

---

# 18 | סיכון ההשקעות בתיק החיסכון הפנסיוני גישות, מאפיינים ולקחים מהמסבר

לביא שיפנבאואר<sup>1,2</sup>

---

## תמצית

לנוכח חשיבותו הרבה של החיסכון הפנסיוני, נהוגה ברחבי העולם מעורבות גולטורית בניהולו, בעיקר בהגנה מסיכונים השקעה הגלומים בו. רשויות פיקוח נוקטות שתי גישות עיקריות לפיקוח על סיכון ההשקעה הגלום בניהול חיסכון פנסיוני: הסתמכות על כלל האדם הסביר, או הטלת מגבלות כמותיות על תיק ההשקעות (או שילוב של שתי הגישות).

תוצאות המסבר הפיננסי העולמי האחרון, שניכרו גם בחיסכון הפנסיוני ברחבי העולם, הניעו את קובעי מדיניות להפיק לקחים - ביניהם שיפור הניהול של הסיכונים הפיננסיים בחיסכון לטווח ארוך וקביעת עקרונות בתחום המשטר התאגידי. נוסף על אלו מומלץ ליצור מנגנונים להגנה על חוסכים הקרובים לגיל הפרישה מתנודתיות של כספי החסכונות ומכשלים שעלולים להיגרם בעטיים של תמריצים להצגת תוצאות טובות בטווח הקצר.

תוצאות המסבר מטילות אחריות כבדה על כל הגורמים הפועלים בתחום - הממשלה, רשויות הפיקוח והגופים הפיננסיים - הן לשמירה על כספי החוסכים והן להמשך פיתוחם של שוקי ההון. כן נדרש להגביר את המודעות של אוכלוסיית החוסכים להשקעת כספי הפנסיה שלהם, כלומר לעתידים הכלכלי. במודעות מוגברת יש כדי לחזק את השפעתם של הצרכנים על המוסדות הפיננסיים ועל השווקים - לטובתם הם ולטובת המשק בכללותו.

---

1. משרד האוצר אגף שוק ההון, ביטוח וחיסכון. הדעות המובאות בנייר זה אינן משקפות בהכרח את עמדת משרד האוצר.

2. תודה לעמרי סנדרי על עזרתו בעיבוד הנתונים.

## רקע

החיסכון לגיל פרישה הוא אחד החסכונות החיוניים והמרכזיים של משקי הבית. חיסכון זה נועד להבטיח זרם הכנסות שוטף בתקופות של העדר הכנסה מעבודה (בעיקר לאחר הפרישה מעבודה). לממשלה ולציבור עניין רב ואינטרס משותף בקיומו של חיסכון הפנסיוני ברמה סבירה לכלל האוכלוסייה, ובתוך כך – במניעת הפיכתה של האוכלוסייה המבוגרת לנטל על תקציב הממשלה. בעולם המערבי, ובכלל זה בישראל, זוכה החיסכון הפנסיוני לעידוד של הממשלות, בדרך של הטבות שונות, בעיקר הטבות מס.

בעשורים האחרונים התגבש במדינות המפותחות תהליך של הפרטה וליברליזציה בתחומי החיסכון הפנסיוני, תוך צמצום המעורבות הממשלתית בתחום זה. המשקיעים המוסדיים (קרנות הפנסיה, קופות הגמל וחברות הביטוח) משמשים גורם פרטי המתווך בין החוסך הבודד לבין אפיקי ההשקעה שבשוק. משקיעים אלו חייבים לבסס את השקעותיהם על פשרה בין שני יעדים – הבטחת הביטחון בהשקעה לטווח ארוך וכנגדה הרצון להשקיע בהון של חברות, אף ברמת סיכון גבוהה, כך שתמהיל השקעות זה יאפשר תשלומים לגמלאים שיבטיחו להם רמת חיים נאותה לעת זקנה.

התפתחות זו מבטאת שינוי באופן פעילותה של המדינה ובהאצלת חלק מסמכויותיה לרשויות רגולטוריות עצמאיות ובשכלול הפיקוח עליהן.<sup>3</sup> למרות הפרטת הפיקוח ומתוך מטרה להגן על ציבור החוסכים מפני חשיפה מוגזמת לסיכונים בחיסכון הפנסיוני, מדינות שונות קובעות הוראות בנושא אפשרויות ההשקעה של המשקיעים המוסדיים. מגבלת אלו כוללות, בין היתר, צמצום סיכונים ההשקעה, מניעת ניגודי עניינים ופיתוח כללי משטר תאגידי. הנטייה של המדינות להתערב ברגולציה של ההשקעות באה לידי ביטוי בעיקר במכשירי חיסכון פנסיוני שבהם החוסכים נושאים בסיכונים ההשקעה – לדוגמה, קרנות פנסיה מסוג DC (Defined Contribution) – קרנות מוגדרות תרומה.<sup>4</sup>

3. שינוי זה משקף את כינונה של "המדינה הרגולטורית" (Majone, 1994) כצורת הממשל הדומיננטית במדינות המערב, שבמסגרתה המדינה נסמכת על מדיניות וכלים רגולטוריים כתחליף לבעלות הציבור. בתהליך זה מאומץ מודל הסוכנויות הרגולטוריות, ואמצעי הפיקוח עליהן משתכללים.

4. בקרנות מוגדרות תרומה הזכויות הפנסיוניות מוגדרות בעת הפרישה בהתאם לצבירת הנכסים והתשואה עליהם; זאת להבדיל מקרנות מוגדרות זכויות (DB - Defined Benefits), המבססות את הפנסיה על נוסחה הנגזרת ממספר שנות העבודה ומרמת השכר.

במערכות פנסיה מסוג DC, שבהן החוסכים נושאים במלוא סיכוני ההשקעה, הדאגה העיקרית של קובעי המדיניות היא שהפרטים – ממגוון רחב של סיבות – עלולים להיחשף לסיכוני השקעה מוגזמים, דבר שמעלה את האפשרות שההטבות של הפנסיונרים יהיו נמוכות ממה שהם צופים. החששות האלה רלוונטיים במיוחד במערכות פנסיה שבהן יש רכיב גדול של פנסיה פרטית לא מובטחת, המספקת חלק גדול מהכנסות הפרטים לעת פרישה. במערכות פנסיוניות מסוג זה ממשלות גם עלולות להידרש להתחייבות ברורה או משתמעת, שכן יצופה מהן להשלים חלק מאותן הטבות פנסיוניות בשעה שהן יפלו מתחת לרמה מסוימת.

המשבר הפיננסי האחרון השפיע באופן דרמטי על חשבונות העמיתים בקרנות פנסיה מסוג DC. קרנות הפנסיה במדינות בעלות מערכת פנסיה מסוג DC ספגו הפסדי השקעות גבוהים מאוד. כך נרשמה במדינות OECD ירידה ממוצעת של 21.4% (במונחים נומינליים)<sup>5</sup> בעקבות המשבר. הפסדים כבדים יותר נרשמו בתיקי חיסכון מסוכנים יותר בעלי חשיפה גבוהה למניות. הירידה בערך של החסכונות הפנסיוניים גרמה דאגה רבה בקרב חוסכים הקרובים לגיל הפרישה ו/או לחוסכים שלא העבירו את החיסכון שלהם לתיקים שמרניים יותר, וכן בקרב קובעי המדיניות.

על רקע המשבר הפיננסי העולמי והשלכותיו על נכסי החיסכון הפנסיוני, ישנה חשיבות גדלה והולכת לסקירת הגישות השונות לפיקוח ולרגולציה של סיכון ההשקעה בתוכניות הפנסיה. בסעיף 1 נסקור גישות שונות לטיפול בסיכון ההשקעה בתיק חיסכון פנסיוני; בסעיף 2 נציג את השינויים שנעשו בישראל בעשורים האחרונים בכל הקשור לאסדרה של ההשקעות, ובסעיף 3 נביא המלצות שהועלו ברחבי העולם על רקע המשבר כדי לשפר את ניהול סיכון ההשקעות בחיסכון לטווח ארוך וכדי להגן על הציבור החוסכים.

## 1. גישות לפיקוח על סיכון ההשקעה במערכות פנסיוניות

### 1.1 מבוא

גורמי האסדרה נוקטים גישות שונות כדי לפקח על סיכוני ההשקעה שהמוסדות המספקים חיסכון פנסיוני נחשפים להם. גישה זו תלויה בסוג הפיקוח על מערכת הפנסיה (אם

מערכת הפנסיה במדינה היא פנסיית חובה – מנדטורית – או פנסיה וולונטרית), בסביבה שבה פועלת המערכת (אם מדובר במדינה שבה שוק ההון מפותח והחוסכים נהנים מרמה גבוהה של אוריינות פיננסית או במדינה שבה השווקים הפיננסיים פחות מפותחים והציבור חסר ידע פיננסי ברמה גבוהה) ובגישה הפיקוחית (אם השימוש במגבלות כמותיות מוגבר או מצומצם, בהתאם לגישת "האדם הסביר").

בטיפול הרגולטורי בסיכוני ההשקעה של הגופים המספקים חיסכון לטווח ארוך מקובלות שתי דרכים – הסתמכות על "כלל האדם הסביר" או הטלת מגבלות כמותיות על תיק ההשקעות (או שילוב של שניהם). כלל האדם הסביר (prudent person rule) משתלב בעקרון הנאמנות (fiduciary), שבמסגרתו רשות הפיקוח רואה בגופים המנהלים חיסכון לעת פרישה גופים שניתן לצפות מהם כי ינהלו את עסקיהם נאמנה ומתוך שיקול דעת מבוסס, כפי שהיה נוהג אדם סביר. גישה זו נשענת על תקדימים משפטיים ועל אסדרה מקומית המדגישה את עקרונות היציבות, והיא מקנה למנהלי הגופים גמישות רבה יחסית בפעילותם. על פי גישה זו האסדרה מתמקדת בבחינה של תהליך קבלת החלטות ההשקעה ושל התנהגות מנהלי ההשקעה כלומר בהיבטים איכותיים של ניהול ההשקעות. לדוגמה: הגישה מחייבת להגדיר בבירור את מדיניות ההשקעה של הקרן, מוודאת שקיימות בה מערכות נהלים ובקורות נאותות ליישום המדיניות, בוחנת – מחדש את מדיניות ההשקעות שנקבעה במירווחי זמן מוגדרים מראש. זאת לעומת הטלת מגבלות השקעה ספציפיות על ההשקעות. הגישה הכמותית ממליצה על מגבלות השקעה מסוימות לא רק במונחים של קביעת סוגי ההשקעה אלא גם ביחס להקצאת הנכסים של החיסכון הפנסיוני. מדינות רבות בעלות מערכת פנסיה מסוג DC נסמכות על מגבלות השקעה כמותיות כדי להגביל את סיכון ההשקעה שקרנות הפנסיה נחשפות אליו, כמשלים לכלל האדם הסביר.

