

תכנית בחשבונאות

“פורום שווי הוגן” - FVF - Fair Value Forum

חומר רקע למפגש פברואר 2016:

“קרנות הפנסיה: השפעת הרפורמות המוצעות על המודל המימוני והעסקי”

א. רקע

בתקופה האחרונה ענף החיסכון הפנסיוני רווי בהצעות ומהלכים לשינויים רגולטורים, אשר בכוחם לשנות את השוק הפנסיוני כפי שהוא מוכר כיום. הרפורמות כוללות בין היתר ניוד חשבונות לא פעילים, שינוי ההקצאה של איגרות החוב המיועדות, שינוי המיסוי על קופות גמל חדשות, הכנסת קרן ברירת מחדל חדשה ועוד. השינויים ישפיעו בין היתר על פעילות המעסיקים בכל הנוגע לחסכון הפנסיוני, שיווי המשקל בין חיסכון בקרן פנסיה וקופת גמל, דמי הניהול, הקצאת האג'יח המיועדות, אופן ניהול קרנות הפנסיה ויחסי הכוחות בין חברות הביטוח. מדובר בשינויים דרמטיים שבכוחם לשנות סדרי בראשית בתחום החיסכון הפנסיוני ושיווי המשקל שלו כיום וכן להכניס את מנהלי קרנות הפנסיה לתוך דילמות לא טריוויאליות.

הדיון יעסוק בהשפעות הפוטנציאליות על המודל העסקי והמימוני של קרנות הפנסיה בשתי רמות עיקריות: ברמת קרן הפנסיה עצמה וברמת החברה המנהלת. כמו כן, הדיון יעסוק גם בנקודת הראות של חברות הביטוח שמאחדות את החברות המנהלות בשליטתן, לעניין הצדקת המוניטין שנוצר ברכישתן. מתוך שלל הרפורמות המוצעות העומדות על סדר היום נתרכז לצורך הדיון בשלוש הרפורמות העיקריות הבאות: ההקצאה החדשה של איגרות החוב המיועדות, הקמת קרן ברירת מחדל חדשה וניוד חשבונות לא פעילים.

ב. איגרות החוב המיועדות

המכשיר המרכזי המספק כיום יציבות במסגרת החיסכון הפנסיוני בקרנות הפנסיה הוא איגרות החוב המיועדות אשר מונפקות בהיקף של 30% מנכסי קרנות הפנסיה¹ החדשות המקיפות ומוקצות באופן זה לכל החוסכים והפנסיונרים. היקף הנפקות איגרות החוב המיועדות צפוי לגדול במהלך השנים עקב גידול בהיקף הנכסים ומגמות דמוגרפיות. גידול זה, יחד עם התשואה העודפת המגולמת כיום באיגרות החוב המיועדות בעלות תשואה ריאלית של 4.86%, משפיעים באופן ישיר על תקציב המדינה וגיוס החוב הממשלתי.

1 מהפקדות לקרנות שאינן עולות על 20.5% מפעמיים שכר ממוצע במשק.

תכנית בחשבונאות

“פורום שווי הוגן” - FVF - Fair Value Forum

משרד האוצר דן בשאלה כיצד להקצות את איגרות החוב המיועדות בצורה היעילה ביותר על בסיס שני פרמטרים: שיעור התחלופה² ותנודתיות הקצבה. החלופה האידיאלית היא זו בה יתקבל יחס התחלופה הגבוה ביותר ותנודתיות הקצבה הנמוכה ביותר.

מטרות ההקצאה מחדש

ככל שהפרט מתקרב לגיל פרישה כך גדלה תלותו בקצבה ועולה חשיבות יציבות תשלום הקצבה אותה הוא מקבל. יתרון המרכזי של איגרות החוב המיועדות מתבטא בריבית הקבועה המגולמת בהן אשר לא מושפעת מתנאי השוק ובכך מקנה יציבות הן לחיסכון הפנסיוני והן לקצבה. לאחר פרישה סכום הקצבה נתון לתנודתיות בהתאם לתנאים הכלכליים בשוק וריבית חסרת הסיכון. חוסך הפורש בתקופת ריביות נמוכה, כמו זו השוררת כיום, ייהנה מהתשואה העודפת הגלומה באיגרות החוב המיועדות מבלי לחשוף את עצמו לשיעור גבוה של סיכון בשוק ההון לצד יציבות הנובעת מערך הקבוע של איגרות החוב המיועדות.

