



# לא ניתן להתבסס על השקעה בנדל"ן או על הריבית הטבעית כדי לטעון כי שיעור ריבית ריאלי של 3% לשנה ראוי להיוון פיצויים בדיני עבודה!!

האקטואר **רועי פולניצר** עונה לקוראים שכתבו לו על הכתבה המקורית על שיעור ההיוון שמקפח תובעים

בת"א 15635-08-14 (שלום ת"א) נ.ה. נ' כלל, בפסק הדין מיום 16.8.16 העמיד כבי השופט קליין את שיעור הריבית להיוון על 2% ריאלי לשנה בקובעו כי המשך השימוש בריבית של 3% ריאלי לשנה מקפח את הנפגעים באופן "הזועק לשמיים": "נראה שזועקת לשמיים אי התאמתו של שיעור ההיוון שבשימוש, למציאות הכלכלית כפי שקיימת כיום, לאור פיחות בתשואות הריבית המתקבלת באג"ח הממשלתי צמוד המדד המשמש לרוב להשקעות חסרות סיכון לטווח ארוך. נוצר מצב בו הסך המנוכה בתהליך ההיוון מוביל הלכה למעשה לפיצוי בחסר משמעותי של הניזוקים". ובהמשך: "אם כן, המשך שימוש בכלי ההיוון הנוהגים כיום בפסיקה, אשר מתבססים על מציאות כלכלית שכבר אינה רלוונטית לימינו, גורם בנוסף לפגיעה בניזוקים בדמות פיצוי חסר גם לנזק מצרפי לכלל הציבור שכן הדבר פוגע גם בהרתעת מזיקים". ובהמשך: "סבורני שכיום חוסר היכולת להשיג תשואות שגולמות במקדמי ההיוון המקובלים ידוע לכל והפכה לעניין שיכול להיחשב אף ל"ידיעה שיפוטית". ובהמשך: "כל אחד שיש לו קצת כסף פנוי ופנה בשנים האחרונות להשקיע את כספו באופן סולידי באג"ח מדינה או פנה לבנק בכדי לפתוח חסכון או פיקדון הרגיש זאת היטב".

כן מצייב החלטת כבי השופטת מור-אל מיום 23.12.16 בת.א. (שלום ת"א) 23150-06-15 **גלם נ' שירביט**- בהחלטתה הנ"ל דחתה כבי השופטת מור-אל את בקשת הנתבעת להוצאת חוות דעת הכלכלית מתיק ביהמ"ש. בהחלטתה מציינת כבי השופטת מור-אל: "למותר לציין, כי אם לא תונח התשתית העובדתית והמשפטית ולא יתקיים דיון עובדתי ומשפטי בנושא בערכאות הנמוכות, ממילא, לא יגיע הדבר לפיתחו של בית המשפט העליון ולא תיווצר האפשרות לשינוי ההלכה. גם משום כך, על אף שעשויה להיווצר חוסר וודאות מסוימת עד להכרעת בית המשפט העליון, טענות הנתבעת אינן יכולות להתקבל".

**נשאלת השאלה, האם קביעת שיעור הריבית להיוון קצבאות פנסיה מקופות צוברות זכויות תלויה בריבית הקבועה בתקנות ההיוון של הביטוח הלאומי? - בת"א 29349-12-12 (מחוזי ירושלים) ר' נ' שירותי בריאות כללית, התייחס השופט דראל לשאלה זו, בהתייחסו לפרשת סעדה הנ"ל: "הנה כי כן, הפחתת אחוז הריבית מ-5% ריאלי לשנה ל-3% ריאלי לשנה, שנעשתה בפסק הדין בעניין סעדה, אינה שנעשתה בהכרח על הרצון ליצור אחידות בין אחוז הריבית לצורך היוון הפיצוי לאחוז הריבית לצורך היוון הניכוי, אלא ללא קשר לכך, על יסוד הערכה כלכלית שנערכה בידי מומחים....."**

