר הנוכחית. ביסוד ההנחיה הקודמת היתה הנחה, שכספי פיצויים שייכים בעצם למעביד.

ראשית, כספי פיצויים ממקום עבודה קודם, לאחר סיום העבודה ותום יחסי עובד-מעביד, אם נשארו בקופה, הופכים לרכושו הבלעדי של העובד. לגבי מקום העבודה הנוכחי, אמנם כספים אלו מהווים גיבוי למחויבות של המעביד כלפי העובד. אולם בעידן שבו רוב הסכמי העבודה מממשים את סעיף 14 לחוק פיצויי הפיטורין, גם כספי הפיצויים מהמעביד הנוכחי שייכים בעצם לעובד.

אמנם קורה גם שאנשים במצוקה כלכלית נאלצים למשוך את כספי הפיצויים בתקופות הפסקת עבודה, או כדי לסייע ברכישת דירה, ולכן אין לשנות את כללי הזכאות למשיכת פיצויים בפטור ממס. אולם זה נתון לבחירת החוסך, ויוכל לעשות זאת, בתקווה, כאשר הם בשווי גבוה. לסיכום, יש להחיל את המודל גם על כספי הפיצויים בשלמותם.

אופן מימוש המודל

באופן עקרוני, ניתן לממש מודל צייליאני בשתי דרכים: דרך אחת כפי שרשום בחוזר, באמצעות מסלולים לפי קבוצות גיל, כאשר החוסכים עוברים ממסלול למסלול במשך הזמן. דרך אחרת, אשר הופעלה ע"י מנורה-מבטחים פנסיה, היא באמצעות מסלולים לפי שנת פרישה (במרווחים של 5 שנים). בשיטה זו החוסכים נשארים באותו מסלול עד הפרישה, מח"מ האג"ח במסלול יכול להיקבע בהתאם, ורמת הסיכון בתוך המסלול משתנה בהדרגה עם הזמן.

אנו רואים בחיוב את מדיניות המסלולים לפי שנת פרישה, שהופעלה ע"י מנורה-מבטחים בהתנדבות בתקופה שבה התמהמה אישור המודל הצייליאני ע"י משרד האוצר והכנסת, וסבורים שיש לאפשר מודל זה גם בעתיד. לא לגמרי ברור אם המודל מאפשר צירוף חוסכים חדשים כברירת מחדל למסלולים אלה.

כמו כן, אנו רואים בחיוב את ההפרדה שהוצעה בחוזר בין מסלולי פנסיונרים קיימים של הקופות לבין פנסיונרים חדשים שיצטרפו. דבר זה יכול לפתוח את "הפקק" שקיים כיום בקרנות הפנסיה החדשות, שמונע קבלת חוסכים לקראת פנסיה בשל סובסידיה צולבת בין העמיתים הצעירים לבין המבוגרים.

הנפקת אג"ח מיועדות

חשיבות אג"ח מיועדות

בגרסאות שונות של המודל הציליאני בעולם, המסלולים של החוסכים המבוגרים כוללים הבטחת תשואה או רשת בטחון שניתנה ע"י הממשלה. בישראל הפתרון המקובל לנושא זה מבוסס על הנפקת אג"ח ממשלתיות מיועדות. לפיכך, יש להנפיק אג"ח מיועדות בשיעור גבוה יותר למסלולי החוסכים המבוגרים והפנסיונרים, לדוגמא 50%-ו-70%.

מאז 2008 אנו נמצאים בסביבת ריבית נמוכה מאד באג"ח הממשלתיות בישראל ובמדינות המערב. גם באג"ח הקונצרניות שנחשבות סולידיות ובטוחות יש ריביות ריאליות נמוכות של 0-1% לשנה. כתוצאה מכך, מנהל השקעות של מסלול סולידי, שהסיכון בו נמוך, או מסלול המיועד לחוסכים מגיל 60 ומעלה או מקבלי קצבה, נדרש להתלבט בין שתי אופציות לא טובות: לקנות את אותן אג"ח סחירות בריבית אפסית של הממשלה והבנקים, למשל, או להגדיל את מרכיב ההשקעות בסיכון גבוה, שעלול לסכן דווקא את החוסכים הרגישים לסיכון.

יש להזכיר כי גם אג"ח ממשלתיות סחירות נושאות סוג של סיכון, והוא סיכון הריבית. גם אם נניח שאין להן כלל סיכון אשראי, כלומר לא קיימת אפשרות מעשית שהחוב לא יוחזר, עדיין השערים של האג"ח בבורסה מגלמים "תשואה לפדיון" שתלויה בשער הריבית בשוק, ובדירוג האשראי של המדינה. אם הריבית תעלה במהירות, יירדו שערי האג"ח בבורסה, מה שישפיע כלפי מטה על שווי תיקי הפנסיה. אמנם, מי שמחזיק את האג"ח עד סוף התקופה, אמור לקבל בדיוק את הריבית והקרן שהובטחו; אבל כיוון שהגופים המוסדיים מחויבים לשערך אג"ח בכל עת לפי שעריהן בבורסה, אנשים שיצטרכו למשוך כסף מתיק הפנסיה לאחר עליה בריבית, יקבלו את כספם לפי שער אג"ח נמוך. כיוון שמדובר על חוסכים שכבר נדרשים לכסף, יש לקחת גם את זה בחשבון.