הריבית התחשיבית, המייצגת את הנחת התשואה שניב החיסכון הצבור בשנות הפרישה ברמת סיכון נמוכה, ומשמשת במקדם ההמרה לקצבה, מגלמת בסביבת הריביות הנוכחית סבסוד לפנסיונרים המשולמת ע"י החוסכים הצעירים באמצעות מנגנון האיזון האקטוארי. סבסוד זה הוא למעשה הפער בין החיסכון הצבור ובין התחייבויות הקרן לתשלום קצבה לעמיתיה. הסבסוד בתמהיל הנוכחי של הקצאת איגרות החוב המיועדות הוא בגין 70% מנכסי הפנסיונרים היות והם זכאים לאיגרות חוב מיועדות בשיעור של 30% המשלמות ריבית ריאלית של 4.86%, אשר גבוהה מהריבית התחשיבית על השקעות בשוק החופשי של כ- 4%. בשקלול מרכיבי הריביות בפנסיה מתקבלת ריבית תחשיבית של 4.26% המשקפת הנחת תשואה עתידית ריאלית נטו של 3.74% (בניכוי דמי ניהול). בהינתן סביבת ריביות נמוכה וקיבוע של הריבית התחשיבית ניתן להקטין סבסוד זה על ידי הגדלת שיעור איגרות החוב המיועדות לפנסיונרים (כמפורט בהמשך).

אופן ההקצאה החדשה

מתוצאות הבדיקה שערך משרד האוצר עולה שאין מניעה להמשיך את השימוש באיגרות החוב המיועדות כל עוד לא חורגים מהשיעור הקיים של 30% מנכסי קרנות הפנסיה. בכפוף למגבלה זו, ולאחר בחינת חלופות הקצאה שונות, הוחלט להסיט את איגרות החוב המיועדות מחוסכים צעירים לפנסיונרים ומבוגרים באופן הבא:

2 שיעור תחלופה – היחס בין הקצבה שיקבל החוסך עם הגיעו לגיל פרישה לבין שכרו האחרון בזמן העסקתו.