באותו עניין אימץ בית המשפט העליון את קביעת בית המשפט בעניין הורוביץ הנ"ל, בעמ' 541: "חיזוק נוסף לסברה כי שיעור ההיוון של פיצויי הניזוקין הוא פונקציה של התשואות בשוק ההון בלבד, ניתן למצוא בפסק הדין בעניין ע"א 467/77 הורוביץ נ' רשות הנמלים..שם הדגיש השופט ברק (בעמ' 269) כי: "שיעורי ההיוון שנקבעו על ידי בית המשפט העליון מבוססים על ההנחה כי התובע ישקיע את כספו בהשקעה בטוחה, השומרת על הערך הריאלי של הכסף, ואף תעניק לתובע ריבית בשיעור של 3% ריאלי לשנה עד 5% ריאלי לשנה".

מהי אם כך "השקעה בטוחה" ומהי הדרך הראויה להשקעת כספי פיצויים אשר נועדו להבטיח את צרכיו העתידיים של הניזוק- ניתן להקיש גם מסעיף 50 לחוק הכשרות המשפטית והאפוטרופוסות, תשכ"ב-1962 המחייב אפוטרופוס להחזיק את הכספים או להשקיעם כדרוש לשם שמירת הקרן והבטחת פירות באחת הדרכים שקבע לכך שר המשפטים בתקנות או בדרך שהורה בית המשפט ומסעיף 2 לתקנות הכשרות המשפטית והאפוטרופוסות (דרכים להשקעת כספי חסוי), תש"ס-2000 המחייב את האפוטרופוס להשקיע את הכספים בפיקדונות בנקאיים או "בניירות ערך שהוציאה המדינה". כלומר: באג"ח ממשלתי. יובהר כי הגם שהתקנות מדברות על כספי חסוי יש ללמוד מהן על כונת המחוקק באשר לדרך הראויה להשקעת כספי פיצויים אשר נועדו להבטיח את צרכיו העתידיים של הניזוק, גם כאשר לא מדובר בחסוי.

נשאלת השאלה, האם יש להשאיר את מלאכת קביעת שיעור הריבית להיוון למחוקק? בפרשת חיימס הנ"ל, ביהמ"ש העליון השאיר למחוקק להסדיר את נושא שיעור הריבית אך זאת, בהערת שוליים בלבד ולאחר שבחן אם לפי הראיות שהוצגו בפני ביהמ"ש, שיעור ריבית של 3% ריאלי לשנה מבטא נכונה את הריבית הריאלית על השקעות בטוחות, הניתנת להשגה בשוק ההון, באמצעות השקעה ישירה באג"ח ממשלתיות צמודות מדד.

אלא שבפרשת חיימס לא שינה בית המשפט העליון את שיעור הריבית לעניין היוון הפיצויים, לא משום שסבר כי יש להשאיר סוגיה זו למחוקק אלא רק משום שסבר כי לא הייתה שם (בראיות שהובאו לפניו בשנת 1997, לפני כ-26 שנה) הצדקה לשנות את שיעור הריבית הנוהג בבתי-המשפט בחישוב סכום פיצויי הניזוקין (3548 – ד). דהיינו: גם לגישת ביהמ"ש בעניין חיימס, כל עוד המחוקק לא אמר את דברו בסוגיה זו אין מנוס מהטלת המלאכה, מורכת ככל שתהא, על בתי המשפט.

ב-20 בדצמבר 2022 פרסמתי כתבה שכותרתה "מדוע היוון סכומים עתידיים בחוות דעת אקטואריות בדיני עבודה לפי ריבית ריאלי של 3% לשנה מקפח את התובעים?" (להלן: "כתבתי המקורית") בה הראתי פעם אחת שמאז שנקבע שער הריבית להיוון פיצויים על רמה של 3% ריאלי לשנה, באמצע שנות ה-70, חל שינוי בתנאים הכלכליים במשך ופעם שניה שעל אקטוארים לבסס את שיעור ההיוון על שיעור התשואה הזמין על השקעה בטוחה לטווח ארוך (קרי, שיעור התשואה לפדיון נטו ולא ברוטו המתשמע הגלום במחיר השוק של איגרות חוב ממשלתיות צמודות מדד לתקופה ארוכה ככל האפשר) נכון למועד ההיוון. השבוע העירו לי מספר אקטוארים כי לדעתם ריבית וודאית של 3% ריאלי לשנה עדיין שרירה וקיימת בין אם בהשקעה בנדל"ן ובין אם לפי גישת הריבית הטבעית של המלומד רועי שטיין מבנק ישראל.