באופן כללי, המדינות האנגלו-סקסיות (ארה"ב, קנדה, בריטניה ואוסטרליה) פועלות יותר על פי כלל האדם הסביר, בעוד שמדינות דרום אמריקה, מרכז אירופה ומזרח נוטות לאמץ את גישת המגבלות הכמותיות כמנגנון האסדרה המרכזי. מדינות אירופה היבשתית נוטות לשלב בין שתי הגישות. בעבר רווחו בהן מגבלות השקעה כמותיות, ונמתחה על כך ביקורת משום שהגמישות הנמוכה אשר נתאפשרה למנהלי הקרנות הניבה תוצאות השקעה נמוכות יחסית עבור החוסכים. על רקע מגמת הליברליזציה בשווקים הפיננסיים בשנות ה-90 הוסרו חלק מהמגבלות. לעומת זאת הגישה הנהוגה

במדינות האנגלו-סקסיות נחשבה לגישה שאינה מספקת ביטחון הולם לחוסכים, ולכן התפתחותן של קרנות הפנסיה במדינות אלו התמקדה בסיכונים ובאופטימיזציה של התשואה המותאמת לסיכון. לפיכך נעשו קרנות הפנסיה דינמיות יותר בהשקעותיהן, כולל הגדלת הפיזור הבין-לאומי של נכסיהן.

את הרגולציה של השקעות גופי החיסכון לטווח ארוך נוטים לזהות עם רמת ההתפתחות היחסית של שוקי ההון, לצד גורמים נוספים. כך, לדוגמה, שוקי ההון הפחות מפותחים של מדינות דרום אמריקה ומדינות מרכז אירופה ומזרחה עולים בקנה אחד עם מגבלות השקעה חמורות יותר באותן מדינות, ואילו גופי חיסכון פנסיוני במדינות בעלות שוקי הון מפותחים יותר מזוהים עם מסגרת רגולטורית גמישה, על בסיס כלל האדם הסביר כעיקרון מרכזי. זאת ועוד, הסדרים של פנסיית חובה מטילים על הממשלות אחריות רבה יותר מאשר הסדרי פנסיה וולונטרית. במצבים של הסדרי פנסיית חובה ממשלות מקבלות על עצמן רמות גבוהות יותר של אחריות לתוצאות המערכת, ולכן נוטות למשטר רגולטורי קפדני יותר. לבסוף, מדינות בעלות מערכת פנסיונית מסוג DB (מוגדרות זכויות) נוטות לעיתים קרובות להזדקק פחות למגבלות השקעה ספציפיות מפני שהמעסיקים עומדים מאחורי ההטבות הפנסיוניות. זאת בניגוד למגבלות מפורטות יותר בתיקי חיסכון פנסיוני מסוג DC, שבהם התוצאות ותקבולי החוסכים הנגזרים מהן תלויים באופן הדוק יותר בביצועים.

## 1.2. כלל האדם הסביר

כדי למלא את תפקידם ואת מחויבותיהם, מנהלי החיסכון הפנסיוני, הפועלים על פי עקרון הנאמנות (fiduciary) נדרשים לבצע את עסקיהם באמונה כפי שאדם רגיל בעל שיקול דעת היה עושה לצורך ענייניו האישיים – בנסיבות דומות. כך המנהלים, וכל אדם אחר אשר הוסמך על ידם, נדרשים לבצע במיומנות את פעולות ההשקעה, עם חובת זהירות (duty of care), תוך ניצול כל מיומנותם וכישרונם בבחירת השקעותיהם. מנהלי החיסכון הפנסיוני נדרשים להתייחס בראש ובראשונה לצורך לפזר את ההשקעות ולהתאים את סוג ההשקעה למאפייני החוסך ולטעמו. כן נדרשים מנהלי החיסכון הפנסיוני לסקור ולבחון את כל הזדמנויות ההשקעה הזמינות לחוסכים. מצופה מהמנהלים להבטיח זרם מגוון של אפשרויות השקעה לחוסכים, תוך התייחסות למאפייני החוסכים, לצרכים שלהם ולעלויות הכרוכות בכל אחת מאפשרויות ההשקעה. בכך מנהלי החיסכון הפנסיוני יבטיחו מדידה ובקרה של ביצועי כל אחת מאפשרויות ההשקעה, וישנו

אותה על פי הצורך. מנהלי קרנות החיסכון הפנסיוני נדרשים להצדיק כל השקעה שלהם ולפעול בהתאם לעקרונות ההשקעה שנקבעו. מצופה מהמנהלים להכין ולשמור הצהרה כתובה של עקרונות ההשקעה בהתאם לסוגי ההשקעות המוחזקות, ולזהות את המאפיינים וההיקפים של הסיכונים הגלומים בתיק ההשקעות, וכן את התוצאה הצפויה על ההשקעה.

כלל האדם הסביר נתפס ככלל ישים וגמיש בעיקר משום שהוא נקבע כמקבץ אסטרטגיות אשר נועדו להביא לתהליך מושכל של קבלת החלטות יותר מאשר לתוצאה מוכתבת. תכונה זו חשובה במיוחד לנוכח קצב השינויים המהיר המאפיין כיום את השווקים הפיננסיים. כיום מנהלי חיסכון פנסיוני נדרשים להעריך ולהסתגל למיגוון רחב של מטרות ונסיבות. כלל האדם הסביר מכתוב למנהלי החיסכון את מידת הגמישות שעליהם לנקוט בהחלטות ההשקעה שלהם בסביבה משתנה זו. עם זאת יש לכלל יש מספר חולשות: קשה מאוד להעריך אותו בהשוואה למגבלות הכמותיות. תכונה זו מאפיינת כל הוראה או חוק המנוסח כעיקרון כללי ומציבה בפני רשויות הפיקוח אתגרים לא פשוטים, שכן קשה יותר לקבוע באיזו מידה הופך חוק או הוראה רגולטורית.

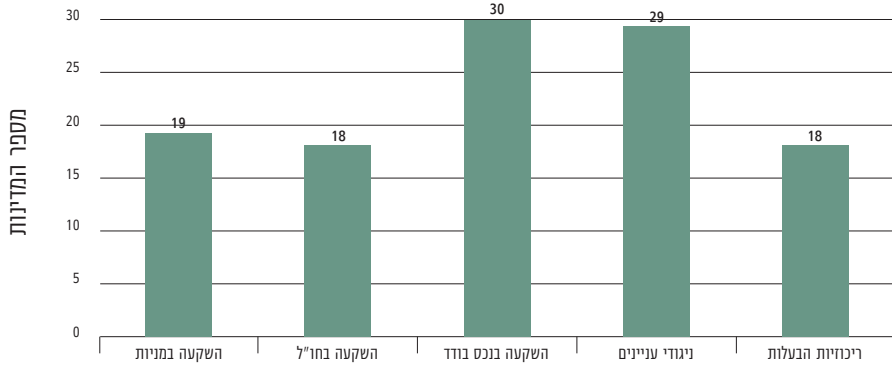
### 1.3. רגולציה כמותית של ההשקעות

מגבלות ההשקעה הן הצורה הפופולרית ביותר לרגולציה כמותית של ההשקעות בחיסכון הפנסיוני. נוסף על שיטה זו מופעלים במדינות אחדות שני סוגים של אסדרת ההשקעות (בדרך כלל לצד הטלת מגבלות השקעה): (א) דרישה מקרן הפנסיה להעניק לחיסכון ערבות מינימלית (לדוגמה: בשווייץ) – למעשה מדובר בהבטחת תשואה; (ב) רגולציה המגבילה את סיכוני ההשקעה של התיק באמצעות תקרת VaR (במקסיקו) או Stress tests (בדנמרק).

איור 1 מסכם את המגבלות הכמותיות המוטלות במדינות OECD על הקצאת הנכסים. מגבלות אלו כוללות מגבלות כלליות המוטלות על ההשקעות, ובהן מגבלות על השקעה בנכס בודד, מגבלות שנועדו לצמצם ניגודי עניינים ומגבלות הקשורות לריכוזיות הבעלות. לצד זה קיימות מגבלות ספציפיות המוטלות על השקעה בקטגוריות נכסים שונות (איור 2). בין המגבלות האלה בולטות מגבלות המוטלות על השקעה במניות, וכן הגבלת ההשקעה בנכסים זרים (כולל אג"ח, מניות ונכסים אחרים).

## איור 1

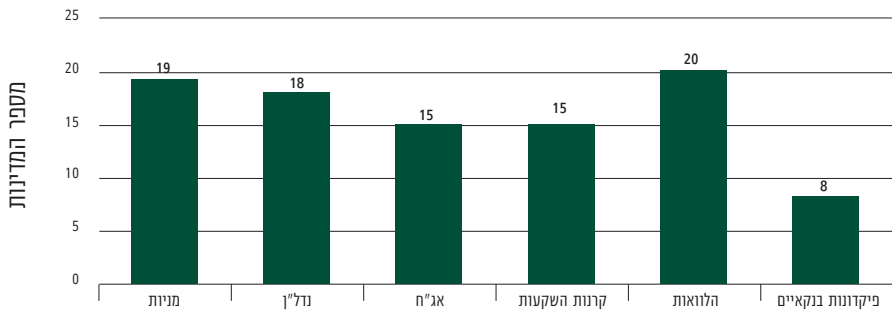
מגבלות ההשקעה הקיימות בקרנות פנסיה במדינות OECD, 2010



המקור: עיבודי מחלקת מידע ופיתוח באגף שוק ההון, ביטוח וחיסכון לנתוני OECD, 2010, OECD Survey of Investment Regulations of Pension Funds.

## איור 2

מגבלות השקעה על נכסים ספציפיים בקרנות פנסיה במדינות OECD, 2010



המקור: עיבודי מחלקת מידע ופיתוח באגף שוק ההון, ביטוח וחיסכון לנתוני OECD, 2010, OECD Survey of Investment Regulations of Pension Funds.