תכנית בחשבוונאות

“פורום שווי הוגן” - FVF - Fair Value Forum

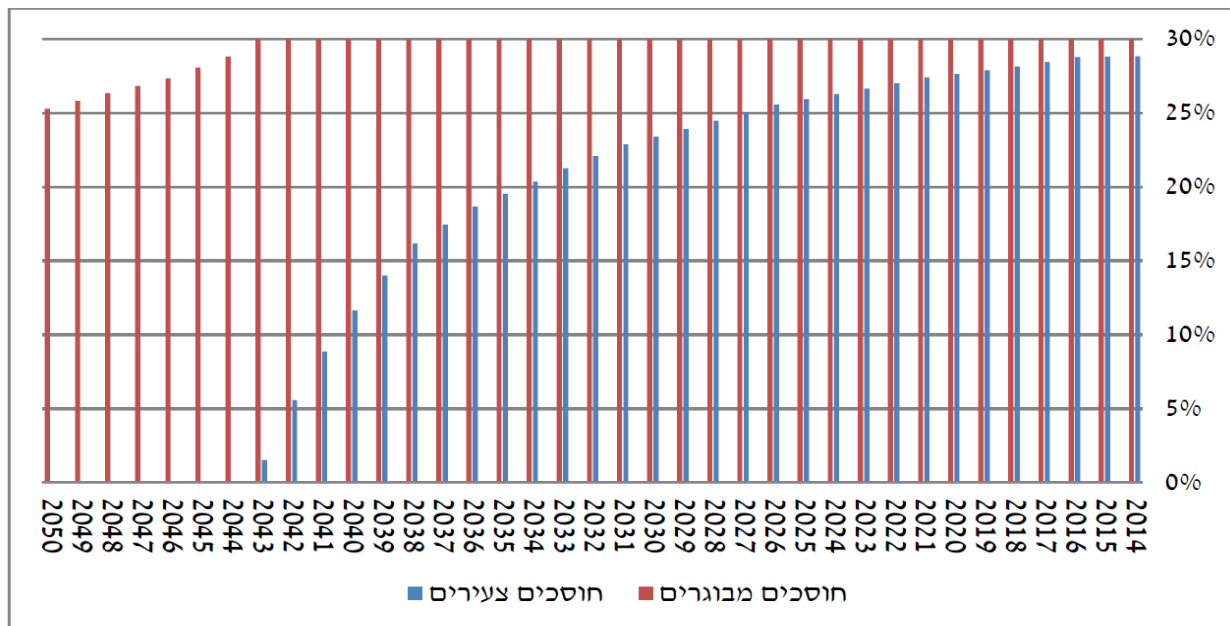
— מקבלי קצבה (להלן – “פנסיונרים”) – 60% מהנכסים העומדים כנגד ההתחייבויות לפנסיונרים יושקעו באג”ח מיועדות ;

— חוסכים מגיל 50 ועד יציאה לפנסיה (להלן – “מבוגרים”) – יתרת האג”ח תוקצה לקבוצה זו תחת מגבלת 30% מהנכסים ;

— חוסכים עד גיל 50 (להלן – “צעירים”) – יתרת האג”ח לאחר ההקצאה לשתי הקבוצות לעיל תחת מגבלת 30% מהנכסים.

מהחלוקה המתוארת לעיל עולה כי ככל ששיעור הנכסים העומדים כנגד ההתחייבויות לפנסיונרים מקרב כלל נכסי הקרן יגדל - כך יפחת שיעור איגרות החוב המיועדות לחוסכים הצעירים. בהתאם לתחזית המוצגת להלן, שיעור האג”ח המיועדות לחוסכים צעירים עתיד להיות 0 בשנת 2044 ובשלב זה תחל הפחתה של שיעור האג”ח המיועדות לחוסכים מעל גיל 50 אשר טרם מקבלים קצבה.

