

פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

חומר רקע למפגש נובמבר 2021

הרפורמה המוצעת לאג"ח מיועדות: רציונל והשלכות תקציביות ואקטואריות

רקע

ב- 31.7.2021 הופצה להערות הציבור טיוטת הצעות הממשלה המתייחסת ל"ייעול מנגנון הבטחת היציבות בתשואות קרנות הפנסיה" הטיוטה עודכנה ב- 13.10.2021 ולאחרונה ב- 21.10.2021, בהמשך להחלטות וועדת הכספים שנערכה ב- 19.10.2021 (להלן: "וועדות" או "הצעת החוק", בהתאמה). ב- 4.10.2021 פורסמה מצגת האוצר המפרטת את מנגנון הפעלת הצעת החוק (להלן: "המנגנון"). הטיוטה להצעת החוק 21.10.2021 מצורפת לחומר הרקע במסגרת (ראו נספח א'). עקב הדיונים השוטפים הנערכים בוועדת הכספים ובמקביל בין משרד אוצר לקרנות, יתכנו עד למועד הדיון בפורום, עדכונים נוספים להצעת החוק או למנגנון.

על פי נוסח ההחלטה הצעת החוק מחליפה אג"ח מיועדות במערך סבסוד שוטף באופן שלא יפגעו זכויות העמיתים, כלומר אין כוונה שהרפורמה תשפיע על חישובי עודף או גירעון אקטוארי בקרנות הוותיקות או על סך הנכסים בקרנות החדשות. לגבי הקרנות הוותיקות ברור מניסוח הצעת החוק שאין כוונה שישפיע על הגירעון האקטוארי. נזכיר שנכסי הקרנות הוותיקות כוללים כמרכיב מהותי, סכום מהוון של תשואות אגרות החוב המיועדות ובנפרד היוון חידוש האגרות עם פדיון שכולל כהפחתה מההתחייבויות העתידיות של הקרנות. כלומר מבחינת חישוב הגירעון/עודף האקטוארי נלקח בחשבון היוון שכולל חידוש המיועדות על פי תנאיהן הנוכחיים עד סיום פעולת הקרן הוותיקה. הפער בין השווי ההוגן לעלות המתואמת בדוחות ל- 31.12.2020 הוא כ- 35 מיליארד ש"ח ומהווה תוספת של כ- 50% לעלות המתואמת, בתוספת הפחתת ההתחייבויות עקב החידוש, הפער גדל לכ- 55 מיליארד ש"ח (תוספת של כ- 78%).

אנו מניחים שהתיקון לא מתייחס לפיצוי המדינה בשיעור ב- 1.57% על מרכיב התיק החופשי בקרנות פנסיה ותיקות מאוזנות וכן תוספת של כ- 0.7% לתשואת המיועדות (יתכן שיתוקן ל- 0.57% לאור מנגנון הסבסוד השוטף), שמקורם בתקופה בה הקרנות היו זכאיות ל- 100% אג"ח מיועד שנושא תשואה של 5.57%. כלומר ההנחה היא שימצא פתרון להמשך הסיוע הנ"ל במסגרת התיקון. נמסר לנו כי בדיוני וועדת הכספים האחרונה צוינה כוונה להמשיך מחויבות זו אך עד שלא תוצג מתכונת ליישומה אין וודאות שהעמיתים לא יפגעו.

פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

כאמור עיקר הצעת החוק המוצע הוא החלפת אג"ח המיועדות (4.86% ריבית, 15 שנות פדיון) במנגנון סבסוד שוטף שיפצה את הקרנות אם תשואת תיק השקעה כללי או ספציפי (תלוי בסיווג הקרנות כוותיקות או חדשות) תהיה נמוכה מתשואת היעד (5.15% צמוד שהם 5% בניכוי דמי ניהול¹).

