

הנדון: TEDR - מדד חדש לחיזוי עודף בתשואה הדמוגרפית

עיקרי הדברים

קיימים מדדים רבים המנתחים את תשואת ההשקעות אשר הושגה בפועל בקופות הביטוח הפנסיוני. מטרת המדדים האמורים היא לנסות ולחזות איזו קופה עשויה להשיג תשואה עודפת. מבלי להפחית מחשיבותם של מדדים אלו, קיימות מגבלות בחיזוי העתיד על סמך נתוני העבר.

למרות המגבלות בחיזוי עודף בתשואת ההשקעות, ניתן לחזות עודף בתשואה הדמוגרפית.

ניתן לקבוע כי התשואה הדמוגרפית אינה כוללת מדד לאיכות הקרן בלבד, אלא צופנת בחובה מדד נוסף, אשר אינו מושפע משיעור התביעות שבקרן. היות וכך, ניתן לחלק את התשואה הדמוגרפית, לשני מרכיבי תשואה:

1. החלק הראשון, מושפע משיעור התביעות שבקרן, ולכן אינו בר חיזוי.
2. החלק השני, מושפע מנתונים טכניים בלבד, ולכן ניתן לחיזוי.

במסמך זה יפורט מדד TEDR (Technical Excess Demographic Return), שהינו מדד חדש אשר פותח ע"י החתום מטה, לצורך חיזוי עודף טכני בתשואה הדמוגרפית.

מטרתו של המדד הינה לקבוע, כי בקרן פנסיה חדשה מסוימת, יתקיים עודף או חוסר בתשואה הדמוגרפית, בהשוואה לקרן פנסיה אחרת, הניתן לחיזוי, ואשר ישפיע על תשואתה של הקרן, באופן הדומה להחזר דמי ניהול מן הצבירה ו/או לתוספת ידועה מראש בתשואה.

מדד TEDR עשוי להוות פרמטר נפרד ומשמעותי בדירוגה של קרן פנסיה מקיפה חדשה.

בכבוד רב,

אלון ספונרו, סמנכ"ל שיווק ופיתוח עסקי
הפניקס ניהול קרנות פנסיה וגמולים בע"מ

מבוא ורקע כללי

לתשואה המושגת בקופת הביטוח הפנסיוני השפעה רבה על גובה החיסכון אשר ייצבר בה במהלך השנים. יתרה מכך, מבין כל הפרמטרים המשפיעים על גובה החיסכון אשר ייצבר עד לגיל הפרישה, מהווה התשואה את אחד הפרמטרים החשובים ביותר, אם לא החשוב מכולם. פער של אחוז בודד בתשואה הממוצעת אשר תושג במהלך השנים בקופה אחת על פני קופה אחרת, יביא לתוספת של עשרות אחוזים בגובה החיסכון לגיל הפרישה (1).

היות וכך, קיימים מדדים רבים המנתחים את תשואת ההשקעות אשר הושגה בפועל. בהסתמך על מדדים אלו, מדורגת תשואתן של הקופות. מהסיבות האמורות, מקבל דירוג תשואת הקופה משקל משמעותי בדירוגן של הקופות השונות.

מטרת המדדים האמורים היא לנסות ולחזות איזו קופה עשויה להשיג תשואה עודפת. מבלי להפחית מחשיבותם של כל אחד מן המדדים הקיימים, קיימות מגבלות בחיזוי העתיד על סמך נתוני העבר. הסיבות לכך הן שינוי של מנהלי ההשקעות בקופה, שינוי בהיקף הצבירות המנוהל בקופה, שינויים רגולאטורים באשר לאופן ניהול ההשקעות, ועוד.

למרות המגבלות האמורות בחיזוי עודף תשואה ביתר הקופות, **קיימת יכולת טובה יותר לחזות עודף תשואה בקרנות הפנסיה המקיפות החדשות (להלן – קרנות הפנסיה). הסיבה לכך נעוצה בכך שתשואתן של קרנות הפנסיה הינה צירוף של תשואת ההשקעות והתשואה הדמוגרפית, והיות וניתן לחזות עודף טכני בתשואה הדמוגרפית, כפי שיוצג במסמך זה.**

(1) לדוגמה – חיסכון חודשי של 1,000 ₪ למשך 45 שנים, בתשואה שנתית נטו בגובה של 3.00%, יביא לצבירה בגובה של 1,127,855 ₪ בגיל הפרישה. באם התשואה האמורה תהא 4.00%, יהא החיסכון בגיל הפרישה בגובה של 1,478,791 ₪. בדוגמה זו, תוספת של 1.00% בתשואה, תביא לתוספת של 31% בחיסכון לגיל הפרישה.