זכור הטענה שלי הייתה כי יש לבסס את שיעור הריבית הראוי להיוון הפיצויים בדיני עבודה על שיעור התשואה על השקעה בטוחה במועד החישוב, ולא על הריבית שנקבעה בהלכת זוה בפסק בדין בע"א 469/74 זדה ואח' נ' בכר ואח', פ"ד (1) 169, עמוד 171 (להלן: "הלכת זדה") (ביום 2.9.1975) בשיעור של 3% ריאלי לשנה, שהיא גם הריבית הקבועה כיום על פי הביטוח הלאומי (היוון) התשל"ח-1978.

בפסק הדין המנחה לעניין שיעור הריבית להיוון הפיצויים: בע"א 830/76, 836 סעדה ואח' נ' חמדי, פ"ד (1) 589 ציין בית המשפט העליון כי שיעור הריבית נקבע בהתחשב בכך ש-: "בשוק ההון מצויות עדיין אפשרויות של השקעה צמודה למדד ומבטיחה ריבית ריאלי שנתית של 3% לפחות" (שם, בעמ' 600).

בע"א 467/77 הורוביץ נ' רשות הנמלים בישראל (להלן – עניין הורוביץ) הדגיש השופט ברק (בעמ' 269), כי: "...שיעורי ההיוון שנקבעו על ידי בית המשפט העליון מבוססים על ההנחה כי התובע ישקיע את כספו בהשקעה בטוחה, השומרת על הערך הריאלי של הכסף, ואף תעניק לתובע ריבית בשיעור של 3% ריאלי לשנה עד 5% ריאלי לשנה".

בע"א 2099/94 חיימס נ איילון (להלן: "פרשת חיימס") קבע בית המשפט כי יש לבחון: "אם על-פי הנתונים שהובאו בפני בית-המשפט ... שיעור היוון של 3% ריאלי לשנה מבטא נכונה את הריבית הריאלית על השקעות בטוחות, הניתנת להשגה בשוק ההון", עמ' 543.

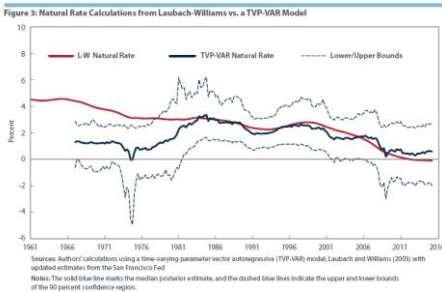
נתונים דומים בדבר הסכנה הקיימת בהשקעות בנדל"ן עולים ממחקר של בנק ישראל אשר עסק במחוזים בשוק הישראלי (מחוזים פיננסים וריאליים בישראל על פי גישתם של Borio et al. – בנק ישראל – דצמבר 2016).

על פי הנתונים מחירי הדיור מתנהגים בצורה מחזורית (ראה לדוגמה, עמ' 12 במאמר). על פי הנתונים בעמוד 13 במאמר, האמפליטודה (הנמדדת כאחוז השינוי מנקודת שיא לנקודת שפל) של מחירי הדיור בטווח הקצר הינה 6.72% (שממעה שבטווח הקצר מחירי הדיור יכולים לרדת ב- 6.72% בטווח הקצר) ואילו בטווח הבינוני 21.41% (שממעה שבטווח הקצר מחירי הדיור יכולים לרדת ב- 21.41% בטווח הבינוני).

בנוסף, אקטוארים אחרים כתבו לי שניתן להתבסס על הריבית הטבעית בכדי לטעון כי הריבית להיוון הפיזיים צריכה להיות אף גבוהה מ- 3% ריאלי לשנה. אותם אקטוארים מתבססים על מאמרו של רועי שטיין – מבנק ישראל. מאמר זה פורסם בחודש 03/2011, והוא מתבסס על נתונים בתקופה 01/1995-04/2010. קרי, נתונים המסתיימים יותר מ- 12.5 שנים ככתבה כתבה זו. רוצה לומר- המאמר אינו רלוונטי למועד כתיבת כתבה זו.