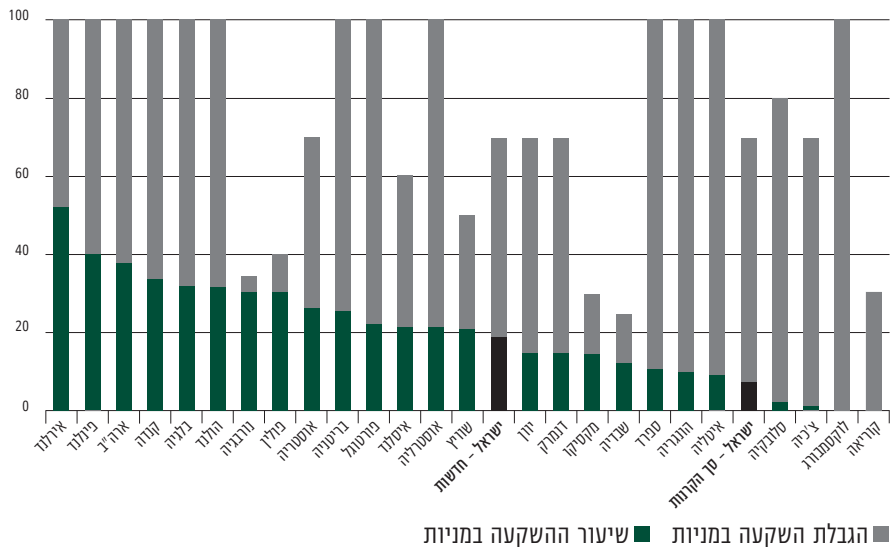
### 1.3.1. מגבלות כמותיות

בשנים האחרונות, וכחלק מהצעדים שנועדו לקדם את הליברליזציה בשווקים הפיננסיים, צומצמו מגבלות ההשקעה שהוטלו על מוסדות המספקים חיסכון לטווח ארוך. מגמה זו בולטת במיוחד במדינות הנחשבות לכלכלות במעבר (transition economic countries) –

למשל מדינות מרכז אירופה ומזרחה וכן מדינות דרום אמריקה, שעברו מכלכלה מתוכננת לכלכלה חופשית.<sup>6</sup> אם מוטלות הגבלות כמותיות על ההשקעות, אלו מתייחסות בדרך כלל להשקעה של קרנות הפנסיה בקטגוריות נכסים מסוימות, לרוב מניות וניירות ערך זרים. מכל מקום, בפועל התקרות הללו נקבעו ברמות גבוהות יחסית, כך שעדויות מעטות-בלבד (בפולין ובנורבגיה) מצביעות על משמעות מעשית שהייתה להן בהגבלת ההשקעה, ואילו ברוב המדינות הן היו נמוכות במידה משמעותית מן המגבלה הסטטוטורית (איור 3). קרנות הפנסיה נוטות באופן טבעי ליצור פער מסוים עד לתקרה, מפני שהערך של המניות נוטה להיות תנודתי, ועלייה פתאומית של מחירי המניות אמורה לכפות על המנהלים להנזיל חלק מתיק הפנסיה שלהם בפתאומיות. הבדלים מסוימים ניתן אולי להסביר גם במגבלות יציבות אחרות המקובלות בחלק מהמדינות.

### איור 3

הגבלות על השקעות במניות ב-OECD, התקרה לעומת ההשקעה בפועל<sup>1</sup>, 2009



1. השקעה במניות ובקרנות נאמנות המשקיעות במניות.

המקור: עיבודי מחלקת מידע ופיתוח באגף שוק ההון, ביטוח וחיסכון לנתוני OECD, 2010, OECD Survey of Investment Regulations of Pension Funds.

6. צ'ילה לדוגמה, אסרה עד 1985 את ההשקעה במניות, ועד 1998 - בניירות ערך זרים.



עם זאת ישנם הבדלים בין המדינות באשר לנטייה להשתמש במגבלות כמותיות בחיסכון הפנסיוני. המגבלות הנהוגות ברוב מדינות אירופה היבשתית הדוקות יותר מאשר במדינות האנגלוסקסיות (להרחבה ראו נספח א'). המשטרים המקלים ביותר הם בעיקר באוסטרליה, בבריטניה ובארה"ב: אלה מאפשרים 100 אחוזים של השקעה במניות. אשר להשקעה בנכסים זרים, המגבלות המוטלות במדינות אירופה היבשתית הדוקות יותר מאשר במדינות האנגלו-סקסיות. מדינות אלו מגבילות את ההשקעות הזרות ל-20 אחוזים מסך נכסי הפנסיה בממוצע – מאיסור מוחלט על השקעה במניות זרות עד לתקרה של 30 עד 40 אחוזים.

במדינות אנגלו-סקסיות כאירלנד, ארה"ב, קנדה ובריטניה קרנות פנסיה מחזיקות 20 עד 50 אחוזים מהנכסים במניות (לוח 1). במדינות אירופה (להוציא את בריטניה ומדינות סקנדינביה) השיעורים הם סביב 10 אחוזים. חלק מההסבר להבדלים בהרכב תיק הנכסים הוא מגבלות רגולטוריות, אולם מגבלות רגולטוריות אינן יכולות להסביר באופן בלעדי תיק שמרני בעל שיעור גבוה של איגרות חוב ממשלתיות ופיקדונות. ייתכן שמדינות אלו נעדרות, לעיתים קרובות, מה שמכונה בספרות "תרבות מניות" (equity culture)<sup>7</sup> – מצב המצמצם את הנטייה להשקיע בנכסים אלו. באופן היסטורי, מניות מניבות בטווח הארוך תשואה גבוהה יותר מאשר איגרות חוב, ולכן במדינות שבהן יש נתח משמעותי של השקעה במניות, התשואה גבוהה יותר; מצד שני גם תנודתיות ההשקעה – כלומר הסיכון – גדולה יותר.

## לוח 1

הרכב תיק ההשקעה של קרנות הפנסיה במדינות OECD ובישראל, 2009

המדינה	מזומנים ופיקדונות	איגרות חוב		הלוואות	מניות	נדל"ן	קרנות נאמנות המשקיעות ב:			קרנות השקעה פרטיות	נכסים אחרים
		ממשלתיות	קונצרניות				מניות	אג"ח	מזומנים ופיקדונות		
אוסטרליה	12.8			5.0	21.7	5.0	52.2				3.3
אוסטריה	4.0	1.6	0.3	1.3	0.2	0.4	26.7	5.8	6.7	0.2	
בלגיה	4.4	4.1	4.1	0.5	6.8	0.9	34.0	4.1	8.0		6.9
קנדה	3.2	19.6	4.8	0.4	26.3	5.8	10.7	0.7	7.6		5.4
צ'ילה	0.1	9.8	26.9	2.5	19.2		10.8	0.3	27.1	2.2	0.9
צ'כיה	10.2	64.7	15.7		1.6	1.0	3.2				3.6
דנמרק	0.5	45.4	25.5	0.2	15.3	1.3	2.4				9.4

7. להרחבה ראו The Equity Culture: The Story of the Global Stock Market, שנכתב על ידי Mark B. Smith (2003).

לוח 1 - המשך

המדינה	מזומנים ופיקדונות	איגרות חוב		הלוואות	מניות	נדל"ן	קרנות נאמנות המשקיעות ב:				קרת השקעה פרטיות	נכסים אחרים
		ממשלתיות	קונצרניות				מניות	אג"ח	מזומנים ופיקדונות	נכסים אחרים		
פינלנד	3.5	37.5	9.6	40.6	7.0							1.8
גרמניה	2.3	24.3	2.4	29.5	0.5	2.3					0.8	1.4
יוון	28.8	0.0	52.2	5.9					9.5			3.5
הונגריה	2.5	8.3	48.6	10.8	0.2				27.3			2.4
איסלנד	8.8	9.4	41.3	21.8	0.0						7.7	
אירלנד	10.9	26.1		52.3	8.4						2.4	
איטליה	5.7	7.5	35.0	10.0	4.0				8.5		1.3	28.1
קוריאה	38.3	7.8	21.6	0.1			1.1		10.7			20.4
לוקסמבורג	38.6	14.2		0.2					36.1			10.9
מקסיקו	1.0	15.4	63.6	13.9	0.0				1.0	1.5		3.5
הולנד	1.9	9.2	12.3	12.1	2.2				20.1	25.1	1.8	9.3
נורבגיה	3.9	34.6	15.3	13.9	3.8				17.0	8.9		1.1
פולין	2.3	2.2	64.3	30.2							0.6	0.3
פורטוגל	5.8	27.2	21.3	15.2	8.6				7.2	7.0	7.7	
סלובקיה	24.4	34.1	32.2	2.7					2.4			4.2
סלובניה	19.8	36.8	27.5	2.9			4.0		7.8			1.2
ספרד	16.4	33.9	22.4	11.1	0.2			0.0	6.1			9.4
שבדיה	1.9	53.5		12.4	3.9			0.0	27.5			0.8
שוויץ	8.7	26.5		11.7	10.7			5.0	8.3	9.8	14.4	0.7
תורכיה	27.8	30.8		26.5	0.4				0.1			14.4
בריטניה	2.7	11.1	13.1	25.8	2.5			1.2	22.8			20.8
ארה"ב	1.1	8.4	12.3	37.8	1.3			0.9	21.3			16.9
ישראל - סך קרנות הפנסיה	6.7	11.3	66.3	8.2	0.6			1.1	2.7			2.4
ישראל - קרנות הפנסיה החדשות	6.2	21.7	41.8	19.2	0.1			3.2	3.8			3.5

במדינות שהנהיגו פנסיית חובה מקובל לקבוע מגבלות השקעה ספציפיות למסלולי השקעה שונים, וכך נקבעת אפשרות לבחירת תיק (portfolio choice).<sup>8</sup> המגבלות האלה משתנות בהתאם לחשיפה של המסלולים השונים למניות. בחלק ממדינות דרום-אמריקה (צ'ילה ומקסיקו החברות ב-OECD וכן קולומביה) הבחירה בקרן מוגבלת כתלות בגיל המשתתפים. בצ'ילה, למשל, הפנסיונרים רשאים לבחור רק את האפשרויות עם מגבלת חשיפה למניות עד 40 אחוזים (אפשרויות C עד E), בעוד שמבוטחים הרחוקים מהפרישה 10 שנים ויותר עשויים לבחור את האפשרות שבה החשיפה למניות היא עד 60 אחוזים (אפשרויות B עד E), קביעת המסלול של מבוטחים שאינם בוחרים בעצמם תלויה גם בגילם: העובדים המבוגרים יותר משויכים באופן אוטומטי למסלול בעל חשיפה נמוכה יותר למניות. לדוגמה: בצ'ילה חוסכים הרחוקים עשר שנים מגיל הפרישה משויכים, כברירת מחדל לקרן המשקיעה במניות עד 20 אחוזים (אפשרות D), ובמקסיקו עובדים הרחוקים עשר שנים מהפרישה משויכים כברירת מחדל לקרן שאין לה כל חשיפה למניות. לעומת זאת בחלק ממדינות אירופה (הונגריה, סלובקיה ואסטוניה) קיימות ברירות מחדל בלא תלות בגיל – העדר מניות (באסטוניה ובסלובקיה) ושיעור נמוך של השקעה במניות (10% בהונגריה).