התשואה הדמוגרפית בקרנות הפנסיה

תשואתה הכוללת ברוטו (לפני ניכוי דמי ניהול מהצבירה) של קרן פנסיה היא סכומן של:

1. תשואת ההשקעות:

א. 30% - אגרות חוב מיועדות המבטיחות תשואה שנתית ריאליית בשיעור של 4.86%

ב. 70% - תשואת ההשקעות החופשיות

2. התשואה הדמוגרפית

התשואה הדמוגרפית של קרן פנסיה נובעת מחלוקת יתרת דמי הביטוח שנגבו מעמיתיה, ואשר לא שימשו לצורך תשלומי תביעות (פנסיית נכות ושאיירים), כפי שיוסבר להלן:

1. העמיתים הפעילים שבקרנות הפנסיה המקיפות החדשות, מבוטחים למקרה של פטירה (פנסיית שאירים) ולמקרה של אובדן כושר עבודה (פנסיית נכות).

2. בגין הביטוח, נגבים מן ההפקדות לקרן (דמי הגמולים) דמי הביטוח.

3. היות והביטוח נערך כביטוח הדדי בין חברי הקרן, משמשים דמי הביטוח לצורך תשלומי התביעות לנכים ולשאיירים. סכום התביעה הנרשם בקרן הינו הערך הנוכחי של פנסיית הנכות או פנסיית השאיירים הנדרשת לתשלום (2).

4. בכל חודש, נבדק הפער שבין דמי הביטוח אשר נגבו, ובין סכומי התביעות אשר נרשמו.

5. פער זה, אשר יכול להיות חיובי או שלילי, מאוזן באמצעות הגדלת או הקטנת הצבירה של עמיתי הקרן, בהתאמה. ההתאמה מבוצעת באופן יחסי.

6. לדוגמה:

א. בחודש מסוים נגבו מכל מבוטחי הקרן דמי גמולים בגובה של 50,000,000 ₪.

ב. מתוך דמי הגמולים, נגבו בממוצע 10% כדמי ביטוח, שהם 5,000,000 ₪.

ג. באותו החודש, נרשמו בקרן תביעות נכות ושאיירים בהיקף של 3,000,000 ₪.

ד. מכאן, בקרן נותר עודף של 2,000,000 ₪, אשר יש לחלקו בין עמיתי הקרן.

ה. סך הצבירות של עמיתי הקרן באותו החודש עמד על 1,000,000,000 ₪ (מיליארד ₪).

ו. לכן, נוספו לצבירה של כל אחד מהעמיתים 0.20% (שני מליון לחלק במיליארד).

ז. תוספת זו מוגדרת בתור תשואה דמוגרפית והיא תתווסף לתשואת ההשקעות.

7. הנתונים אותם מפרסם משרד האוצר בעמוד הראשי של מערכת ה- "פנסיה נט" הם נתוני התשואה הכוללת (תשואת ההשקעות + התשואה הדמוגרפית).

(2) הערך הנוכחי של פנסיית הנכות או פנסיית השאיירים הינו היוון של הפנסיות אותן תידרש הקרן לשלם למבוטח שנהיה נכה, או לשאייריו של מבוטח שנפטר, בהתאם להנחות שקבע משרד האוצר ואתן הניח אקטואר הקרן.

תפיסתה המוטעית של התשואה הדמוגרפית

כפי שהוסבר קודם לכן, התשואה הדמוגרפית נובעת מחלוקת יתרת דמי הביטוח שנגבו מעמיתיה, ואשר לא ישמשו לצורך תשלומי התביעות (פנסיית נכות ושאיירים).

המסקנות האינטואיטיביות העולות מכך הן כי :

1. ככל ששיעור התביעות בקרן יהיה נמוך יותר, תהא התשואה הדמוגרפית גבוהה יותר.
2. התשואה הדמוגרפית הינה מדד לאיכות הדמוגרפית של הקרן.
3. קרן בעלת תשואה דמוגרפית גבוהה יותר, היא קרן בה שיעור התביעות נמוך יותר.
4. היות והתשואה הדמוגרפית שבקרן מושפעת מהיקף התביעות שבה, והיות וקיים קושי לחזות את מספרן, הרי שלא ניתן לחזות את התשואה הדמוגרפית.