תחזית שיעור הנכסים שיונפקו לחוסכים בחלופת גיל



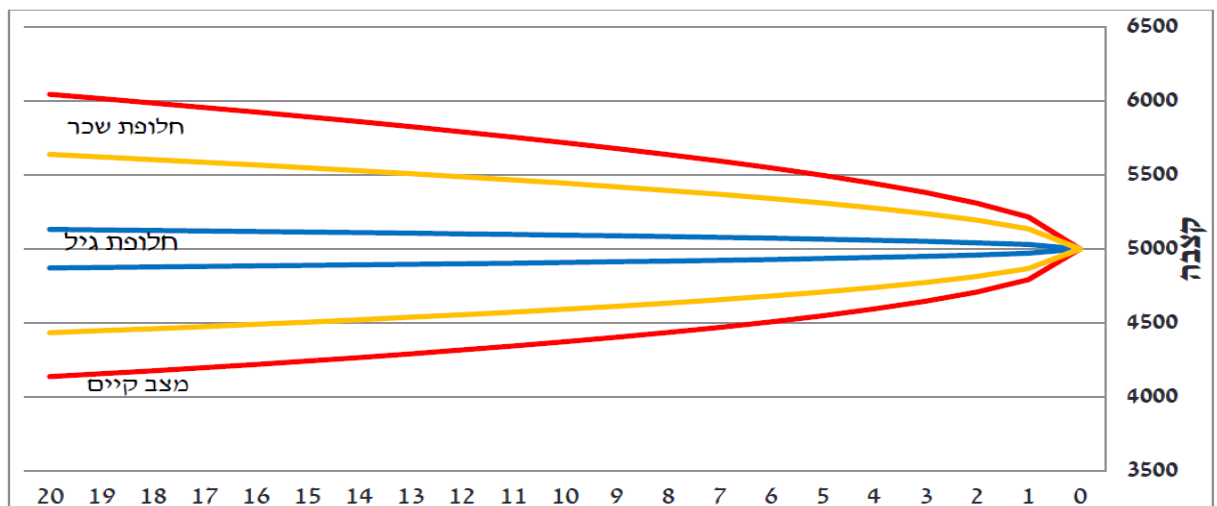
מקור : משרד האוצר

תכנית בחשבונאות

"פורום שווי הוגן" - FVF - Fair Value Forum

השפעת ההקצאה החדשה

אחת ממטרות ההקצאה מחדש היא הקטנת התנודתיות האפשרית בקצבה. התרשים להלן מציג תנודתיות בקצבה התחלתית בסך 5,000 ₪ לפי שוק ההון בהתאם להקצאת איגרות החוב כיום ("מצב הקיים"), להקצאה החדשה ("חלופת גיל") וחלופה נוספת שנבחנה ("חלופת שכר"). ציר ה-X מציג את מספר השנים שחלפו ממועד הפרישה וציר ה-Y את סכום הקצבה בהתאם לשינויים בשוק. מהתרשים עולה כי בחלופת הגיל, קרי בהקצאה החדשה, יציבות הקצבה במהלך הפרישה היא הגבוהה ביותר.



מקור: משרד האוצר

הגדלת שיעור איגרות החוב המיועדות בנכסי הפנסיונרים לפי ההקצאה המתוארת לעיל, תוך שמירה על ריבית התחשיבית בפנסיה כפי שהיא תאפשר להקטין את הגירעון הפיננסי הנוצר בקרנות הפנסיה עקב פרישת עמיתים לפנסיה. בהינתן 60% איגרות חוב מיועדות בריבית 4.86% וריבית תחשיבית מנוכה דמי ניהול זהה בגובה 3.74% יש להשתמש בריבית תחשיבית על השקעות בשוק החופשי של כ- 3.36% - קיטון של 16% בתשואה הנדרשת על נכסי הקרן החופשיים בכדי להגיע לנקודת איזון.

תכנית בחשבונאות

“פורום שווי הוגן” - FVF - Fair Value Forum

ג. קרן ברירת מחדל

בסוף שנת 2015 פרסם אגף שוק ההון, הביטוח והחיסכון באוצר טיוטת הוראה לפיה תוקם קרן פנסיה ברירת מחדל לכל העובדים במשק שאינם נהנים מקרן מטיבה כלשהי ומשלמים לרוב דמי ניהול מרביים. לפי הוראות החוזר, החל מיום 1 באפריל 2016 תיבחר קרן ברירת המחדל אחת לשלוש שנים בכפוף למכרז כמפורט להלן.

מנגנון בחירת קרן ברירת המחדל על ידי הממונה

כל החברות המנהלות הניגשות למכרז מחויבות להגיש הצעה לפיה שיעור דמי הניהול המרביים מההפקדות לא יעלה על 2%. הקרן שתיבחר היא הקרן ששיעור דמי הניהול המרביים מהיתרה הצבורה הוא הנמוך ביותר מבין כלל שיעורי דמי הניהול שהוצעו. במקרה של שוויון בדמי הניהול אשר הוצעו על ידי שתי קרנות, הבחירה תיעשה לפי קרן הפנסיה ששיעור דמי הניהול מההפקדה שנכללו בהצעתה הוא השיעור הנמוך ביותר. המכרז יערך מחדש כל שלוש שנים כאשר החברה הזוכה מתחייבת לא להרע את התנאים אשר הוצעו על ידה למשך 5 שנים לפחות לכל עמית שהצטרף במהלך תקופת הזכייה.