הרכב התיק המחליף בקרנות הוותיקות והחדשות יהיה זהה למבנה תיק הנכסים החופשיים שם ובקרנות החדשות הוא ינוהל בהתאם למסלול ההשקעה בו מנוהלים התיק הנכסים הגדול ביותר או לחילופין בהתאם להגדרות השר (הצעת החוק 134ג(1)) (להלן: "התיק המחליף")².

מובן ששימור שווי תיק הנכסים בקרנות הוותיקות אפשרי רק אם האקטואריה תתייחס להסדר המוצע כאקוויוולנטי לאג"ח מיועדות שמתחדשות באופן אוטומטי, כלומר כמצב בו ההתחייבות הממשלתית בתיקון יוצרת נכס בטוח בתנאי חידוש מלא. יתר על כן, כדי למנוע עיוותי חלוקה בין עמיתים מושכים ומפקידים בתוך כל קרן ותיקה או חדשה, ככל שהתשואה הריאלית באותו חודש על התיק הרלבנטי תהיה נמוכה מ- 5.15% שנתייהיה צורך לזכות באופן שוטף (כל חודש קלנדר) את הנכסים בתשואה המובטחת ולחייב בהפרש את המדינה. ההתחייבות הממשלתית תשתנה מחודש לחודש על פי התשואה החודשית המצטברת של התיק (יחסית ל- 5.15% שנתי) ותפרע במזומן אחת ל- 5 שנים מתקציב המדינה.

רציונל הצעת החוק

כבר בפתח הדברים נדגיש את אי הבהירות בניסוח רציונל הצעת החוק³. רציונל ה"ייעול" שמוזכר בהצעה נשמע מוזר כי המעבר מאג"ח מיועדות לפרוצדורה יחסית מסובכת של זיכוי עמיתים ויצירת חוב או עודף שלא ברור מי בעליו, אינו "מייעל". האם הרציונל הוא לבנות מערך שקל בו להפחית בעתיד את תמיכת המדינה בקרנות הפנסיה? אנו מניחים שלא וכך מוסברים הליכי החקיקה של הצעת החוק ויצירת הפרשה שוטפת בתקציב, שיקשו על שינויים בו בעתיד. יש מי שטוען שהגיע הזמן להפסיק את סבסוד הקרנות (פרופ' אשר בלאס במאמר בגלובס). אולם זו דעת יחיד שמתעלמת מהתחייבות המדינה שניתנה לחוסכים לפנסיה כאשר חלה הרפורמה בתחילת שנות 2000 ומוסברת כלכלית על ידי רצון המדינה לעודד חסכון פנסיוני כתחליף לסיוע ממשלתי.

¹ כפי שנמסר לנו, במהלך הדיון בוועדות הכספים הוחלט להעלות את התשואה מ- 5% ל- 5.15% כאשר 0.15% מייצג דמי ניהול.

² בטייטא קודמת נקבע מבנה התיק המחליף בקרנות חדשות על פי מבנה התיק לבני 50 ומטה. בניסוח הנוכחי מבנה התיק המחליף נקבע על פי מבנה תיק הנכסים החופשיים בכל קרן.

³ כתבה שפורסמה בכלכליסט ב- 16.12.2019 מציעה שהחלטה גובשה בין היתר בעקבות מחקר שבוצע במהלך 2019 על ידי פרופ' אביה ספיבק וד"ר יאיר כוכב לפיו המכשיר החדש יעלה את תשואת העמיתים, יפחית למדינה את החוב וישפר את ניהולו (ראו נספח ב').

פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

לדעתנו הרציונל האמיתי הוא החשיבה באוצר שהצעת החוק תפחית את העלות התקציבית שנגזרת מתשואת אג"ח מיועדות וזאת בלי לפגוע בגירעון הקרנות הוותיקות או בזכויות העמיתים בקרנות החדשות ממש יצירת "יש" מ"אין". כפי שיפורט להלן התקציב כולל כ- 10 מיליארד ש"ח עלות שנתית למימון כ- 231 מיליארד אג"ח מיועד (נכון ל- 1.10.2021) עם ציפייה לעלות תקציבית של כ- 20 מיליארד בעתיד. מנגד תשואת אג"ח ממשלתיות סחירות נמוכה בהרבה והיא בתחום 0.5%-0.0. אפשר להניח שקיימת מחשבה להנפיק אג"ח ממשלתיות סחירות כתחליף למיועדות כאשר שיעורי התשואה על התיק המחליף יהיו גבוהים בהרבה מ- 0.5%-0.0. שאלה מרכזית בה נעסוק היא האם פרמיית סיכון ופרמיית נזילות שגלומות בפער התשואה בשוק בין אג"ח ממשלתית סחירה ותיק שכולל אלמנט מניות מהותי, יכולות לשמש מרכיב כלכלי בחיסכון תקציבי⁴. היקף צפי החיסכון התקציבי מתברר מפירוט ההוצאה התקציבית בטיוטת הצעת החוק. ההוצאה התקציבית מתחילה ב- 3.15% ופוחתת ל- 1.65%. כמובן יש להוסיף את עלות המימון החילופי באג"ח ממשלתי כאשר ההנחה היא שהעלות שהיא כיום 0.5%-0.0 תעלה עם השנים. מכל מקום כבר בשנת התקציב הבאה האוצר צופה כנראה חסכון תקציבי תזרימי של של 5% על המרכיב השוטף שמחליף אג"ח מיועדות שנפדו וכן 30% מגידול הקרנות, וחסכון תקציבי חשבונאי נמוך יותר עקב ההקצאה התקציבית. היקף החיסכון התקציבי המתוכנן עולה ככל שנפרעות אג"ח המיועדות ועולה חלק הסבסוד השוטף במיוחד בקרנות חדשות צומחות ופוחתת ההקצאה התקציבית השוטפת.

אג"ח מיועדות בהסתכלות כלכלית וחשבונאית

אג"ח מיועדות הינן אגרות חוב ממשלתיות צמודות מדד, לא סחירות ובעלות תשואה מובטחת המונפקות על ידי המדינה לקרנות הפנסיה, לקופות גמל ותיקות ולביטוחי מנהלים בחברות ביטוח לתקופה קבועה ובריבית קבועה.

היקף אג"ח מיועדות ליום 31.12.2020 הינו 271.9 מיליארד שקל (גידול של כ- 6.6% בחוב ביחס ל- 31.12.2019) שהוא כ- 27.6% מסך החוב הממשלתי⁵. החוב נטו בניכוי אג"ח מיועדות לחברות הביטוח נכון ליום 31.12.2020, הינו 210 מיליארד, ונכון ליום 1.10.2021 כ- 231 מיליארד⁶.

יש לציין כי לאור דרישות רשות שוק ההון בעבר וכללי החשבונאות הרלבנטיים, אג"ח מיועדות בקרנות החדשות נמדדות לפי עלות מתואמת בעוד שבדוחות קרנות הפנסיה הוותיקות הן נמדדות על בסיס

⁴ לאג"ח ממשלתיות סחירות יתרונות נוספים שקשורים להלימות הון במוסדות פיננסיים אשר מפחיתים את התשואה.

⁵ יחידת ניהול החוב הממשלתי אגף החשב הכללי משרד האוצר, הדוח השנתי 2020 תשפ"א.

⁶ דוח הנפקות שנתי מצטבר על פי איגרת לא סחיר לשנת 2021- משרד האוצר.

פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

שוויין ההוגן. בסביבת הריבית ששוררת בשנים האחרונות, השווי ההוגן של אג"ח מיועדות גבוה משמעותית מאשר העלות המתואמת שלהן.