- ✓ המסקנה הראשונה נכונה.
- ✓ המסקנה השנייה נכונה באופן חלקי בלבד.
- ✓ המסקנה השלישית שגויה.
- ✓ המסקנה הרביעית נכונה, אך למרות האמור בה, וכפי שיוסבר להלן, ניתן לחזות עודף בתשואה הדמוגרפית.

ניתן להוכיח (כפי שיוצג להלן) את הטענות הבאות :

1. בשתי קרנות פנסיה, בהן שיעור התביעות זהה, תיתכן תשואה דמוגרפית שונה.
 2. ייתכן מצב בו למרות שבקרן פנסיה מסוימת שיעור התביעות גבוה יותר מאשר בקרן אחרת, תהא תשואתה הדמוגרפית גבוהה יותר.
- הוכחת טענות אלו סותרת את המסקנה השלישית ומסייעת בהסבר הטענה הרביעית.

קרנות פנסיה בעלות שיעור תביעות זהה ותשואה דמוגרפית שונה (הוכחה)

1. נניח כי בשתי קרנות פנסיה נתונים דומים – שתי הקרנות גבו באותו החודש את אותם דמי גמולים, הן ניכו סכום שווה של דמי ביטוח ואף נדרשו לרשום סכומי תביעות זהים :
 - א. בשתי הקרנות נגבו באותו החודש 50,000,000 ₪.
 - ב. בשתי הקרנות נגבו מתוך דמי הגמולים באותו החודש 5,000,000 ₪.
 - ג. בשתי הקרנות נרשמו תביעות נכות ושאיירים באותו החודש בהיקף של 3,000,000 ₪.
 - ד. מכאן, בשתי הקרנות נותר עודף של 2,000,000 ₪, אשר יש לחלקו בין עמיתי הקרן.

2. למרות האמור, קיים הבדל אחד בין שתי הקרנות:
- א. בקרן אחת עומדת יתרת הנכסים (סך הצבירות של העמיתים) על מיליארד ₪.
 - ב. בקרן השנייה עומדת יתרת הנכסים על שני מיליארד ₪.
3. לכן, ולמרות הדמיון שבין שתי הקרנות, תהא התשואה הדמוגרפית שונה:
- א. בקרן הראשונה תהא התשואה הדמוגרפית 0.20% (שני מליון לחלק במיליארד).
 - ב. בקרן השנייה תהא התשואה הדמוגרפית 0.10% (שני מליון לשני מיליארד).

קרן פנסיה א'	קרן פנסיה ב'	
50.00	50.00	דמי גמולים
10.00%	10.00%	שיעור דמי הביטוח שנגבו מדמי הגמולים
5.00	5.00	סכום דמי הביטוח שנגבו מדמי הגמולים
60%	60%	שיעור התביעות ששולם מדמי הביטוח
3.00	3.00	סכום התביעות ששולם מדמי הביטוח
2.00	2.00	סכום עודף דמי הביטוח לחלוקה
2,000.00	1,000.00	יתרת הנכסים המנוהלים
0.10%	0.20%	תשואה דמוגרפית

*** נתונים במיליוני ₪

ייתכן מצב בו התשואה הדמוגרפית גבוהה יותר למרות שיעור התביעות (הוכחה)

קרן פנסיה א'	קרן פנסיה ב'	
400.00	100.00	דמי גמולים
8.00%	8.00%	שיעור דמי הביטוח שנגבו מדמי הגמולים
32.00	8.00	סכום דמי הביטוח שנגבו מדמי הגמולים
60%	20%	שיעור התביעות ששולם מדמי הביטוח
19.20	1.60	סכום התביעות ששולם מדמי הביטוח
12.80	6.40	סכום עודף דמי הביטוח לחלוקה
1,000.00	1,000.00	יתרת הנכסים המנוהלים
1.28%	0.64%	תשואה דמוגרפית

*** נתונים במיליוני ₪

בקרן פנסיה א', בה שיעור התביעות גבוה פי 3, הייתה התשואה הדמוגרפית גבוהה פי 2.