חמש חברות הביטוח הגדולות בישראל שולטות על 96% מההפקדות לקרנות הפנסיה³. בכדי לפתוח את שוק הפנסיה לתחרות ולעודד כניסת שחקנים חדשים לשוק החיסכון הפנסיוני, ישנה העדפה מתקנת לקרן קטנה אשר נתח השוק שלה בשנה שקדמה למכרז אינו עולה על 5% מסך ההפקדות לקרנות הפנסיה החדשות (למעשה מדובר בקרנות הפנסיה שאינן מנוהלות בידי חמשת חברות הביטוח הגדולות במשק). במקרה של קרן קטנה, יראו את דמי הניהול המרביים מהצבירה שהוצעו על ידה כאילו עומדים על 0.05% פחות משיעור דמי הניהול שהוצע על ידה בפועל ואת דמי הניהול המרביים מההפקדות כאילו הם עומדים על 0.5% פחות משיעור דמי הניהול המרביים שהוצעו על ידה בפועל.

השפעה על דמי הניהול ושווי פעילות

נכון לסוף שנת 2014 ממוצע דמי הניהול מצוי במגמת ירידה ועומד על כ- 3.6% מההפקדות השוטפות ו- 0.31% מהחיסכון הצבור. מגבלת ההשתתפות במכרז, לפיה דמי הניהול המרביים מההפקדות לא יעלו על 2% תגרור עמה הוזלה משמעותית בדמי הניהול הן בקרן הזוכה והן בקרנות המתחרות אשר יאלצו להציע תנאים טובים

³ לפי מדד ריכוזיות ותחרות – CR5

תכנית בחשבונאות

“פורום שווי הוגן” - FVF - Fair Value Forum

יותר לעמיתיהן בכדי לנסות למנוע מעברם לקרן החדשה. יתרה מזו, ייתכן ונראה תהליכי מקח חדשים בין מעסיקים שעובדיהם נהנים מדמי ניהול מופחתים וקרנות הפנסיה בבקשה להשוואת תנאים לקרן ברירת המחדל החדשה.

חברות הביטוח מכירות בדוחותיהן במוניטין בגין קרנות הפנסיה. ירידת ערך המוניטין נבחנת אחת לשנה על ידי השוואת הערך בספרים לסכום בר ההשבה. סכום בר ההשבה נקבע לפי פרמטרים שונים כמפורט בטבלה להלן:

נתונים מתוך הדוחות הכספיים של שנת 2014

מנורה	מגדל	כלל	הפניקס	הראל
מוניטין בגין פנסיה (אלפיה)	384,929	190,866	134,700	144,547
בסיס האומדן	תחשיב EV	תחשיב EV	תזרים מזומנים	תזרים מזומנים
שיעור היוון	-	-	ריבית חסרת סיכון	11%
צמיחה	-	-	-	1.5%
ערך גלום (מיליוני ₪)	6,639	3,893	3,402	2,813

בדוח הערך הגלום חברות הביטוח מפרסמות ניתוח רגישות לשווי פעילותן. חלק מהחברות מציגות בניתוח הרגישות מקרה של הפחתת דמי ניהול. מניתוח זה ניתן לראות כי הפחתה של 20% בדמי ניהול פירושה הפחתה של כ- 6.5% בממוצע מהערך הגלום. אין מן הנמנע שעם כניסת קרן ברירת המחדל לתוקפה נראה הפחתה של יותר מ- 20% בממוצע דמי הניהול והשפעה מהותית יותר על שווי פעילות הקרנות. מוצר פנסיוני מקביל בו מתרחשת ירידה מתמשכת בדמי הניהול ונדידה הוא קרנות הגמל. בדוחות הכספיים לשנת 2014 ניתן לראות כי חברת הפניקס וחברת מגדל הכירו בירידת ערך מוניטין המיוחס לגמל בסכום של 36 מיליוני ש"ח ו- 42 מיליוני ש"ח, בהתאמה.