להלן נתונים של שווי הוגן ועלות מופחתת (מתואמת) של אג"ח מיועדות בדוחות הכספיים של קרנות הפנסיה הוותיקות העיקריות נכון ליום 31.12.2020 :

קרנות הפנסיה הוותיקות	שווי הוגן אג"ח מיועדות	עלות מופחתת (מתואמת) אג"ח מיועדות	פער בין שווי הוגן לעלות מופחתת
עמיתים	91,716,907,000	60,693,019,000	31,023,888,000
עתודות התיקה	4,656,887,000	3,087,517,000	1,569,370,000
גילעד	4,503,570,000	2,977,229,000	1,526,341,000
יזומה (מגדל)	2,045,080,000	1,774,841,000	270,239,000
עמית (הפניקס)	1,600,028,000	1,432,628,000	167,400,000
עתידי (הראל)	513,683,000	329,517,000	184,166,000
סה"כ	105,036,155,000	70,294,751,000	34,741,404,000

כאמור, השווי ההוגן המצרפי של האג"ח המיועדות גבוה בכ- 50% מעלותו המתואמת. השווי ההוגן שחושב מתייחס אך ורק לאג"ח שהונפקו בפועל ולא להבטחת ההנפקה שלהם גם בעתיד.

קרנות הפנסיה הוותיקות כוללות בדוחותיהן כקיצוץ מול ההתחייבות לעמיתים, גם את חידוש המיועדות עד גמר פעולת הקרן. בדוחות הכספיים של הקרנות הוותיקות לתום 2020, ניתן לראות כניכוי מההתחייבויות, את הסבסוד הממשלתי העתידי שגלום באג"ח מיועדות בסך של כ-20 מיליארד שקל,

קרנות הפנסיה הוותיקות	סבסוד ממשלתי עתידי (מיליוני ש"ח)
עמיתים	18,778
עתודות התיקה	800
גילעד	293
יזומה (מגדל)	211
עתידי (הראל)	116
עמית (הפניקס)	54
סה"כ	20,253

מכאן המאזן האקטוארי של הקרנות הוותיקות לסוף שנת 2020, כולל אג"ח מיועדות בסך כולל של כ-105 מיליארד ש"ח (עלות מתואמת 70 מיליארד ש"ח ועוד 35 מיליארד ש"ח תוספת שווי הוגן) וכן כהפחתה מההתחייבויות סכום נוסף של כ-20 מיליארד ש"ח סה"כ במאזן האקטוארי כ-125 מיליארד ש"ח. מהו אומדן השווי ההוגן של אג"ח מיועדות ועוד הבטחת החידוש העתידי בקרנות החדשות שאינן

פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

כוללות שווי הוגן במאזנים ושיעור צמיחתן אינו ידוע? כיום הונפקו לקרנות החדשות אג"ח מיועדות בסך של כ- 160 מיליארד ש"ח בשווי מותאם. אפשר להניח שחישוב שווי הוגן מוסיף כ- 50% כלומר כ- 80 מיליארד ש"ח לנכסים הקיימים ולפחות סכום דומה של 70-100 מיליארד (תלוי בצמיחתן) להבטחת החידוש בעתיד, סה"כ כ- 325 מיליארד ש"ח בערך נוכחי. מכאן שסה"כ אג"ח המיועדות בשווי הוגן תוך לקיחה בחשבון של התחייבות החידוש בקרנות הוותיקות והחדשות היא להערכתנו 450 מיליארד ש"ח ומרכיביו: 230 מיליארד ש"ח עלות מתואמת ועוד 115 מיליארד ש"ח שווי הוגן להתחייבות הקיימת ועוד 105 מיליארד ש"ח לחידושן.