מה ניתן להפיק מהוכחת הטענות האמורות

היות והוכחו הטענות האמורות, ניתן לקבוע כי התשואה הדמוגרפית אינה כוללת מדד לאיכות הקרן בלבד, אלא צופנת בחובה מדד נוסף, אשר אינו מושפע משיעור התביעות שבקרן.

לכן, ניתן לחלק את התשואה הדמוגרפית לשני מרכיבי תשואה :

3. החלק הראשון, מושפע משיעור התביעות שבקרן, ולכן אינו בר חיזוי.

4. החלק השני, מושפע מנתונים טכניים בלבד, ולכן ניתן לחיזוי.

מטרתו של המדד שיוצג להלן הינה לקבוע, כי בקרן פנסיה חדשה מסוימת, יתקיים עודף או חוסר בתשואה הדמוגרפית, בהשוואה לקרן פנסיה אחרת, הניתן לחיזוי, ואשר ישפיע על תשואתה של הקרן, באופן הדומה להחזר דמי ניהול מן הצבירה ו/או לתוספת ידועה בתשואה.

מסיבות אלו, מדד זה עשוי להוות פרמטר נפרד ומשמעותי בדירוגה של קרן פנסיה.

האופן בו ניתן לחזות עודף בתשואה הדמוגרפית

המדד אשר יחושב לצורך חיזוי עודף בתשואה הדמוגרפית ייקרא TEDR.

TEDR - Technical Excess Demographic Return - עודף טכני בתשואה הדמוגרפית

מדד זה יחושב תחת ההנחה כי בקרנות הפנסיה אותן נשווה, יהא שיעור דמי הביטוח וכן שיעור התביעות אשר ישולם מתוכם שווה. השוויון הונח בכדי לנטרל גורמים שאינם ברי חיזוי (שיעור התביעות) ועקב הדמיון שקיים בין הקרנות באשר לשיעור דמי הביטוח (ראה נספח א'). היות וכך, יציג המדד עודף/חוסר בתשואה הדמוגרפית, הנובע רק מן ההבדלים הטכניים שביחס בין דמי הגמולים ובין היקף הנכסים המנוהל (ומכאן שמו – עודף טכני בתשואה הדמוגרפית).

הערה: בקרנות פנסיה קטנות, מועברים חלק גדול מדמי הביטוח לידי מבטחי משנה. היות וכך, מדד זה אינו רלוונטי בקרנות אלו, אשר כמעט ולא תתקיים בהן תשואה דמוגרפית חיובית.

חישוב העודף הטכני בתשואה הדמוגרפית בכל אחת מן הקרנות

הנתונים אשר שימשו לצורך חישוב המדד הינם דמי הגמולים ויתרת הנכסים. נתונים אלו נלקחו מתוך מערכת הפנסיה נט, ומכאן הפשטות היחסית בחישוב מדד זה.

קרן א'	קרן ב'	קרן ג'	קרן ד'	קרן ה'	
2,758,310 ₪	2,072,980 ₪	1,257,890 ₪	548,340 ₪	314,320 ₪	דמי גמולים שנגבו
207,977 ₪	156,303 ₪	94,845 ₪	41,345 ₪	23,700 ₪	דמי ביטוח (3) (7.45%)
63,519 ₪	47,737 ₪	28,967 ₪	12,627 ₪	7,238 ₪	תביעות (3) (30.54%)
144,457 ₪	108,565 ₪	65,878 ₪	28,717 ₪	16,461 ₪	עודף דמוגרפי טכני
18,814,213 ₪	10,661,672 ₪	6,548,324 ₪	2,629,055 ₪	1,118,833 ₪	יתרת הנכסים הממוצעת
0.77%	1.02%	1.01%	1.09%	1.47%	תשואה דמוגרפית טכנית
-0.30%	-0.05%	-0.07%	0.02%	0.40%	TEDR - עודף טכני בתשואה הדמוגרפית

הסבר לנתונים ולחישובים בטבלה (נתונים באלפי ₪):