פולין וישראל הן בין המדינות היחידות שבהן נהוגה פנסיית חובה אבל הן לא מחייבות בחירה פעילה של החוסכים.<sup>9</sup> יש גם מדינות – ביניהן אוסטרליה ושבדיה – שבהן מקובלת פנסיית חובה, אולם כל ספק של חיסכון פנסיוני רשאי לקבוע מסלולי בחירה כרצונו, והפרטים יכולים לבחור באופן חופשי בין מספר מסלולים המוצעים על ידי הספקים.

במדינות שבהן פנסיה מסוג DC היא פנסיה וולונטרית (ולא פנסיית חובה) הפיקוח על תיקי ההשקעה ועל ברירת המחדל גמיש הרבה יותר, וכך אפשרויות הבחירה של תיק החיסכון וקביעת אפשרויות לברירת מחדל פחות מפקחות. עד כה אף אחת ממדינות OECD אלו לא קבעה אפשרויות השקעה ספציפיות שספקי החיסכון חייבים להציע, ורק מספר מצומצם של אפשרויות ברירת מחדל מפקחות. כך, לדוגמה, מאז 2007, ספקי תוכניות DC בארה"ב יכולים להציע ללקוחות שעדיין לא החליטו היכן להפקיד את כספם לבחור מסלול אחד מבין ארבעה מסלולים. אפשרויות המחדל המוסמכות כוללות

8. להרחבה בנושא פנסיית המסלולים, ראו, שיפנבאואר, ל., (2008) "מערכות פנסיה רב-מסלוליות", "הרבעון למסים", 128; 115 - 124.

9. בישראל פורסמה בשנת 2009 טיוטה ראשונה להנהגת מודל פנסיוני "חכם" שיותאם לגיל החוסכים. ביולי 2010 פורסמה טיוטה שנייה. לפי הטיוטה, החל משנת 2013 יופרדו כספי החוסכים בהתאם לגילם.

כולן מעבר לשיעור השקעה שמרני יותר בשנים הסמוכות לפרישה. אחד המסלולים האלה הוא קרנות בעלות תאריך יעד לפרישה (target retirement date funds). קרנות אלו מאפשרות אסטרטגיית השקעה המבוססת על מחזור החיים, ומצמצמות את ההשקעה במניות, סמוך לגיל הפרישה של הפרט. גם אירלנד ובריטניה יישמו אסטרטגיות השקעות המבוססות על מחזור החיים. בבריטניה בקרנות פנסיה מסוג DC לפחות חמש שנים לפני גיל הפרישה של העמית הנכסים בקרן ברירת המחדל אמורים לעבור לפיקדון נושא ריבית, או לניירות ערך ממשלתיים, ובאירלנד יושמה רגולציה מעין זו בחשבונות חיסכון לעת פרישה – (PRSAs) Personal Retirement Savings Accounts.

### 1.3.2. הבטחת שיעור תשואה מינימלי

לצד קביעת מגבלות כמותיות על תיק ההשקעות, מקובל בחלק מהמדינות המפותחות להבטיח שיעור תשואה מינימלי על ביצועי ההשקעות. אולם מבין המדינות שבהן פועלת מערכת חיסכון פנסיוני מסוג DC רק מספר מדינות דורשות מקרן הפנסיה לעמוד בשיעור תשואה מינימלי על ההשקעה.<sup>10</sup> ברוב המקרים תשואה מינימלית זו היא "יחסית" – כלומר נקבעת ביחס לתשואה הממוצעת שהשיגו קרנות הפנסיה במשך תקופה מסוימת, בדרך כלל מספר חודשים (לדוגמה, צ'ילה, פולין וסלובניה) ולא אבסולוטית. בצ'ילה, למשל, ההבטחה לתשואה מינימלית מבוססת על התשואה הריאלית הממוצעת של כל קרנות הפנסיה במשך 36 חודשים בהתאם למסלול החיסכון: בקרנות מסוג A ו-B (המתאפיינות בחשיפה גבוהה לסיכון) מובטחת תשואה ריאלית שנתית של 4 אחוזים פחות מהתשואה הממוצעת של כלל הקרנות מסוג זה ב-36 החודשים האחרונים, או תשואה ריאלית שנתית הנמוכה מ-50% מהתשואה הממוצעת של הקרנות מסוגים אלה (האפשרות הנמוכה יותר מבין השתיים). בקרנות מסוג C, D ו-E (חשיפה נמוכה לסיכון) מובטחת תשואה ריאלית שנתית של 2 אחוזים פחות מהתשואה הממוצעת של כלל הקרנות מסוג זה ב-36 החודשים האחרונים או תשואה ריאלית שנתית הנמוכה מ-50% מהתשואה הממוצעת של הקרנות מסוגים אלה (האפשרות הנמוכה יותר מבין השתיים). אם שיעור התשואה המתקבל על ידי הקרן נמוך מהמינימום, חשבון הפנסיה של העובד נקבע כשיעור התשואה המינימלי ולא כשיעור התשואה בפועל.

10. בישראל המדינה נוהגת לבטח חלק מכספי קרנות הפנסיה באמצעות הנפקת איגרות חוב מיועדות, שמשקלן בתיק ההשקעות של קרנות הפנסיה חייב לעמוד על 30 אחוזים לפחות. בפועל משקל איגרות החוב המיועדות בתיק נכסי הקרנות הותיקות עומד על כ-36% – נתוני ספטמבר 2010.

שווייץ וצ'כיה הן המדינות היחידות המיישמות הבטחה של שיעור תשואה מוחלט. בשווייץ, קרנות פנסיה מחויבות לשיעור תשואה מינימלי בשיעור שמעל 2.1%<sup>11</sup> הבטחה זו אמורה להתקיים גם אם העובד משנה את מקום עבודתו. קרנות פנסיה שואפות לשלם שיעור קצבה מעל למינימום, אבל אינן מחויבות בכך, ולכן הן נוטות בדרך כלל להשיג לחוסכים רק את שיעור התשואה המינימלי המובטח. אם נצבר עודף, הוא נשמר כעתודה בקרן הפנסיה. בצ'כיה מנהלים של קרנות פנסיה חייבים להבטיח את הערך הנומינלי של הפקדות החוסכים בכל שנה; ההפקדות אינן יכולות לשאת שיעור תשואה שלילי בשנה נתונה.

תשואה מינימלית נדירה במערכות פנסיה וולונטריות, אולם, קיימת בבלגיה ובגרמניה. קרנות פנסיה של מעסיקים בבלגיה חייבות, החל משנת 2004, להבטיח תשואה מינימלית של 3.75% על ההפקדות של העובדים ו-3.25% על ההפקדות של האחרים. בגרמניה קרנות פנסיה חדשות מסוג Riester pensions נדרשות להבטיח תשואה מינימלית של 0% במונחים נומינליים, ובכך למעשה להבטיח הגנה להפקדות לעת פרישה.

### 1.3.3. תקרות סיכון כמותיות

במספר מדינות רשות הפיקוח וקרנות פנסיה משתמשות בתקרות סיכון כמותיות, המתבססות על מדדים כמותיים, כדי להעריך ולהגביל את סיכון ההשקעה שהקרנות חשופות להן. הערכת הסיכון יכולה להתבצע בשתי דרכים עיקריות: מדד המבוסס על מדד סיכון כללי – השונות, סטיית התקן, מדד שארפ או מדד המבוסס על הערך הנתון לסיכון (VaR). מדד זה מוגדר כהפסד המקסימלי שעלול להיגרם בתיק ההשקעות כתוצאה משינויים בגורמי סיכון שונים שהתיק חשוף אליהם, וזאת בהינתן רמת ביטחון מסוימת ובהתאם לאופק זמן מתוכנן. ה-VaR מספק לרשות הפיקוח ולמנהל הקרן מדד מסכם של סיכון השוק שקרן הפנסיה חשופה אליו. המדינה היחידה המשתמשת ב-VaR לצורך פיקוח על מערכת חיסכון פנסיוני מסוג DC היא מקסיקו. רשות הפיקוח על הפנסיה המקסיקנית (CONSAR – Comisión Nacional del Sistema de Ahorro para el Retiro) יצרה מדדים כדי למדוד את סיכון ההשקעה. רשות הפיקוח דורשת שה-VaR לא יהיה גבוה מ-0.6% מסך הנכסים של קרנות הפנסיה. כלומר, ה-VaR המקסימלי של קרן הפנסיה בעלת נכסים של מיליארד דולרים הוא 6 מיליוני דולרים. מאחר שבקרנות הפנסיה

11. במשך הזמן ירד שיעור התשואה המינימלי ל-4 אחוזים (בשנת 2003), ל-2.75% (בשנת 2008) ול-2 אחוזים (בשנת 2009 – מהשלכות המשבר הפיננסי העולמי האחרון).

המקסיקניות קיימים מספר מסלולי השקעה הרי שמגבלות ה-VaR גדלות עם גידול החשיפה להשקעה במניות. האפשרות המסוכנת ביותר כפופה למגבלת VaR של 2%.

המאפיין העיקרי של מודל ה-VaR הוא היותו מודל לאמידת הסיכונים הגלומים בתיק בנסיבות רגילות ובהנחות נורמליות. בשל עלייה באירועי הקיצון הוחל בבדיקת פרופיל הסיכון של תיק ההשקעות גם במצבי שוק קיצוניים, וזאת באמצעות מבחני לחץ (stress testing). מבחנים אלו בוחנים שינויים אפשריים בערך הנכסים שבתיק (בעיקר ירידה) ובודקים מה ההשלכות של תרחישים כאלה על העמידה של קרנות הפנסיה בהתחייבויותיהן. הדבר זה מקובל בעיקר במדינות שבהן הקרנות מספקות לעמיתים ערבויות; באלה רשות הפיקוח בודקת באמצעות כלי זה את יכולת הקרן לעמוד בפירעון התחייבויותיה לחוסכים.