לתשואה נמוכה כמובן יש גם השפעה נוספת, והיא על **מקדם הקצבה**. סוגיה זו עלתה כידוע לפני יותר משנה, ובנושא זה הגיש פורום החוסכים לפנסיה נייר עמדה (בשיתוף עם מרכז אדוה, מצורף גם למייל), הקורא לפתור את הבעיה בלי לפגוע במקדמי הקצבה של הפנסיונרים, וזאת על-ידי הנפקה גדולה יותר של אג"ח מיועדות לחוסכים המבוגרים. זה יפתור את בעיית התשואה הנמוכה מבלי ליצור סיכון.

אנו תומכים גם בהנפקת אג"ח מיועדות לקופות הגמל, ונושא זה נמצא על סדר יומה של עתירה 6925/14 לבג"ץ. עם זאת, להערכתנו, הנפקה של אג"ח מיועדות למסלולי החוסכים המבוגרים בקופות הגמל בשיעור משמעותי תייתר או תצמצם את הצורך בעתירה.

להנפקת אג"ח מיועדות גם יש לכאורה משמעות מאקרו-כלכלית, מכיוון שבשיטה הנהוגה **כיום** הכספים שמגויסים מהנפקת אג"ח מיועדות "עמד" נבלעים בתקציב המדינה, גובה החוב נוקף במלואו לחוב הלאומי, ותשלומי הריבית נחשבים הוצאה תקציבית. המסמך שהוגש

בשנה שעברה ע"י פורום החוסכים לפנסיה הציג מודל אחר, בו המדינה תקים קרן השקעות לאומית לניהול הכספים שיגויסו מאג"ח מיועדות (בדומה לקרן הלאומית לתמלוגי הגז, שמוקמת בימים אלה). הכספים בקרן יושקעו בארץ ובחו"ל ע"י ועדת השקעות ציבורית מטעם המדינה, מתוך כוונה להשיג תשואה לטווח ארוך. בשיטה זו החוב כלפי האג"ח המיועדות מגובה בתיק נכסים, והמדינה חשופה רק להפרשי תשואה – בדומה לחוזה Swap. תפקיד המדינה כאן היא לשמש כ"סופגת סיכון" – דבר שכיום הגופים המוסדיים לא יכולים לעשות בהיקף משמעותי.

יש להזכיר כי נושא הנפקה מוגדלת של אג"ח מיועדות לחוסכים המבוגרים הוצע גם בנייר העמדה של כנס קיסריה 2012, אולם לא היתה שם התייחסות להצעה של הפורום.

טעויות נפוצות הקשורות לאג"ח מיועדות

יהנפקת אג"ח מיועדות מגדילה את החוב הלאומי : במודל שהוצע ע"י פורום החוסכים לפנסיה, החוב בגין הנפקת אג"ח מיועדות מגובה בתיק נכסים מתאים, והמדינה חשופה רק להפרשי תשואה. לפיכך החוב מתומחר במאזן הלאומי רק באחוז מסוים, בדומה לחוזה Swap, ולא בשווי המלא.

יהפרשי הריבית בין אג"ח מיועדות לאג"ח סחירות מהווים סובסידיה לחסכון הפנסיוני : ראשית, ניתן להסתכל על כך גם באופן הפוך, כמו שהציג פרופ' אבי שמחון, ולזכור שבשנים האחרונות המדינה למעשה חוסכת כסף בכך שהיא משלמת ריבית נמוכה יותר על החוב הסחיר שלה. אולם המדינה לא צריכה לחסוך על חשבון הפנסיונרים שלה, ולהוריד גם להם את הריבית.

אולם במודל שהוצע ע"י פורום החוסכים לפנסיה, המדינה משקיעה בעצמה את הכסף שהיא מגייסת מאג"ח מיועדות. לטווח הארוך אין קושי להשיג תשואה ריאלית של 4.8% לשנה כשמשקיעים בנכסי Equity בארץ ובחו"ל, ניתן גם להשקיע בנכסים ריאליים כגון נדל"ן להשכרה או מחצבים ואוצרות טבע. לשם השוואה, ניתן להסתכל על תשואות קרנות יי של ביטוחי המנהלים לטווח של 5-10 שנים אחורה, ולראות שהן גבוהות בהרבה מ-4.8% לשנה. לפיכך, ברגע שהמדינה סופגת את הסיכון, ניתן להניח שלא תפסיד ואף תרוויח על ניהול האג"ח המיועדות.