דמי הגמולים שנגבו – דמי הגמולים שנגבו בשנת 2007, מתוך מערכת הפנסיה נט

דמי ביטוח (3) – 7.45% מתוך דמי הגמולים שנגבו

תביעות (3) – 30.54% מתוך דמי הביטוח

עודף דמוגרפי טכני – דמי הביטוח, בקיזון התביעות

יתרת הנכסים הממוצעת - היקף הנכסים הממוצע אשר נוהל בקרן במהלך אותה השנה, מתוך מערכת הפנסיה נט

תשואה דמוגרפית טכנית – עודף דמוגרפי טכני לחלק ביתרת הנכסים הממוצעת

לצורך חישוב TEDR, חושב ממוצע התשואה הדמוגרפית הטכנית בכל הקרנות הנבדקות (1.07%)

TEDR - עודף טכני בתשואה הדמוגרפית – התשואה הדמוגרפית הטכנית בקרן מסוימת לה חושב TEDR

בקיזון התשואה הדמוגרפית הטכנית הממוצעת בכל הקרנות הנבדקות

תוצאות חישוב מדד TEDR לכל אחת מן הקרנות

- לכל אחת מן הקרנות חושב TEDR – העודף הטכני בתשואה הדמוגרפית.
- אם נשווה את ה-TEDR שחושב לשתי קרנות, נוכל לצפות את העודף בתשואה הדמוגרפית, אשר תשיג האחת על פני האחרת.
- לדוגמה – אם נשווה את ה-TEDR בקרן ה' (0.40%) ל-TEDR בקרן א' (מינוס 0.30%), נוכל לצפות כי התשואה הדמוגרפית אשר תושג בקרן ה', תהא גבוהה ב- 0.70% מאשר בקרן א'.
- מכאן, במידה ואנו מתקשים להעריך באיזו מן הקרנות תהא תשואת ההשקעות גבוהה יותר, ולכן נניח כי בשתי הקרנות תהא תשואת ההשקעות שווה, נוכל לצפות כי התשואה הכוללת בקרן ה' תהא גבוהה יותר ב- 0.70% מזו של קרן א' (עקב העודף הטכני אשר חושב בתשואה הדמוגרפית).

(3) לצורך חישוב המדד הונח כי שיעור דמי הביטוח אשר ייגבו מתוך דמי הגמולים יעמוד עד 7.45% וכי שיעור התביעות אשר ישולם מתוך דמי הביטוח יעמוד על 30.54%. נתונים אלו הם ממוצע שיעור דמי הביטוח ושיעור התביעות אשר חושב בכל אחת מן הקרנות. להרחבה, ראה נספח א'.

הערות לגבי אופן חישוב מדד TEDR

1. הנתונים הנדרשים לצורך חישוב המדד נלקחו מתוך מערכת הפנסיה נט.
2. היות וכך, מדד זה נוח ופשוט יחסית לחישוב.
3. מדד TEDR מאפשר לחזות את העודף אשר יתקיים בתשואתה הדמוגרפית של קרן מסוימת ביחס לקרן אחרת, וזאת בהסתמך על גובה דמי גמולים והצבירה בלבד, ומבלי שנדרש להניח עדיפות באשר לשיעור התביעות אשר יחול בה, אופן ניהול נכסיה, הרכב האוכלוסייה שבה ו/או כל נתון אחר שאינו בר חיזוי ו/או אינו גלוי לציבור.
4. ניתן לערוך ניתוח רגישות ולבחון כיצד יושפעו תוצאות המדד משינוי הפרמטרים הבאים:
 - א. לבחון את ההשפעה של גידול/קיטון בשיעור דמי הביטוח אשר ייגבו בקרנות
 - ב. לבחון את ההשפעה של גידול/קיטון בשיעור הממוצע של התביעות
 - ג. שינוי הפרמטרים יביא לשינוי הפער בעודף הצפוי בתשואה, אך לא לשינוי בדירוג.
 - ד. קרן הצפויה להשיג תשואה עודפת על פני קרן אחרת, תציג יתרון תחת כל פרמטר נבחר.
 - ה. עודף התשואה הינו טכני ונובע מהיחס שבין דמי הגמולים לצבירה, ומסיבה זו יישמר.
5. בהסתמך על הנתונים שבפנסיה נט, ניתן לערוך תחזית ארוכת טווח לשנים הבאות:
 - א. להעריך את זרם ההפקדות (דמי הגמולים) הצפוי בכל אחת מן הקרנות
 - ב. להעריך את יתרת הנכסים הצפויה בכל אחת מן הקרנות
 - ג. לחשב את העודף הטכני בתשואה הדמוגרפית (TEDR) הצפוי בכל אחת מן הקרנות
 - ד. התוצאה תאפשר הערכה לגבי עודף/חוסר צפוי בתשואתה של כל קרן בשנים הבאות
6. ניתוח רגישות של הפרמטרים המשתתפים במדד ועריכת תחזית ארוכת טווח:
 - א. הבחירה בשיעור דמי ביטוח בגובה של 7.45% ושיעור תביעות בגובה של 30.54% מתוך דמי הגמולים נעשה בהסתמך על הדוחות של שנת 2007 (ראה נספח א'). ניתן לבחור בשיעורים שונים (לדוגמה – באמצעות בחינת הדוחות על-פני מספר שנים). מכאן, ניתן לחשב את מדד TEDR תחת מספר תרחישים (וראה ההערה בסעיף 4.ה).
 - ב. בעת עריכת תחזית ארוכת טווח לעודף הטכני בתשואה הדמוגרפית בכל אחת מן הקרנות, יש להניח הנחות באשר לדמי הגמולים ויתרת הנכסים הצבורה. מכאן, ניתן לערוך את החישוב תחת מספר תרחישים (שיעורי גידול שונים).
 - ג. חישוב מדד TEDR תוך ביצוע ניתוח רגישות לשינוי הפרמטרים אשר משתתפים בו, יביא להערכת העודף/החוסר הצפוי בתשואה הדמוגרפית של קרן מסוימת כטווח, ולא כמספר מדויק (לדוגמה – העודף הטכני בתשואה הדמוגרפית הצפוי בקרן א' על פני קרן ב' מוערך בין 0.35% ל- 0.75%). חישוב זה יחזק את מהימנותו של המדד (היות ונבחן תחת מספר תרחישים אפשריים).