על השימוש בכלים אלו נמתחה ביקורת, בעיקר מפני שכלים אלו פותחו עבור המגזר הבנקאי ומוסדות הפועלים בטווחים קצרים, ולא עבור מוסדות המספקים חיסכון פנסיוני ארוך טווח. גם עלות התכנון והיישום של המודלים היא מרכיב חשוב, שכן בדיקות אלו ממומנות בדרך כלל על ידי רשות הפיקוח ו/או על ידי קרנות הפנסיה, כך שלמעשה הן נוגסות בכספי העמיתים. המדינה היחידה אשר נוטה להשתמש במבחנים מעין אלו היא דנמרק.

## 2. רגולציה על ההשקעות בחיסכון לטווח ארוך בישראל

ישראל עברה בעשורים האחרונים כבדת דרך ארוכה בכל הקשור לרגולציה על ההשקעות: בעבר ננקטה בישראל גישה של התערבות ישירה בהשקעות, שבאה לידי ביטוי בהנפקת איגרות חוב מיועדות עבור הגופים המנהלים חיסכון לטווח ארוך (קופות הגמל, חברות הביטוח וקרנות הפנסיה); בהמשך חויבו הגופים המוסדיים להשקיע בקבוצות השקעה עיקריות, עד לביטול (כמעט מוחלט) של מגבלות ההשקעה ויתר הדגשה של שיקולי פיזור ויציבות (איור 4).

**איור 4**

שינויים עיקריים ברגולציה על ההשקעות בישראל

1986	1992	1995	2001/2	2004/5
<p>↓</p> <p><b>קופות גמל:</b> ביטוח השקעה באגרות חוב מיועדות; אחוזים בקבוצות השקעה. <b>קרנות פנסיה ותיקות:</b> 93% באג"ח מיועדות</p>	<p>↓</p> <p><b>ביטוח:</b> ביטול ההשקעה באגרות חוב מיועדות. קבוצות השקעה דומות לגמל.</p>	<p>↓</p> <p><b>קרנות פנסיה חדשות:</b> 70% באג"ח מיועדות 30% חלק חופשי.</p>	<p>↓</p> <p>ביטול קבוצות ההשקעה וקביעת מגבלות יציבותיות. פתיחה לחו"ל.</p>	<p>↓</p> <p><b>קרנות פנסיה:</b> 30% באג"ח מיועדות. <b>קרנות חדשות:</b> 70% כמו בקופות גמל. <b>קרנות ותיקות:</b> 60% סולידי, 10% חופשי (מ-2005 כולל חו"ל)</p>

עד הרפורמה בשוק ההון – שהחלה בשנת 1986, חויבו קופות הגמל, על-פי התקנות<sup>12</sup>, להשקיע את עיקר נכסיהן באגרות חוב מיועדות, שהונפקו במיוחד עבורן והבטיחו להן תשואה קבועה וידועה. בשנת 1986 שינתה הממשלה את מדיניותה, בעיקר במטרה למסחר את החוב הפנימי על ידי הגדלת משקלן של אגרות החוב הסחירות והפסקת הנפקתן של אגרות חוב מיועדות לא סחירות. לאחר הרפורמה ועד שנת 2002 הוגבלו קופות הגמל בהשקעת כספי החוסכים בהן בהתאם לחלוקה לשלוש קבוצות השקעה: בקבוצה הראשונה סווגו אפיקי ההשקעה ה"סולידיים" שקופת הגמל חויבה להשקיע בהם לפחות 50% מנכסיה המשווערכים; בקבוצה השנייה סווגו האפיקים הסחירים, וההשקעה בקבוצה זו הוגבלה עד לשיעור של 50% מהנכסים המשווערכים של הקופה; בקבוצה השלישית סווגו אפיקי השקעה שלא נמצאו מתאימים לשתי הקבוצות האחרות ("השקעות חופשיות") ושיעור ההשקעה בקבוצה זו הוגבל עד לשיעור של 30% מסך נכסיה המשווערכים של הקופה.

12. לעניין השקעות, קופות הגמל (וקרנות הפנסיה) פועלות מכוח תקנות מס הכנסה משום שהן נהנות מהטבות מס שניתנות על ידי המדינה, ומהטבות המעוגנות בפקודת מס ההכנסה. ההשקעות עבור פוליסות ביטוח החיים מנוהלות מתוקף תקנות הפיקוח על עסקי הביטוח (דרכי השקעת ההון והקרנות של מבטח וניהול התחייבויותיו, 2001) – תקנות שנקבעו בהתאם לחוק הפיקוח על עסקי ביטוח.

בפוליסות ביטוח החיים – עד שנת 1991 כל הפוליסות שהונפקו הכילו אחוזים מסוימים של אג"ח מיועדות של ממשלת ישראל, במסגרת הסכמי ח"ץ (חיים צמוד, להלן אג"ח ח"ץ). שיעור ההשקעה בהן הוגבל ל-86%,<sup>13</sup> שיעור הריבית הריאלית המובטחת למבטח נע בין 4% ל-6.2% ואילו שיעור הריבית למבטח נע בין 3% ל-5% – בהתאם למועד הנפקת הפוליסה ולשינוי בחוזי ההשקעה עם משרד האוצר. את יתרת הכספים יכלו החברות יכלו להשקיע בכל האפיקים האחרים. בשנת 1992 הופסק הגיבוי באג"ח ח"ץ לפוליסות ביטוח חדשות, ומאז כל הפוליסות שהונפקו משתתפות ברווחי ההשקעה; משמע שהתשואה נקבעת על פי תוצאות ההשקעה בלבד. דרכי השקעת התיק המשתתף ברווחים דמו באופן כללי לאלו שהיו מקובלים בקופות הגמל: כך חולקו אפיקי ההשקעה העיקריים המותרים לשלוש קבוצות השקעה: בקבוצה הראשונה סווגו איגרות חוב ממשלתיות, ושיעור ההשקעה בהן היה לכל הפחות 50%; בקבוצה השנייה סווגו ניירות ערך סחירים בבורסה, פיקדונות, הלוואות, איגרות חוב לא-סחירות ומקרקעין מניבים – שיעור ההשקעה בהן עד 50%, ובלבד ששיעור ההשקעה בכל אחד מהם לא יעלה על: (א) ניירות ערך סחירים – עד 50% ובלבד ששיעור ההשקעה במניות, שטרי הון וקרנות נאמנות לא יעלה על 15%. (ב) פיקדונות, הלוואות, איגרות חוב לא-סחירות ומקרקעין מניבים – עד 25% ובלבד שההשקעה במקרקעין לא תעלה על 15% וההשקעה בנכס אחד הוגבלה ל-3%. בקבוצה השלישית, איגרות חוב לא סחירות – ההשקעה הוגבלה עד 4%, ובלבד שתנאי האיגרות לא יהיו נחותים מהתנאים שנקבעו לאיגרות חוב אחרות שאותן הנפיקו חברות בבורסה בשנה האחרונה, והאיגרות הן לתקופה של עד 15 שנים.

אשר לקרנות הפנסיה, קרנות פנסיה חדשות וותיקות חויבו להשקיע את כספי העמיתים המופקדים בהן על פי כללי ההשקעה שנקבעו בתקנות מס הכנסה, וזאת תוך הבדלים בכללי ההשקעה בין הקרנות החדשות לוותיקות. קרנות פנסיה חדשות חויבו להשקיע 30% מהנכסים בהשקעות חופשיות בשוק ההון הישראלי, והיתרה הושקעה באיגרות חוב מיועדות מסוג "ערד" (נושאות ריבית של 5.05% לשנה); זאת להבדיל מקרנות פנסיה ותיקות, שחויבו להשקיע לפחות 93% מכספי העמיתים באיגרות חוב מיועדות מסוג "מירון", הנושאות ריבית של 5.56 לשנה ויכולות להשקיע עד 100% באיגרות חוב אלו.

13. למעט אג"ח ח"ץ שהונפקו כנגד פוליסות שהונפקו לפני שנת 1975 (קרן א'); בפוליסות אלה שיעור ההשקעה המרבי באג"ח ח"ץ עמד על 100%.



בשנת 2002 תוקנו תקנות מס ההכנסה ונקבעו כללי השקעה חדשים לקופות הגמל, לפוליסות המשתתפות ברווחים של חברות הביטוח ולקרנות הפנסיה. תיקון התקנות מבטא את המגמה לעבור משיטת פיקוח ישיר לשיטת פיקוח עקיף, בדומה למגמה שאפיינה את המדינות המפותחות האחרות. בהתאם לכך קבלת החלטות על ההשקעות נמסרה במלואה להנהלת המוסד הפיננסי תוך התערבות מינימלית של הרגולטור בתהליכים אלה. כך, מחד גיסא הוסרו מרבית המגבלות הקיימות על מכסות ההשקעה השונות, ועיקר האחריות לניהול ההשקעות הועבר לידי הגופים המוסדיים, ומאידך, הוטלו על הגופים המוסדיים חובות ומגבלות לגבי דרך ניהול ההשקעות והכשירות הנדרשת מהמעורבים בקבלת החלטות ההשקעה.

עיקרי התיקון: כל השקעה מותרת אלא אם כן נאסרה במפורש; בוטלו מרבית המכסות הכמותיות; הורחבו המגבלות היציבותיות (שיעור ההשקעה במנפיק בודד מנכסי הגוף המוסדי, שיעור ההשקעה באמצעי שליטה בתאגיד, קביעת בטוחות כנגד מתן הלוואות ועוד), והוחלו גם על קבוצות לוויים. הורחבו אפשרויות ההשקעה בנכסים נגזרים בכפיפות למגבלות יציבות, והותרה מכירה בחסר של ניירות ערך; בוטלה המגבלה הכמותית להשקעה בחו"ל; נקבעו ההשקעות המותרות בצדדים קשורים לגוף המוסדי; הוגדרו תפקידי ועדת ההשקעה, הרכבה, כשירות חברה וכללים לניהול ישיבותיה; נקבעו תנאי כשירות לעובדים המנהלים את ההשקעות; עוגנה חובה ההשתתפות של הגופים באסיפות כלליות; נקבעו כללים בנוגע בדבר שיפוי וביטוח נושאי משרה בגוף מוסדי; נקבעו כללי השקעה להון העצמי של החברה המנהלת של קופות הגמל וקרנות הפנסיה.

