

מדינת ישראל

משרד האוצר - אגף שוק ההון, ביטוח וחסכון

י"ג בשבט התשס"ב

26 בינואר 2002

הרצאה - יום עיון 21 בינואר 2002

הסרת מגבלות כמותיות בתקנות השקעה לקופות גמל וקרנות פנסיה

1. קיימת לכאורה סתירה – האם אפשר שמצד אחד תייצגנה התקנות מגמת ליברליזציה אך מצד שני מוצגים לפניכם 38 עמודי תקנות? אין סתירה. בעיון לעומק, התקנות מהוות צעד חשוב קדימה להפשרת מגבלות ההשקעה למכשירי השקעה פנסיונים. אפתח ואומר שלדעתי החסכון הפנסיוני יהווה את המרכיב העיקרי של החסכון לטווח ארוך בישראל. זאת משום שאני מניח שיאומצו, במוקדם או במאוחר, מסקנות ועדת בן-בסט לפיהן תתמקדנה הטבות המס רק בחסכון למטרת פנסיה תוך הטלת מס על מכשירי חסכון אחרים. עדיפות המס תגדיל להערכתי באופן משמעותי את משקל החיסכון הפנסיוני בתיק הנכסים של הציבור. עקב כך, ניהול השקעות פנסיוניות הוא קריטי לשוק ההון.

2. אילמלא התקנות היתה מתהווה בעיה לשוק ההון כי ריכוז החסכון באפיק הפנסיוני ללא הפשרת כללי ההשקעה, היתה תורמת ל"ייבוש" שוק ההון כשוק אקטיבי בו נקבעים מחירי ההון והחסכון מתועל לאפיקים כדאיים למשק. ואומר מיד: המהפכה העיקרית היא עדיין לפנינו משום שעדיין נותר בעינו משטר אגרות החוב המיועדות, כאשר עיקר כספי החסכון הפנסיוני עוברים דרך החשב"ל. כלומר, התקנות שלפנינו דורשות צעדים משלימים שיפורטו להלן כדי שתמומש השפעתן על שוק ההון.

3. למה בכלל נחוץ פיקוח על חסכון פנסיוני? קיימת הצדקה כלכלית תיאורטית לפיקוח במדינת רווחה, בה למדינה אחריות לקיום אזרחים בתקופת פרישתם מהעבודה וכן בהתייחס לתנאים המיוחדים של שוק ההון בארץ שאפרט בהמשך.

4. המגמה השולטת בתקנות שלפנינו היא אמוץ עקרוני של הגישה האמריקאית המעוגנת בחוק ERISA בו נקבעו כללי השקעה פשוטים שהם: נאמנות לעמית, מגבלה על הוצאות התפעול, פיזור סיכונים וניהול שמרני WISELY AND CAREFULLY, תוך התאמת הגישה האמריקנית לאפיוני שוק ההון וההשקעה בישראל, כדלקמן:

- מעמד הבנקים (ריכוזיות): התקנות כוללות סעיפים המיועדים למנוע בעלות עקיפה של הבנקים על פירמות ריאליות באמצעות הקופות בניהולם.
 - העובדה שאין לקופות עבר בניהול השקעות מחייבת תקנות שיבטיחו את מקצועיות המנהלים.
 - שוק ההון דליל ונדרשות תקנות שיבטיחו את נזילות הקופות ויכולת עמידתן מול משיכות מזומן של העמיתים.
 - מעורבות ארגוני העובדים בבעלות וניהול הקופות מחייבת תקנות שיבטיחו את עצמאות הקופות ומדיניות השקעה שמטרתה היחידה היא הבטחת אינטרס העמיתים.
5. מה כלול בתקנות שלפניכם? באופן בסיסי מתירות התקנות מדיניות השקעה חפשית, כולל גם השקעה בחו"ל (כפוף רק לחוקי הפיקוח על מט"ח), זאת תחת המגבלות הבאות:

א. מגבלות פיזור (DIVERSIFICATION)

- התקנות דורשות פיזור כפול של ההשקעה (הן ביחס לנכסי הקופה והן ביחס לני"ע של התאגיד בו הקופה משקיעה):
- עד 10% מנכסי הקופה מושקעים בתאגיד אחד;
 - עד 15% מנכסי מושקעים בקבוצת לוויים (מקבץ חברות בבעלות אחת);
 - עד 10% מני"ע של תאגיד;
 - עד 20% מני"ע של תאגיד לקבוצת קופות גמל בניהול אחיד (לא כולל בנקים);
 - לגבי חב' הניהול בבעלות בנקים מותרים 10% בלבד);
 - עד 15% מני"ע של קבוצת לוויים (תאגיד + חב' בנות קשורות).

ב. נזילות

- הבטחת נזילות הקופות מושגת בתקנות על ידי מגבלות על ההשקעה בני"ע לא סחירים, שימוש במדד נזילות, הגבלת ההשקעה ללא יותר מ- 10% מכל אמיסיה.

ג. אקטיביות ומקצועיות בשוק ההון:

- התקנות מתירות, תחת מגבלות, השקעה בנגזרים: אופציות וחוזים עתידיים. ניתן היתר להשאלת ני"ע ולמכירות בחסר. קיימת דרישה להשתתפות באסיפות כלליות, בעיקר בעסקות של בעלי שליטה בחב' ציבוריות. אפשרות למימון משכנתאות ולקשר ישיר עם לוויים תוך עקיפת מערכת התיווך הפיננסי.