נספח א' - הפרמטרים שנלקחו לצורך חישוב המדד

שיעור דמי הביטוח ושיעור התביעות בהם נעשה שימוש לצורך חישוב המדד נלקחו מתוך הדוחות של הקרנות לשנת 2007 ומתוך מערכת הפנסיה נט של משרד האוצר (נתונים במיליוני ₪):

ק"מ	ק"ד	ק"ג	ק"ב	ק"א		
1,119	2,629	6,548	10,662	18,814	יתרת הנכסים הממוצעת	נתונים
314	548	1,258	2,073	2,758	דמי הגמולים שנגבו	
20.7	40.9	95.6	153.2	227.4	דמי הביטוח שנגבו	
1.53%	1.24%	1.05%	0.73%	0.75%	תשואה דמוגרפית בפועל	סיכונים
6.57%	7.46%	7.60%	7.39%	8.24%	שיעור דמי הביטוח	
17.1	32.6	68.8	77.8	141.1	סכום העודף הדמוגרפי	
3.5	8.3	26.9	75.4	86.3	סכום התביעות	
17.16%	20.30%	28.11%	49.21%	37.94%	שיעור התביעות	

הסבר לנתונים ולחישובים בטבלה:

יתרת הנכסים הממוצעת – היקף הנכסים הממוצע אשר נוהל בקרן במהלך שנה
דמי הגמולים שנגבו – דמי הגמולים שנגבו במהלך אותה השנה
דמי הביטוח שנגבו – דמי הביטוח שנגבו במהלך אותה השנה, מתוך דמי הגמולים
תשואה דמוגרפית בפועל – התשואה הדמוגרפית בשנת 2007
שיעור דמי הביטוח – סכום דמי הביטוח לחלק בסכום דמי הגמולים
סכום העודף הדמוגרפי – תשואה דמוגרפית בפועל כפול יתרת הנכסים הממוצעת
סכום התביעות – דמי הביטוח שנגבו פחות סכום העודף הדמוגרפי
שיעור התביעות – סכום התביעות לחלק בדמי הביטוח שנגבו

מכאן, לצורך החישוב המדד, הונח כי שיעור דמי הביטוח אשר ייגבו מתוך דמי הגמולים יעמוד עד 7.45%, וכי שיעור התביעות אשר ישולם מתוך דמי הביטוח יעמוד על 30.54% (ממוצע שיעור דמי הביטוח ושיעור התביעות אשר חושבו בכל אחת מן הקרנות, כאמור).