מימוש במזומן של פער התשואות

על פי טיוטת הצעת החוק יתבצע בתום 5 שנים תשלום במזומן לכיסוי פער בין תשואות התיק המחליף ובין 5% על 30% מנכסי הקרן (בניכוי מיועדות). יש לקחת בחשבון שכיסוי הפער מהתקציב הוא מחזורי (cyclical) במובן שהצורך בכסוי יחול בתקופה משברית בה לממשלה בעיות תקציביות רוחביות הן בהוצאות (שיגדלו) והן בהכנסות ממסים (שיופחתו). פוליטית וציבורית יכולה להתעורר בעיה של שוויון בהוצאה התקציבית שתשפיע על מילוי התחייבות הממשלה בעיתוי שנקבע. נמסר לנו כי בדיון בוועדות הכנסת הוסכם להתייחס לצורך תשואה מצטברת לשלושה מחזורים (של 5 שנים) אשר יתאימו למשך הנוכחי של פדיון המיועדות, 15 שנה. לא ראינו שההסכם נכלל בהצעת החוק.

בהתאם למנגנון שהוצג בתחילת אוקטובר, ככל שיאומץ, מוסדרת בעיית הסבסוד הצולב בקרנות החדשות כאשר קרן העודף תנוהל על ידי הקרן עצמה וככל שהתשואה של הקרן נמוכה מ- 5% יוצר חיוב רישומי של המדינה לקרן. על פי טיוטת הצעת החוק הבעלות על העודף היא של המדינה לצורך תשלומים עתידיים לקרנות בחסר. נראה שניתנת למדינה אפשרות קיזוז בין קרנות במצב של תשואה דיפרנציאלית. כפי שנמסר לנו, בדיון בוועדות סוכם שקרן העודף תנוהל במקובץ כלומר מדינה תוכל להשתמש בעודף שנוצר בקרן אחת לכיסוי חסר בקרן אחרת. אפשר כבר לנבא את ההד התקשורת והפרסומי לסיטואציה בה קרן מצליחה לסבסד קרן כושלת בתיווך ממשלתי.

נוכיר שההסתמכות על התחייבות הממשלה בתיקון איננה הומוגנית בין הקרנות. קרנות ותיקות שהיקפן מצטמצם, תישענה רק באופן חלקי על הסבסוד לאור היקף אג"ח המיועדות שאצלן, בעוד שקרנות חדשות צומחות תישענה יותר על הצעת החוק. **לכן להבנתנו התיקון ישפיע בעיקר על קרנות חדשות צומחות** בהן המעבר מאג"ח מיועדות להבטחת תשואה יהיה מהיר ובהיקף משמעותי כבר בשנים הקרובות. קרנות וותיקות שמצטמצמות תמשכנה להישען על אג"ח מיועדות אם כי כפי שצוין, שווי החידוש העתידי הוא כ- 20 מיליארד ש"ח, כ-20% מנכסי הקרנות (בשווי הוגן) והוא מהווה אינדיקציה למידת הישענות הקרנות הוותיקות על הסדר הבטחת התשואה בעתיד.

פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

שאלות אקטואריה וכלכלה

אנו מניחים שהליכי חקיקת הצעת החוק יבטיחו שהתחייבות המדינה המוצגת שם תצדיק שער היוון חסר סיכון ותיתן תוקף חוקי לחידוש מלא של התחייבות המדינה גם לעתיד. ברצוננו להגיש שההתחייבות לעמיתים בקרנות הוותיקות שהוא חלק מהדוח האקטוארי היא רק חלק מההתחייבות הסמויה של המדינה המתייחסת לקרנות החדשות. שם אמנם לא נכלל הסכום כי אין התחייבות פנסיונית מקבילה, אבל נלקח בחשבון בצפי התשואה ש- 30% מסך הנכסים מגובה באג"ח מיועדות. האם צפי זה יישמר במסגרת הסבסוד השוטף? האם מספיקה ההפרשה התקציבית הרישומית שכלולה בתיקון כדי להבטיח את אינטרס העמיתים במיוחד בקרנות החדשות?