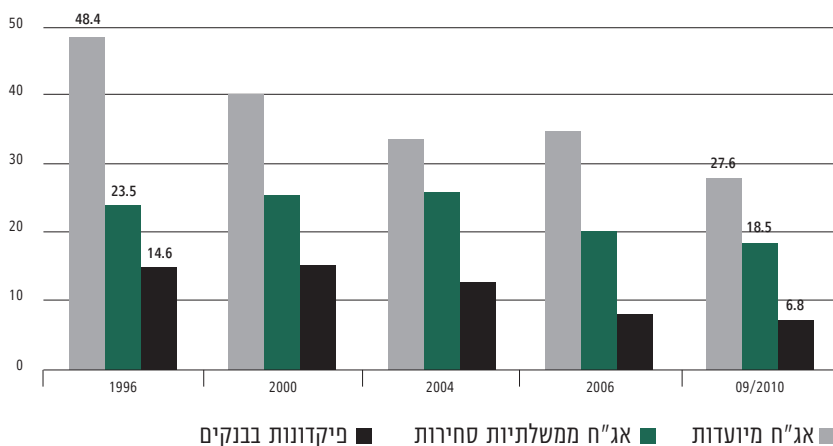
השינויים בתקנות ההשקעה והרפורמות שגובשו בשנים האחרונות בשוק ההון, שנועדו להגדיל את החלק החופשי (הסחיר) של אפיקי החיסכון ארוכי הטווח, האיצו את תהליך שכלולם של השווקים הפיננסיים בישראל, והביאו בהדרגה להרחבת ההשתתפות של המשקיעים המוסדיים בשוק ההון – התפתחות שגלום בה פוטנציאל תחרותי רב מול המערכת הבנקאית, ההולך ומתמשש בשנים האחרונות.

שינויים אלו השתקפו בבחינת תיק הנכסים של הגופים המוסדיים. הרכיב (שהיה) הדומיננטי בתיק הנכסים הוא האשראי לממשלה, שמשקלו בסך תיק הנכסים של הגופים המוסדיים עמד בספטמבר 2010 על 46.1% (איור 5). עם זאת משקלו של רכיב זה יורד בהדרגה בשנים האחרונות, בעקבות הסטת השקעותיהם של הגופים המוסדיים מהשוק

הממשלתי לשוק החופשי הסחיר. ירידת משקלן של איגרות החוב הממשלתיות ניכרת בעיקר בצמצום הנפקתן של איגרות חוב מיועדות, שמשקלן הגיע בספטמבר 2010 ל-27.6% מתיק הנכסים, והיא עולה בקנה אחד עם מדיניותה המוצהרת של הממשלה, בעיקר בשנים האחרונות – עידוד הגברת הסחירות של שוק איגרות החוב המקומי, הגדלת הביקוש לאיגרות החוב, הוזלת עלויות הגיוס של הממשלה והקלה על פיתוח שוק איגרות החוב הקונצרניות, שהן חלק חשוב משוק איגרות החוב. משקלן של האחרונות גדל מ-5.0% בשנת 1996 ל-17.9% בספטמבר 2010. משקלם של הפיקדונות בבנקים, ירד מ-14.6% ל-6.8% בספטמבר 2010. ירידה זו, המאפיינת את תיק נכסי הציבור בכללותו, נובעת, בין היתר, מירידת הריבית בשווקים, מהתאמה של הנכסים הפיננסיים לירידתה של האינפלציה הצפויה ומעליית מחירי המניות והאג"ח בארץ ובחו"ל. כן ניכר שיפור רב בפזור השקעותיהם של הגופים המוסדיים לשוקי חו"ל: משקל ההשקעה בחו"ל גדל מ-0.2% בשנת 1996 ל-12.4% בספטמבר 2010, בעיקר הודות לביטול אפליית המס בין השקעות הגופים המוסדיים בארץ להשקעותיהם בחו"ל.

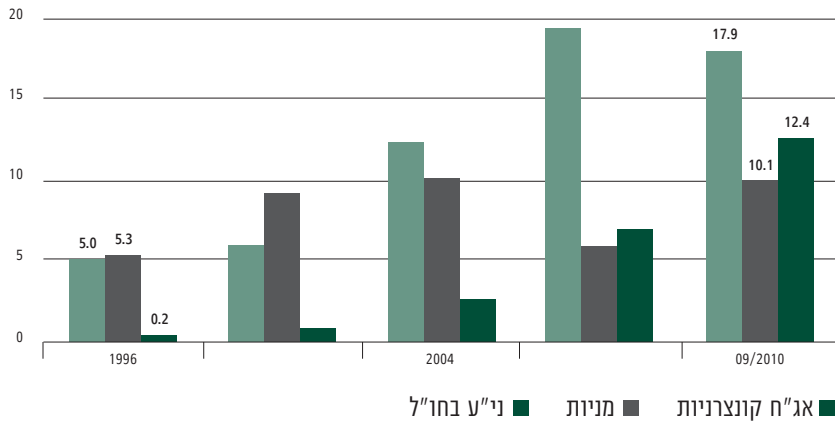
#### איור 5

סך הרכב תיק החיסכון לטווח ארוך<sup>1</sup> לפי קבוצות נכסים נבחרות, 1996 עד 09/2010, אחוזים

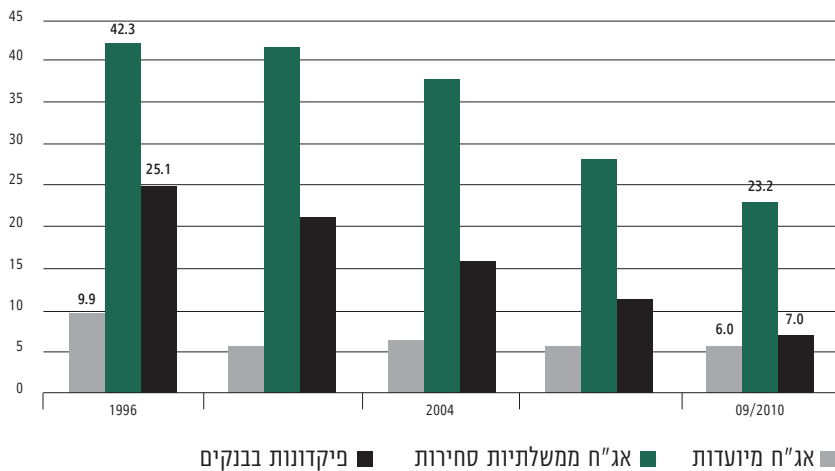


1. סך החיסכון לטווח ארוך כולל את קופות הגמל, קרנות הפנסיה ופוליסות ביטוח החיים של חברות הביטוח.

איור 5א - המשך

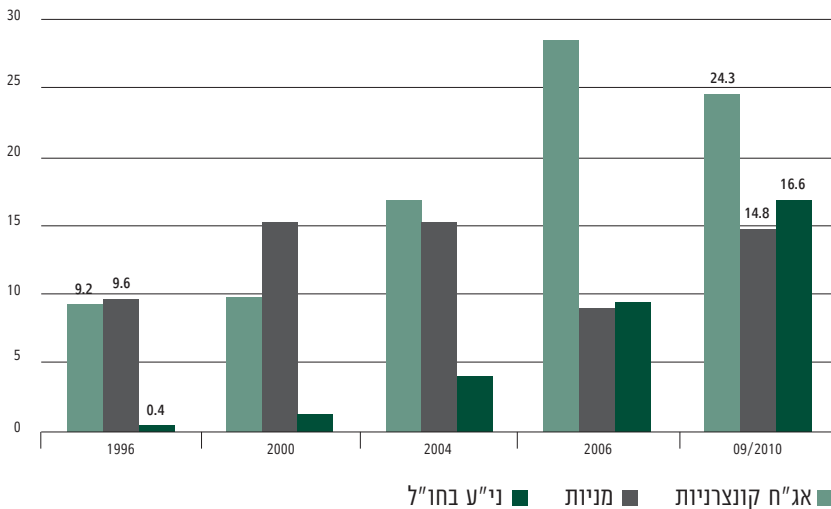


איור 5ב  
הרכב תיק החיסכון החדש לטווח ארוך<sup>2</sup> לפי קבוצות נכסים נבחרות, 1996 עד 09/2010, אחוזים



2. החיסכון החדש לטווח ארוך כולל את קופות הגמל, קרנות הפנסיה החדשות (המקיפות והכלליות) והפוליסות המשתתפות ברווחים של חברות הביטוח.

איור 5 - המשך



המקור: עיבודי מחלקת מידע ופיתוח באגף שוק ההון, ביטוח וחסכון לדיווחי קופות הגמל, קרנות הפנסיה וחברות הביטוח.

### 3. לקחים מהמשבר הפיננסי

המשבר הפיננסי העולמי החל במשבר הלוואות הסאב-פריים בארה"ב במחצית השנייה של שנת 2007, אולם השפיע מהותית על תחומים רבים בכלכלה, ובכללם על שוק החיסכון הפנסיוני ברחבי העולם. גורמים רבים ברחבי העולם (לדוגמא, ה-OECD, ה-IMF, ה-World Bank ורשויות פיקוח במדינות שונות), שוקדים על הפקת הלקחים מהמשבר. ההאטה הצפויה בקצב הצמיחה של המשקים בעולם המערבי עלולה לפגוע ביכולתן של הממשלות לצמצם את השפעות המשבר על החוסכים. סיכום הלקחים שהוסקו מהמשבר ברחבי העולם מעלה את הנקודות הבאות:

### 3.1. לקחים כלליים

בחינת ההתמודדות של המדינות השונות עם ההפסדים המשמעותיים שספגו תיקי החיסכון הפיננסי מגלה שברוב המקרים הצעדים שננקטו לא היו מידיים. מדיניות זו עולה בקנה אחד עם העובדה שמדובר בחיסכון לטווח ארוך ועם ההנחה שהמשבר האחרון היה אירוע נדיר יחסית.

הימנעות מנקיטת מדיניות קיצונית – כגון הלאמה של קרנות הפנסיה הפרטיות (כפי שנעשה בארגנטינה), והצהרות בדבר הלאמה מתוכננת של הקרנות (כמו בחלק ממדינות מזרח אירופה) עלולה לגרום לפאניקה בציבור ולביטול ההכרה בתרומה ובהישגים של מערכת החיסכון הפנסיוני הפרטי בשנים שקדמו למשבר ובעתיד.