⁴ המוניטין הוקצה ליחידה מניבה מזומנים של ייעוץ פנסיוני וסוכנויות ביטוח

תכנית בחשבונאות

“פורום שווי הוגן” - FVF - Fair Value Forum

ד. ניווד חשבונות לא פעילים

בתיקון מס' 13⁵ לחוק קופת הגמל נקבע כי החל משנת 2017 עמית המצטרף לקרן פנסיה חדשה יקבל הודעה לפיה חשבונותיו הלא פעילים (להלן – “מוקפאים”) שבקרנות פנסיה אחרות ינוידו לקרן החדשה, אלא אם יודיע שאינו מעוניין בכך. במקביל, בהוראת שעה נקבע כי יבוצע איחוד חד-פעמי של חשבונות מוקפאים. איחוד זה יחול על עמיתים קיימים בקרנות הפנסיה ולא רק על מצטרפים חדשים. האיחוד, יבוצע על בסיס מאגר מידע אשר יוקם על ידי הממונה על שוק ההון במשרד האוצר ויכלול את פרטי כלל עמיתי קרנות הפנסיה בישראל, אלא אם יסרבו להיכלל במאגר. בשני הניודים מדובר במעבר אוטומטי של החשבונות המוקפאים, ניווד של מצטרפים חדשים יעשה באופן שוטף עם הצטרפותם לקרן החדשה ואילו האיחוד החד פעמי יבוצע בשלוש מנות במועדים נבחרים.

נכון לסוף 2014 יש כ- 2 מיליון חשבונות מוקפאים אשר בגינם נגבים במרבית המקרים דמי ניהול מקסימליים של 0.5% מהצבירה. חמש קרנות הפנסיה הגדולות מנהלות למעלה מ- 20 מיליארד שקל בגין נכסי חשבונות מוקפאים ומכירות בכ- 110 מיליון שקל הכנסות שנתיות מדמי ניהול בגין חשבונות אלה. מרבית החשבונות המוקפאים הם בסכומים קטנים אך ניתן לראות ששיעור הגידול בהם גבוה משיעור השינוי בחשבונות הפעילים.

עקב מספרם הרב והיקף הכספים המנוהלים בחשבונות אלה ניתן לצפות תנודתיות וסחירות גבוהות בסמוך למועדי המעבר שנקבעו. על קרנות הפנסיה להנזיל את נכסיהן בסמוך לתאריכי המעבר ולהשקיע את הכספים הנכנסים למחרת ללא ידע כמה כסף יכנס לכל קרן.

5 חוק הפיקוח על שירותים פיננסיים (קופות גמל) (תיקון מס' 13 והוראת שעה), התשע"ו-2015

תכנית בחשבוונאות

“פורום שווי הוגן” - FVF - Fair Value Forum

מספר המבוטחים בקרנות הפנסיה החדשות בשנים 2013-2014 (באלפים)

קין	2013				2014				שיעור השינוי במס' פעילים	שיעור השינוי במס' לא פעילים	שיעור השינוי במס' מקבלי קצבה
	פעילים	לא פעילים	מקבלי פנסיה	סה"כ	פעילים	לא פעילים	מקבלי פנסיה	סה"כ			
מבטחים החדשה	511,617	464,442	9,273	985,332	544,591	498,765	12,714	1,056,070	6.45%	7.39%	37.11%
מקפת אישית	407,286	347,689	4,418	759,393	435,805	363,604	5,842	805,251	7.00%	4.58%	32.23%
מיטבית עתודות	326,908	285,882	3,775	616,565	339,040	325,089	4,903	669,032	3.71%	13.71%	29.88%
הראל גלעד פנסיה	346,602	271,976	2,212	620,790	373,762	315,724	2,992	692,478	7.84%	16.09%	35.26%
חפניקס	159,715	179,344	833	339,892	200,654	225,270	1,127	427,051	25.63%	25.61%	35.29%
מנוף	80,888	80,482	102	161,472	84,465	89,651	168	174,284	4.42%	11.39%	64.71%
אילון פיסגה**	45,080	49,391	133	94,604	62,518	84,929	219	147,666	38.68%	71.95%	64.66%
מגן זחב	3,479	24,154	18	27,651				מוג			
פסגות	20,045	11,805	5	31,855	24,556	20,654	22	45,232	22.50%	74.96%	340.00%
מיטב דש *	11,623	12,148	188	23,959	17,179	15,593	240	33,012	47.80%	28.36%	27.66%
הלמן אלדובי	3,138	1,256	6	4,400	2,889	1,508	8	4,405	-7.93%	20.06%	33.33%
אקסלנס נשואה פנסיה	2,473	13,237	56	15,766				מוג			
אלטשילר שחם	4,032	1,188	1	5,221	5,782	1,989	4	7,775	43.40%	67.42%	300.00%
סה"כ	1,922,886	1,742,994	21,020	3,686,900	2,091,241	1,942,776	28,239	4,062,256	8.76%	11.46%	34.34%