השאלה הכלכלית המהותית היא האם נכון לסווג פרמיית נזילות (אג"ח סחירה לעומת אג"ח מיועדת) או פרמיית סיכון (הסתמכות על שוק מסוכן בו תוחלת התשואה גבוהה מתוחלת נכס סחיר חסר סיכון), כמרכיבי חסכון תקציבי כלכלי? ברור שאם התשובה לכך חיובית אפשר להציע לחשכ"ל מדיניות רב שנתית לפיה יונפקו אג"ח ממשלתיות סחירות כשהתמורה תושקע בתיק נכסים פיננסיים המורכב ממניות (ארץ וחו"ל), אג"ח ונכסים לא סחירים. האם בדרך זו נוצר "רווח" או חסכון תקציבי? האם הצעת החוק המוצע אינו השתקפות של מדיניות כזו?

במונחי "שוק יעיל" האם ההנחה של חיסכון תקציבי איננה נשענת באופן מלא על צפייה לתשואת יתר שתושג על ידי מנהלי הקרנות? מכיוון שהתשואה תהיה דיפרנציאלית בין הקרנות כך צפוי קיזוז בין קרנות ככל שייווצר עודף וממנו ישולם החסר לפני שיופעל התקציב.

ניהול תיקים

הצעת החוק משנה את מבנה תיק ההשקעות של מנהלי התיקים, בעיקר בקרנות החדשות, שכיום כולל 30% נכסים בטוחים ובעתיד ינוהל כתיק חופשי של 100%. כדי לשמר את מבנה התיק יש לאתר מכשירי השקעה בטוחים כנראה בחו"ל מה שיחייב מדיניות של גידור סיכוני מטבע. זאת ועוד, הצעת החוק אינה מבהירה האם המגבלות המשפטיות המוטלות על ההשקעות החופשיות תופעלנה גם על ה- 30% שמגובים בתיקון, ככל שהמגבלות קיימות יהיה צורך בביצוע התאמות.

פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

שאלות נוספות לדיון

1. מה מטרת הצעת החוק ובאיזו מובן הוא "מייעל" את סבסוד קרנות הפנסיה, כלומר מפחית את העלות התקציבית הקשורה בסבסוד הקרנות?
2. האם הצעת החוק תאפשר רישום חשבונאי של נכס (או במקרים של תשואה עדיפה - התחייבות) בדוחות של קרנות הפנסיה וחברות הביטוח בגין הרכיב של הבטחת המדינה? מהם התנאים שצריכים להתקיים בכדי שרישום כזה יתבצע? ככל שלא יתבצע רישום כזה תיווצר בעיה דיווחית משמעותית, תוך הבחנה בין דוחות קרנות חדשות, ביטוחי מנהלים (דוחות חברות הביטוח) ודוחות הקרנות הוותיקות.
3. האם מוצדקת ההתייחסות האקטוארית הרואה את הצעת החוק כאקוויוולנטית להנפקת אג"ח מיועדות?
4. האם ישנן השלכות לתיקון מאספקט החלוקה בין עמיתים בכל אחת מקרנות הפנסיה?
5. האם להצעה, אף לאחר עדכונה, השפעה אחידה על כל הקרנות או שיש לו השפעה דיפרנציאלית בין ותיקות וחדשות, בין מאוזנות ועמיתים?
6. האם חששות מנהלי התיקים מבוססות או נדרשת תקופת הסתגלות בלבד?
7. האם יש הצדקה בטענה כי למעשה מנהלי התיקים מנהלים את כספי המדינה? ככל וכן, האם מגיע להם ולעמיתים פיצוי על כך, מעבר ל- 0.15%?
8. לאור פערים בין קרנות וותיקות וחדשות, האם יש ליישם את המודל המתוקן על כל הקרנות?
9. האם הגישה לפיה התיקון מאפשר חסכון תקציבי ארוך טווח בלי פגיעה בזכויות העמיתים היא קבילה? היא עקבית עם שוק יעיל? היא מוצדקת כי האוצר אינו כפוף לשיקולי פרמיית סיכון או פרמיית נזילות ולכן נוצר חסכון כלכלי במתכונת המוצעת?