יצירת מערכת פנסיונית מגוונת – המשבר הנוכחי מחייב את קובעי המדיניות להימנע משימוש בכשלים שהתגלו בחיסכון הפנסיוני כדי לדחות או למנוע רפורמות הכרחיות בתחום. המשבר מחזק את הצורך ליצור מערכות חיסכון פנסיוני מגוונות, הבנויות על מספר רבדים, ומציעות לחוסכים מיגוון רחב של מוצרים. זאת כדי למנוע מצב שבו פגיעה משמעותית באחד מרובדי החיסכון הפנסיוני או באחד המוצרים תפגע בחיסכון הפנסיוני בכללותו, בעיקר בחסכונוניהם של מי שכבר הגיעו לגיל פרישה. התמקדות במערכת של חיסכון פנסיוני עשויה לסייע בניהול כוללני של הסיכונים ולספק הגנה לחוסכים שעלולים להיפגע מזעזוע כלכלי, מעין זה שהם חוו במשבר האחרון.

חשיבותם של הגופים המוסדיים בהספקת מקורות אלטרנטיביים למימון – יש מקום להעריך את ההשפעות החיוביות שיכולות להיות לגופים המוסדיים בהיותם ספקי מימון אלטרנטיביים לחברות העסקיות, ומכאן חשיבותם לצמיחה. אין לנקוט מדיניות קיצונית מדי, שעלולה לייבש את מקורות המימון למגזר העסקי ולצמצם את התחרות, שאך החלה להתפתח בשווקים הפיננסיים, על הספקת מקורות מימון.

### 3.2. לקחים בתחום הפיקוח בכלל וניהול ההשקעות בפרט

פיתוח תיקי חיסכון פנסיוני ייעודיים – המשבר הגביר את תשומת הלב המוקדשת לניהול סיכוני ההשקעה בחיסכון הפנסיוני, ובעיקר לסיכונים הפיננסיים קצרי הטווח – בייחוד בתוכניות פנסיה מסוג DC, שבהן החוסכים נושאים בסיכון ההשקעה. לתוכניות אלו מיוחסת חשיבות רבה ברחבי העולם, והן אף הופכות להיות חלק ממערכות פנסיית

חובה ברחבי העולם. מערכות DC מתאפיינות, למרות יתרונותיהן הרבים, באי ודאות רבה. לכן יש לבנות את הרגולציה כך שהיא תצמצם כמה מהסיכונים האלה ותמנע מצב שבו עובדים ותיקים ופורשים חשופים להפסדים ניכרים מהכנסתם בעת פרישה. מכאן החשיבות שביצירת תיקים ייעודיים של חיסכון פנסיוני לחוסכים הקרובים לגיל פרישה ו/או פיתוח שלבי מעבר הדרגתיים, שבהם תוגבל התנדדותיות הפיננסית סמוך למועד הפרישה תוך מתן אפשרויות השקעה לפרטים כתלות בגיל, בהיקף החיסכון או באפשרויות המשיכה. עם זאת יש להביא בחשבון שמעבר לכללי השקעה בנכסים הנחשבים בטוחים יותר כגון איגרות חוב ממשלתיות עלול להגביל את ההזדמנויות של החוסכים (בעיקר הצעירים) להשיג הטבות פנסיוניות גבוהות יותר. ניתוח היסטורי של התנהגות שוקי ההון מלמד שהתשואה על ההשקעה במניות אמנם תנודתית יותר מן התשואה על ההשקעה באיגרות חוב, אולם הואיל וקרנות הפנסיה משקיעות לטווח ארוך, וחלק גדול מהתנדדותיות של המניות מוחלק במשך תקופת חיסכון ארוכה יותר, תיק חיסכון מפוזר עשוי להניב רמה גבוהה יותר של חיסכון פנסיוני במשך תקופת החיסכון.

שיפור המשטר התאגידי ומיזוגים בין גופים קטנים המספקים חיסכון פנסיוני – יש מקום לחזק ולשפר את המשטר התאגידי בתחום החיסכון הפנסיוני, ובעיקר להבטיח בקרה אפקטיבית על סיכוני ההשקעה והביצועים של המוסדות המספקים חיסכון פנסיוני, כדי למנוע רדיפה אחר תשואות קצרות טווח חריגות. אחד הכלים לכך הוא שיפור הידע הפיננסי המצוי בידי דירקטוריון הקרנות. על רשויות הפיקוח לתת הוראות רגולטוריות שיבטיחו כי מסגרת קבלת ההחלטות של המוסדות תהיה יציבה ובעלת אוריינטציה תהליכית, ותאפשר ביצוע תקין של פעילות ניהול ההשקעות. יש צורך בקביעת דרישות התאמה ויכולת (fit and proper) כדי להבטיח שבעלי תפקידים בגוף המוסדי ממלאים כהלכה את תפקידם בכלל ואת ניהול ההשקעות בפרט. יש חשיבות להצהרה מטעם הגוף המנהל את החיסכון הפנסיוני בדבר עקרונות ההשקעה או מדיניות ההשקעות שלו, כדי לכוון את תהליך קבלת ההחלטות של מנהליו. לשם חיזוק תהליכי המשטר התאגידי יש מקום לשלב בעבודתו של גוף כזה גם ספקי שירותים שונים, כגון רואי חשבון, מבקרים ונאמנים, שייטלו חלק בפיקוח ובבקרה. עיקר הבעיות בתחום זה, התגלו בעולם בגופי חיסכון קטנים, והתברר שיש מיתאם חיובי בין גודל הקרן לבין מידת האפקטיביות של המשטר התאגידי בה; הדבר מצביע על קיומו של יתרון לגודל בניהול של כספי חיסכון פנסיוני ועל צורך במיזוגים בין קרנות קטנות כדי להשיגו.

שיפור האפקטיביות של עבודת הפיקוח – האפקטיביות של עבודת הרגולטור, בעיקר בתחום הפיקוח על השקעות, חייבת להיות מתואמת באופן ישיר עם היכולת של רשות הפיקוח להטיל עיצומים או סנקציות במקרה שהגוף המוסדי לא פועל בהתאם להוראות הרשות. מפקחים שנהנים מסמכויות אכיפה הולמות יכולים לצנן או לעודד פעילויות השקעה שונות. לתפקיד רגולטורי זה חשיבות רבה בהאטה ובעידוד של פיתוח מוצרי חיסכון חדשים ופרקטיקות של ניהול סיכונים. גורם המשפיע על מידת האפקטיביות של רשות הפיקוח הוא יכולתה לפקח על פעילות ניהול ההשקעות ולבקר אותה. כדי שהפיקוח והבקרה יהיו אפקטיביים, חייב להיות מידע מושלם הזמין לרשות הפיקוח וגם לחוסכים. רשויות הפיקוח והחוסכים אמורים להיות מסוגלים ליזום הליכים משפטיים (הן בעלי אופי מינהלי-רגולטורי והן בעלי אופי משפטי) כאשר מתגלות בעיות בהתנהלות הגוף הפיננסי.

שיפור האוריינות הפיננסית של החוסכים ויצירת ערוצי הסברה – ראוי לנקוט צעדים נמרצים לחיזוק האחריות של הפרטים לתכנון הכנסותיהם לעת פרישה, להגברת מודעותם לסביבה הפיננסית ולקידום ההבנה והמעורבות בתחום הנוגע לעתידו של כל אזרח. מתן אפשרות לפרטים לבחור את ספק החיסכון הפנסיוני שלהם הוא גורם חשוב בדברון התחרות בין ספקי החיסכון, הן על הביצועים והן על השירות. עם זאת נדרשים קובעי המדיניות ליצור ערוץ מסודר, שבו יוכל לציבור החוסכים לקבל הסברים על המצב בשווקים הפיננסיים ועל התנודתיות הכרוכה בביצועי ההשקעות וכן על הצעדים שננקטים כדי להגן על חסכונות הפרטים.

תיקון לקחי המשבר מחייב את קובעי המדיניות לנקוט צעדים משמעותיים כדי להגן על כספי החוסכים לטווח הארוך – צעדים שהשפעתם נמדדת לאורך זמן. יש הרואים בכך את אחת הסוגיות הכלכליות והחברתיות החשובות ביותר שעמן יצטרכו המדינות להתמודד בעתיד. עם זאת יש להבטיח את תפקודם התקין והיעיל של שוקי ההון, לרווחתם של החוסכים וכלל האזרחים.





## נספח א - המשך

המדינה	מניות	נדל"ן	אג"ח	קרנות השקעה פרטיות	הלוואות	פיקדונות בנקאיים
הונגריה (פנסיה וולונטרית)	אין מגבלה כמותית על מניות רשומות; 10% במניות לא רשומות. בתיק השקעה שמרני מוגבלת ההשקעה במניות ל-10%, 10% בתיק מאוזן בין 10% ל-40% ובתיק מסוכן נדרשת השקעה מינימלית של 40% במניות	השקעה ישירה או השקעה בקרן נדל"ן עד 10%. בתיק השקעה שמרני אסורה השקעה בנדל"ן. בתיק מאוזן עד 10% ובתיק מסוכן עד 20%	אין מגבלה כמותית על השקעה באג"ח ממשלתית, אג"ח קונצרנית או מוניציפאלית עד 10%	קרנות הון סיכון וקרנות נגזרים עד 5%	ההשקעה אסורה	אין מגבלה כמותית
הונגריה (פנסיה מנדטורית)	אין מגבלה כמותית על מניות רשומות; 10% במניות לא רשומות	השקעה ישירה בנדל"ן עד 5%; השקעה ישירה ו/או השקעה בקרן נדל"ן עד 10%	אין מגבלה כמותית על השקעה באג"ח ממשלתית, אג"ח קונצרנית או מוניציפאלית עד 10%	קרנות הון סיכון וקרנות נגזרים עד 5%	גובה ההלוואה מוגבל ל-30% מהיקף החיסכון שנצבר לעמית; שיעור ההלוואות לעמיתים לא יעלה על 5% מנכסי הקרן	אין מגבלה כמותית
יוון	עד 70% במידה שהעמיתים נושאים בסיכון	אין מגבלה כמותית	אין מגבלה כמותית על אג"ח ממשלתיות; קונצרנית מותרת עד 70% במידה שהעמיתים נושאים בסיכון	עד 5%	ההשקעה אסורה	אין מגבלה כמותית
יפן	אין מגבלה כמותית	ההשקעה אסורה	אין מגבלה כמותית	אין מגבלה כמותית	ההשקעה אסורה	אין מגבלה כמותית
לוקסמבורג	עד 10% במניפיק אחד; עד 5% במניות לא סחירות - קיימת מגבלת השקעה כללית של 10% על ההשקעה בנכסים לא סחירים; השקעה בצבדים קשורים מוגבלת ל-5%	מגבלה כללית עד 10%, מגבלה על נכס בודד עד 5%; ההשקעה בנדל"ן מוגבלת עד 80% מרוך הנכס	עד 10 לאג"ח; עד 5% לאג"ח לא סחירה; עד 1% לאג"ח שאינה מדיניות OECD (למעט אג"ח ממשלתיות)	ההשקעה מוגבלת ל-15% הנכסי קרן ההשקעה	הלוואות אסורות למעט לצורך גישור על צרכי נזילות ולפרק זמן מוגבל. הלוואות משועבות עשויות להיות מתרות בכפוף לאישור רשות הפיקוח	עד 20%
מקסיקו	השקעה מותרת רק דרך תעודות סל, נגזרות או קרנות מחקות. השקעה במניות מקטמיות שאינן מופיעות במדדים מותרת. בקרן 1 השקעה במניות אסורה; בקרן 2 עד 15%; בקרן 3 עד 20%; בקרן 4 עד 25%; בקרנות וולנטריות עד 30%	אסורה השקעה ישירה; ההשקעה מותרת רק דרך קרנות נדל"ן. בקרן 1 ההשקעה אסורה, בקרנות 2 ו-3 עד 5%, בקרנות 4 ו-5 עד 10%	השקעה באג"ח ממשלתיות ובאג"ח קונצרניות המדורגות AAAלא מוגבלת; ההשקעה באג"ח קונצרניות המדורגות AA עד 50%, אג"ח קונצרניות המדורגות A עד 20%; נכסים מאוגנים: קרן 1 עד 10%, קרן 2 עד 15%, קרן 3 עד 20%, קרן 4 עד 30%, קרן 5 עד 40%. מכשירים מורכבים: קרן 1 ההשקעה אסורה, קרן 2 עד 5%, קרן 3, 4 ו-5 עד 10%	ההשקעה מותרת רק דרך מכשירים מורכבים: קרן 1 ההשקעה אסורה, קרן 2 עד 5%, קרן 3, 4 ו-5 עד 10%	ההשקעה אסורה	אין מגבלה כמותית