ד. מניעת ניגוד עניינים

התקנות אוסרות על השקעה בגופים קשורים למנהל (קיים גם בארה"ב אם כי באופן פחות נוקשה). התקנות מתירות רק פיקדונות שיופקדו אצל המנהל זאת בתנאי שהתשואה בגינם תקבע בהליך תחרותי. התקנות דורשות הקמת ועדות השקעה בלתי תלויות, ומטילות מגבלות על היחסים עם הגוף המנהל. נקבעת אחריות אישית של המנהלים לעמיתים עם מגבלות על אפשרות מתן שפוי למנהלים אם יתבעו ע"י העמיתים.

ה. מגבלה על הוצאות התפעול

בתקנות נאסרת אפשרות גביה כפולה של דמי ניהול (דרך השקעה בקרנות נאמנות).

6. טענתי המרכזית היא שההשפעה המיוחלת של התקנות של שוק ההון תושג רק אם יתקיימו, בנוסף לתקנות ההשקעה, מספר תנאים משלימים. פרט לנושא אגרות החוב המיועדות שהוזכר למעלה יש לבצע במקביל את השינויים בחוקי המס אשר ישוו את סטטוס המס המוטל על הקופות בהשקעות חלופיות. כדוגמא, אין משמעות, לדעתי, להיתר להשקעה פיננסית בחו"ל אם השקעה זו איננה זכאית להטבות מס הניתנות להשקעות פיננסיות מקומיות. ניתן אולי באקרויטיקה מוסדית ל"ארגון" פטור ממס על השקעה בחו"ל (אם הקופה משקיעה בני"ע של חברה מקומית והיא משקיעה בחו"ל), אולם זו דרך עקיפה שאיננה רצויה. השוואת שעורי המס הומלצה ע"י וועדת בן-בסט אולם לא בוצעה עדיין בפעל.

7. עניין אחר הוא סעיף 9(2) לפקודת מס הכנסה המונע באופן אפקטיבי מהקופות למנות דירקטורים מטעמן בחברות ציבוריות אם ברצונן להנות מהטבות מס על ריבית ודיבדנדים. ללא תיקון הסעיף תשלל מהקופות האפשרות להגן על השקעות העמיתים בניגוד למגמת התקנות.

8. כמו כן, נדרשות תקנות משלימות להסדרת השקיפות (כללים להערכת נכסים ודיווח על התשואות), ולהסדרת אפשרות למעבר חפשי של עמיתים בעלות מינימלית מקופה לקופה כולל בין חב' ביטוח וקרנות פנסיה. כלומר, יש להבטיח אפשרות בחירה חופשית של העובד בקרן פנסיה שלא על פי הכתבת האיגוד המקצועי. ברור מאלי ש אין ערך לדיווח וניתוח ביצועי הקופות אם לא ניתן לעמית לעבור מקופה לקופה.

השקיפות תושג באמצעות דיווח לעמית המושתת על שיטות אחידות להערכת נכסים.
בנושא הערכת נכסית ומדדי סיכון יש לי שתי הערות:

א. על פי התקנות ישוערכו השקעות פיננסיות לא סחירות לפי העלות בעוד שהשקעות פיננסיות סחירות לפי ערכן בשוק. בלי להתייחס לשאלה מהי שיטת ההערכה הנכונה עבור קופה הפועלת לטובת העמיתים לטווח ארוך, הרי שה"שעטנו" לפיו מותרות שתי שיטות ההערכה במקביל הוא בעייתי ומביא בסופו של דבר להעדפת השקעות לא סחירות תוך פגיעה חסרת הגיון בשוק ההון ובנזילות הקופות.

ב. מדד הנזילות (ולמעשה מדד הסיכון) המוצע בתקנות איננו מדויק ומתעלם מהקשר בין ההשקעות COVARIANCE. בבנקאות קיימים מדדים משוכללים יותר כגון VAR, ויש לשקול אם לא כדאי לאמצם גם לגבי הקופות.

9. מכאן כדאי שלרפורמה תהיה ההשפעה המיוחלת על שוק ההון, היא חייבת לכלול תקנות שתסדרנה את הפשרת אג"ח הייעודיות, השוואת שיעורי המס להשקעות השונות (כולל חו"ל), הסדרת תיקון 9(2) לפקודת מס הכנסה, הסדרת מעבר מקופה לקופה, דיווח שוטף אחיד ואמין על תוצאות עסקיות.

10. לסיכום, יש לקבל בברכה את התקנות להפשרת נוקשות הוראות ההשקעה בקופות גמל ופנסיה. צעד זה יהיה משמעותי לשוק ההון אם, כאמור, יבוצעו גם הצעדים המשלימים. יש לתמוך ברפורמה זו ולקוות שלמרות שהעיתוי איננו נח זאת לאור כשלון הרפורמה במס שניסתה להשוות את שיעורי המס במגזרי ההשקעה השונים, לאור הגירעון הצפוי בתקציב שיחייב את הממשלה להנפיק בשוק ההון תוך הצרת המקום שנתר לשוק הפרטי ולאור דרישת האיגודים המקצועיים להמשיך בשיטת הבטחת תשואה קבועה לעיקר השקעות קרנות הפנסיה. אני מקווה שלמרות גורמים אלה תתבצע הרפורמה בשוק ההון אשר מושתתת במידה רבה על פעילותן של קרנות הפנסיה וקופות הגמל.