נסביר כי תהליך של שחיקת שערי הריבית הריאלית קיים במדינות רבות בעולם. תהליך זה הביא להפחתת שערי הריבית הטבעית במדינות רבות. על מנת להמחיש מה קרה לריבית הטבעית בעולם בשנים האחרונות, עיינתי בשני מחקרים שפורסמו בשנים האחרונות בארה"ב (הראשון של Lubik and Matthes והשני של Holston and Laubach). שניהם מלמדים על ירידת שער הריבית הטבעית במדינות שונות בעולם החל משנת 2016.

התרשים הבא לקוח מהמאמר של Lubik and Matthes והוא מתאר את ירידת שער הריבית הטבעית, החל משנות ה-60 בארה"ב. תשומת לב הקורא כי בשנים האחרונות – שער הריבית הטבעי היה שלילי וזו שאף לרמה של 0%.



מאז שנקבע שער הריבית על רמה של 3% ריאלי לשנה, באמצע שנות ה-70, חל שינוי בתנאים הכלכליים, אשר הביא לירידה בתשואות על השקעה. לפיכך, שיעור הריבית המתאים להיוון פיזיים בידי עבודה הוא שיעור התשואה לפדיון (נטו) על אג"ח ממשלתי צמוד מדד לתקופה ארוכה ככל האפשר, נכון למועד הקובע (מועד ההיוון).

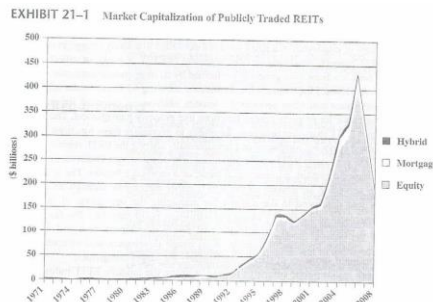
אני מסכים לחלוטין עם הגדרתו של פרופ' דמודראן. קיימים מכשירים פיננסים מורכבים אשר יכולים לשכפל את התזרימים שניבו איגרות חוב חסרות סיכון. אולם, בשל חוסר האפשרות להרוויח רווחים חסרי סיכון (חוק המחיר הבודד) – שיעור התשואה הנדרש על מכשירים אלה חייב להיות שווה לשיעור התשואה לפדיון של איגרות חוב ממשלתיות.

הזהות בין שער הריבית על איגרת חוב ממשלתית ובין התשואה על תיק השקעות בעל סיכון הזהה לזה של איגרת חוב ממשלתית המניב תשואה של איגרת חוב ממשלתית, נתמכת לפחות על ידי שלושה מודלים שהקנו פרסי נובל – מודל CML, מודל SML ומשפטי מודל אינאני-מילר.

בכתבה הקודמת הנחת המוצא שלי הייתה כי הריבית על השקעות בטוחות הינה נמוכה מ- 3% ריאלי לשנה. עולה השאלה האם קיימים מכשירי השקעה אשר יאפשרו למשקיע להרוויח 3% תשואה בוודאות? התשובה לכך היא שלילית. ראשית, כי על פי הספרות המימונית – קיים נכס חסר סיכון אחד בלבד – והוא השקעה באיגרת חוב ממשלתית הנקובה במטבע המקומי ופעם שניה כל השקעה שאיננה איגרת חוב ממשלתית צמודת מדד תחשוף את המשקיע לפחות לאחד מהסיכונים הבאים: סיכון חדלות פירעון, סיכון שע"ח, סיכון אינפלציה, סיכון מחירי ניי"ע ועוד.

אז כאמור, לאחר פרסום כתבתי המקורית פנו אלי אקטוארים שטענו שלדעתם אחד מאפיקי ההשקעה שלכאורה נחשבים בטוחים ביותר הינו ההשקעה בנדל"ן. אותם אקטוארים הציעו לי לבחון את תשואותיהן של קרנות המתמחות בהשקעה בנדל"ן - כדוגמת קרן ריט - Real Estate - REIT Investment Trust. קרנות הריט התפרסמו בארה"ב בשנת 2008 בשל העובדה כי הן איבדו קרוב ל- 50% מערך בתוך תקופת זמן קצרה ביותר.