מקור: נתוני אגף שוק ההון, ביטוח וחיסכון

תכנית בחשבונאות

"פורום שווי הוגן" - FVF - Fair Value Forum

שאלות לדיון

1. עד כה לא ברור כיצד תיעשה חלוקת איגרות החוב המיועדות, האם החלוקה תיעשה ברמת המאקרו או ברמת הקרן? האם וכיצד חלוקה זו תשפיע על תמהיל גיל החוסכים הקרנות השונות? כיצד צריכה להתנהל קרן הפנסיה לאור ניגוד האינטרסים שיווצר בין חוסכים בגילאים שונים?
2. האם ייתכן מצב בו שני חוסכים בעלי אותם מאפיינים אשר חברים בקרנות שונות ייהנו משיעור שונה של אג"ח מיועדות בגלל תמהיל גיל החוסכים בקרן?
3. האם הקרנות יכולות לסרב לקבל חוסכים עם אופציית פרישה מיידית לנוכח הדילול בשיעור האג"ח המיועדות שיונפקו לחוסכים הצעירים? מהי חובת הקרן בקבלת העמיתים אל מול האחריות לחלוקה דמוגרפית מאוזנת?
4. האם ריכוז איגרות החוב המיועדות בחשבונות מקבלי הקצבה נועד ליציבות או גם לתשואה?
5. האם נכון לתת העדפה מתקנת לקרנות קטנות במכרז קרן ברירת המחדל?
6. האם נכון לקבוע את הזוכה במכרז לפי דמי ניהול בלבד בהתעלם מקריטריונים נוספים כגון תשואת הקרן, עודף/ גירעון אקטוארי ומדדי שירות (אגף שוק ההון פרסם השנה לראשונה מדד שירות לתחום החיסכון הפנסיוני – הן בקופות הגמל והן בפנסיה החברות הגדולות מדורגות מתחת לממוצע)?
7. סמוך לתאריכי המעבר של החשבונות המוקפאים הקרנות ידרשו להנזיל נכסים, כיצד יגיב שוק ההון לתנודתיות הצפויה בתאריכים אלו? האם ניתן לקבוע מנגנון קיזוז אשר יקטין או ימנע את הצורך בהנזלה?
8. כיצד והאם בכלל במצב הנתון יכולות חברות הביטוח להצדיק את יתרות המוניטין הגבוהות יחסית שקיימות להן כיום במאזן בגין קרנות הפנסיה: האם נוכח ההפחתה הצפויה בדמי הניהול וקיטון שווי הפעילות יש לצפות לירידת ערך המוניטין כבר בדוחות הקרובים לשנת 2015?
9. האם ניווד החשבונות המוקפאים לחשבונות פעילים יעל את שוק הפנסיה – מהן העלויות שיחסכו לקרנות לעומת השינוי בהכנסות מדמי ניהול בגין חשבונות אלו? האם הענף יהפוך תחרותי יותר או בזבזני יותר (מעבר דחוף בין קרנות)?
10. האם כניסת קרן ברירת המחדל תייתר את התערבות המעסיקים בהסכמים מול חברות הביטוח?