## נספח א – המשך

המדינה	מניות	נדל"ן	אג"ח	קרנות השקעה פרטיות	הלוואות	פיקדונות בנקאיים
נורבגיה	עד 35%	אין מגבלה כמותית	אין מגבלה כמותית על אג"ח ממשלתית; ההשקעה באג"ח קונצרניות מותרת עד 30%	אין מידע	הלוואות לא בטוחות עד 1%	אין מגבלה כמותית
ניו-זילנד	אין מגבלה כמותית	אין מגבלה כמותית	אין מגבלה כמותית	אין מגבלה כמותית	אין מגבלה כמותית	אין מגבלה כמותית
סלובקיה	בהתאם לסוג הקרן. קרן אגרסיבית: עד 80%, קרן מאוזנת: עד 50%, קרן שמרנית: ההשקעה אסורה	אין מידע	עד 50% באג"ח מגובות במשכנתאות	אין מידע	אין מגבלה כמותית	עד 10% לכל בנק
ספרד	ללא מגבלה כמותית; עד 30% במניות לא סחירות	עד 30% (מגבלה משותפת עם משכנתאות); עד 20% בקרנות נדל"ן; עד 10% בנדל"ן	ללא מגבלה כמותית; עד 30% במניות לא סחירות	עד 30% בקרנות השקעה פרטיות	עד 30% (מגבלה משותפת יחד עם נדל"ן) הלוואות לעמיתים אסורה	עד 20% (מגבלה משותפת לכל נכס שמופק ע"י אותה ישות
פולין (פנסיה מנדטורית)	עד 5%	ההשקעה אסורה	עד 10%	ההשקעה אסורה	גובה ההלוואה מוגבל לגובה החיסכון הפנסיוני	ללא מגבלה כמותית
פולין (פנסיה וולונטרית)	מניות הרשומות בשוק הראשוני עד 40%, מניות לא רשומות או רשומות בשוק המשני עד 75%	ההשקעה אסורה	ההשקעה אסורה ממשלתית לא מוגבלות; ההשקעה באג"ח מוניציפליות עד 40%, עד 15% השקעה באג"ח לא רשומות	ההשקעה אסורה	גובה ההלוואה מוגבל לגובה החיסכון הפנסיוני	עד 20%
פורטוגל	ללא מגבלה כמותית; עד 55% בקרנות פנסיה אישיות	ללא מגבלה כמותית; עד 20% בקרנות פנסיה אישיות	ללא מגבלה כמותית	ללא מגבלה כמותית	ללא מגבלה כמותית; עד 20% במשכנתאות בקרנות פנסיה אישיות	ללא מגבלה כמותית; עד 20% בקרנות פנסיה אישיות
פינלנד (פנסיה וולונטרית)	עד 50% השקעה במניות רשומות, עד 10% השקעה במניות לא רשומות	עד 40%	אין מגבלה כמותית על השקעה באג"ח ממשלתית או של רשויות מקומיות; עד 10% השקעה באג"ח אחרות	עד 5% בקרנות גידור	עד 70% אם מדובר במשכנתא; אין מגבלה כמותית אם מדובר בהלוואה למדינה, לרשות מקומית, לבנק או לחברת ביטוח מדינה EEA; ההלוואה משועבדת עד 10%	אין מגבלה כמותית
פינלנד (פנסיה מנדטורית)	אין מגבלה כמותית על מניות רשומות. על ניירות ערך לא רשומים חלה מגבלה של 15%	אין מגבלה כמותית	אין מגבלה כמותית על אג"ח רשומות. על ניירות ערך לא רשומים חלה מגבלה של 15%	קרנות השקעה פרטיות נכללות המגבלות ההשקעה הכמותית של 15% על ניירות ערך הלא רשומים	אין מגבלה כמותית; במידה שההלוואה אינה ניתנת לממשלה או לרשות מקומית, חלה מגבלה של 5%	אין מגבלה כמותית

## נספח א – המשך

המדינה	מניות	נדל"ן	אג"ח	קרנות השקעה פרטיות	הלוואות	פיקדונות בנקאיים
צ'כיה	עד 70% במידה שמדובר במניות ממדינות OECD; ההשקעה במניות הארגון נכללת במגבלות ההשקעה של 5% על הנכסים האחרים	עד 10%	האג"ח מונפקת או בעלת ערבות ממדינה חברה ב-OECD, או מונפקת על-ידי מוסד פיננסי אחר בו חברה צ'כיה; עד 70% אם המגבלות ה"נ"ל לא חלות על האג"ח במקרים אחרים ההשקעה באג"ח נכללת במגבלות ההשקעה בת 5% המוטלת על נכסים אחרים	עד 70% במידה שמדובר בקרנות השקעה ממדינות OECD השקעות שאינן חברות הארגון נכללת במגבלות ההשקעה של 5% על הנכסים האחרים	ההשקעה אסורה	אין מגבלה כמותית
קוריאה (פנסיה פרטית)	עד 10% במניות לא רשומות	עד 15%	אין מגבלה כמותית	אין מגבלה כמותית	אין מגבלה כמותית	אין מגבלה כמותית
קוריאה (פנסיה תעסוקתית)	קרנות מסוג DB: ההשקעה מותרת רק במניות רשומות עד 20%; בקרנות מסוג DC ההשקעה אסורה	ההשקעה אסורה	אין מגבלה כמותית; ההשקעה מותרת רק באג"ח מדורגת מעל BBB	קרנות מסוג DB: עד 50%; בקרנות מסוג DC ההשקעה אסורה	ההשקעה אסורה	אין מגבלה כמותית
קנדה	אין מגבלה כמותית	ההשקעה במשאבים מותרת עד 15%, השקעה במשאבים ובנדל"ן עד 25%	אין מגבלה כמותית	אין מגבלה כמותית	אין מגבלה כמותית	אין מגבלה כמותית
שבדיה	מניות סחירות – ללא מגבלה כמותית; מניות לא סחירות עד 10%	ללא מגבלה כמותית	אג"ח סחירות – ללא מגבלה כמותית; אג"ח לא סחירות עד 10%	ללא מגבלה כמותית	אין מגבלה כמותית	אין מגבלה כמותית
שוויץ	עד 50%	עד 30%	אין מגבלה כמותית	אין מידע	עד 50% במשכנתאות; גובה ההלוואה מוגבל ל-80% מערך הנכס	עד 10% לכל בנק
תורכיה	אין מגבלה כמותית	ההשקעה אסורה	אין מגבלה כמותית	אין מידע	עד 10%	עד 10%

המקור: OECD, 2010, OECD Survey of Investment Regulations of Pension Funds.

## 4. ביבליוגרפיה

- Antolin, P. and Stewart, F., 2009, "Private Pensions and Policy Responses to the Financial and Economic Crisis", OECD Working Paper Series in Insurance and Private Pensions.
- Campbell, J. Y. and Viceira, L., 2002, "Strategic Asset Allocation: Portfolio Choice for Long-term Investors", Oxford University Press.
- Dorfman, M. Hinz, and Robalino, R. D., 2008, "The financial crisis and Mandatory pension systems in developing countries: short- and medium-term responses for retirement income systems", World Bank - Human Development Network.
- IMF, 2009, *Global Financial Stability Report*.
- Impavido G., and Tower, I., 2009, "How the Financial Crisis Affects Pensions and Insurance and Why the impacts Matter", IMF Working Paper.
- Majone, G., 1994: "The Rise of the Regulatory State in Europe". In: Müller, W., C. and Wright V., Eds., *The State in Western Europe: Retreat or Redefinition?* Ilford: Frank Cass, 77-101.
- OECD, 2008, "Private Pensions and the Turmoil in Financial Market"
- OECD, 2009, "OECD Private Pension Outlook 2008".
- OECD, 2009, "Pension Market in Focus".
- OECD, 2010, "OECD Survey of Investment Regulations of Pension Funds 2009".
- Roldos, J. E., 2004, "Pension Reform, Investment Restrictions and Capital Markets", IMF Working Paper.
- Smith M., 2003, *The Equity Culture: The Story of the Global Stock Market*, New York: Farrar, Straus, and Giroux.
- Yermo, J., 2007, "Reforming the Valuation and Funding of Pension Promises: Are Occupational Pension Plans Safer?", OECD Working Paper Series in Insurance and Private Pensions.

אגף שוק ההון, ביטוח וחסכון, 2009, דוח שנתי – 2008, ירושלים, משרד האוצר.  
בנק ישראל, 2010, דין וחשבון לשנת 2009, ירושלים.  
שיפנבאואר, ל., "מערכות פנסיה רב-מסלוליות", "הרבעון למסים", 128; 115 – 124.