כיצד תשפיע הפעלת המודל על שוק ההון?

בסעיף זה ברצוננו להגיב לחששות שהוצגו בתקשורת, לפיהן הפעלת המודל תגרום להסטת כספים מהשקעה במניות להשקעה באג"ח, בגלל המסלולים של החוסכים המבוגרים יותר שיהיו סולידיים ומוטי אג"ח כמעט בלבד. כיוון שמדובר בעשרות מיליארדי ש"ח, עלה החשש שהשינוי יגרום לכאורה למפולת בשוק המניות ועליה בשוק האג"ח. נושא זה עלה גם בעבודה

שכתבה ענת לוי ממרכז המחקר והמידע של הכנסת (הממ"מ) במרץ 2013, בנושא המודל החכ"מ, ותגובת הפורום לעבודה שהועברה לממ"מ ונמצאת באתר הפורום.

ראשית, בנוסח החוזר כפי שהוצג כעת, המודל ישפיע רק על עמיתים חדשים בקופות ובקרנות. במודל זה אין הסטה משמעותית של כספים קיימים ממסלול ההשקעה שלהם.

שנית, יש לזכור כי רוב הכספים החדשים שזרמו לקופות בשנים האחרונות, הושקעו בפועל בחו"ל. יש להניח אפוא כי אם תהיה הסטת כספים, היא תרד בעיקר מההשקעה בחו"ל ולא תשפיע משמעותית על שוק ההון בארץ.

שלישית, גם אם יוחל המודל גם על העמיתים הקיימים והכספים הקיימים בכל הקופות (למעט קרנות הפנסיה הותיקות וקופות מרכזיות), כפי שאנחנו מציעים, אנו סבורים שתהיה הסטת כספים מסוימת אולם לא זעזוע בשוק ההון. מצד אחד, מסלול ההשקעה של החוסכים הצעירים, עד גיל 50, יוכל להשקיע כספים בשעור גבוה יותר במניות, בודאי מעל 50%. המסלול של גיל 50-60 יהיה דומה ל"מסלול הכללי" שקיים כיום, ואילו המסלולים של בני 60 ומעלה יהיו כמובן סולידיים ומוטי אג"ח יותר. כיוון שקרנות הפנסיה הותיקות לא כלולות במודל, ואילו קרנות י" של ביטוחי המנהלים נפתחו רק ב-1991, קרנות הפנסיה החדשות רק ב-1995 (והם היו פחות אטרקטיביים מהקרנות הותיקות ופנסיה תקציבית, ולכן משכו רק חוסכים חדשים) לכן שיעור החוסכים בני 60 ומעלה בקרנות החדשות ובביטוחי המנהלים שאינם מבטיחי תשואה הוא נמוך יחסית למשקלם בכלל השוק. לפיכך לדעתנו לא צפוי זעזוע כמו שהוזכר בתקשורת.

בכל מקרה, יש לזכור כי בהקשר זה השקעת כספי פנסיה בשוק ההון נועדה לשרת את הפנסיה ולא את שוק ההון.

סיכום

- אנו מברכים על הכוונה להפעיל את המודל הצייליאני להתאמת מסלולי ההשקעה לגיל החוסך.
- אנו סבורים כי יש להחיל את המודל באופן אוטומטי הן על חוסכים חדשים במערכת והן על חוסכים קיימים. עם זאת, אין אנו מתנגדים לתהליך דו-שלבי, בו ראשית יאושר המודל לגבי חוסכים חדשים (במסגרת חוזר) ולאחר מכן לגבי חוסכים קיימים (במסגרת תקנות).
- בהמשך לסעיף הקודם, אנו סבורים כי יש להחיל את המודל גם על ביטוחי המנהלים, וקרנות י" בפרט, כיוון שבהם אין כיום לחוסך שום בחירת מסלולי השקעה שיתאימו לו את רמת הסיכון.
- יש להחיל את המודל הן על כספי תגמולים והן על כספי פיצויים.



אנו סבורים שיש להנפיק אג"ח מיועדות בשעור גבוה יותר מהקיים היום לחוסכים המבוגרים והפנסיונרים, הן בקרנות הפנסיה החדשות והן בקופות הגמל. עם זאת, אנו לא סבורים שיש לעכב את הפעלת המודל כולו עד להחלטה על הגדלת מרכיב האג"ח המיועדות.

- אנו מזכירים את הצעת פורום החוסכים לפנסיה להקים קרן השקעות לאומית, בבעלות המדינה, בה יושקעו הכספים שיגויסו מאג"ח מיועדות, כחלופה למצב הקיים בו הכספים נבלעים לתקציב המדינה והופכים לחוב.
- להערכתנו, להפעלת המודל לא תהיה השפעה מהותית על שוק ההון.