עדות לכך ניתן למצוא בספרם של ברוגרמן ופישר (Real Estate Finance and Investments מהדורה 14) עמ' 680



(הערה איכות התרשים אינה טובה – היות והוא נלקח כצילום מהספר. על פי הנתונים שווי ההשקעות בקרנות ה- REIT בארה"ב קטן מרמה של 425 מיליארד \$ בשנת 2006 לרמה הנמוכה מ- 200 מיליארד \$ בשנת 2008).

ובהמשך: "אין ספק כי נדרשת בחינה מחדשת של אחוז הריבית להיוון הפיזיים, באופן שביא לכך שהריבית שלפיה יחושב ההיוון תתאם למטרתה ותיקבע בהתאם להלכות שניתנו בעבר, והתלבטתי אם לא הגיעה העת לקבוע כך, וזאת במיוחד נוכח התיקון לתקנות ההיוון. עם זאת, התשתית שהונחה לפני בהליך זה אינה מספיקה לטעמי לקבלת החלטה כזו, אף שהשינוי נראה לכאורה מתבקש. התובעים לא הביאו כל ראיה, כלכלית או אחרת, ואף לא צרפו את דו"ח ועדת וינוגרד על הנתונים שבו באופן שיכול לאפשר קביעה מושכלת. מכאן, שאף אם אצא מנקודת הנחה כי אחוז הריבית ניתן להסדרה שלא בדרך של חקיקה, לא ניתן להביא לשינוי כזה, על השלכותיו, רק על יסוד התיקון לתקנות ההיוון, מבלי שהובא כל נתון אחר. זו למעשה המסקנה הנובעת מהלכות **סעדה** ו-**חיימס** - כי קביעת אחוז הריבית להיוון הפיזיים אינה נעשית רק על יסוד תקנות ההיוון אלא על פי ניתוח כלכלי של התשואה להשקעת כספי הפיזיים (רי לענין זה גם המ' 1021/78 הורוביץ נ' רשות הנמלים, פ"ד (לג) 256, 258 (1979))."

ובהמשך: "לסיכום, לעת הזו ונוכח העדרה של תשתית מספקת, איני סבור כי די בתיקון תקנות ההיוון, כאשר רק התיקון עומד בבסיס הטענה שהעלו התובעים, כדי להביא להפחתת אחוז הריבית לצורך היוון הפיזיים." כלומר- שהפחתה של אחוז אחד מ- 3% ריאלי לשנה ל- 2% ריאלי לשנה פשוט לא מספיקה!!!

כפי שהצגתי בכתבתי המקורית אחד התנאים החשובים ביותר, אשר אמורים לעזור בהחלטה בנוגע לגובה שער הריבית הינו השאלה האם חל שינוי בתנאים הכלכליים? התשובה על שאלה זו הייתה חיובית – קרי מאז קביעת שיעור הריבית על 3% ריאלי לשנה, באמצע שנות ה-70 של המאה הקודמת, התנאים הכלכליים במשק השתנו במידה ניכרת.

נשאלת השאלה, מהי השקעה בטוחה על פי הספרות המימונית? המלומד פרופ' אסוואתי דמודראן אשר נחשב לאחד המומחים המובילים בעולם בנושא הערכת שווי תאגידיים מסביר בספרו (Investment Valuation בהוצאת Wiley פרק 7) מדוע רק איגרת חוב ממשלתית הינה הנכס חסר הסיכון היחיד!

בפרק 7, עמ' 212 בספרו - כותב פרופ' דמודראן: "The only securities that have a chance of being risk free are government securities, not because governments are better run than corporations, but because they control the printing of currency". ובתרגום לעברית: "אג"ח ממשלתיות הינן ניירות הערך היחידים, אשר יכולים להיות חסרות סיכון, וזאת לאור העובדה שרק לממשלות יש את היכולת להדפיס כסף!"