

## תכנית בחשבונאות

# “פורום שווי הוגן” - FVF - Fair Value Forum

## סיכום דיון

מסמך זה מהווה את תמצית הדיונים של “פורום שווי הוגן” מתוך מטרה לשתף את הקהל הרחב בעיקרי הדברים. בקריאת המסמך יש להביא בחשבון שמדובר בתמצית הדיון ולא בפרוטוקול מלא. בהתאם למדיניות הפורום, הדברים מובאים שלא בהכרח בציון שמות כל הדוברים, למעט ראשי הפורום בהתאם לעניין. יודגש כי הדברים מייצגים את עמדותיהם האישיות והמקצועיות של חברי הפורום ואינם מייצגים בהכרח את העמדות הרשמיות של הגופים אליהם הם משתייכים.

תאריך המפגש: 4 בפברואר 2013

נושא המפגש: “בין החשבונאות לשוק – האם חברות הביטוח מתומחרות בחסר?”

חומר רקע למפגש:

חומר רקע למפגש פברואר

מאמרו של פרופסור יורם עדן:

The Implementation of Embedded Value (EV) in Israel: Myth and Reality

**אורחים שהוזמנו:** משה שחף (EY), אפרים דרור (EY), רונן אגסי (הראל ביטוח), עופר ברנדט (כלל ביטוח), שלומית זקס (KPMG), רועי שטיין (ראש תחום שוק ההון בחטיבת המחקר בבנק ישראל), לנה איצקוב שוורץ (מעלות).

**נוכחים:** שלומי שוב, אמיר ברנע, אלי אלעל, איציק מאיסי, ואדים פורטנוי, אבי זיגלמן, סיגל יששכר, אבי בן נון, רם לוי, נבו ברנר, אלון גלזר, אבי בראור, עודד שריג, נדב שטיינברג, עדי סקופ, יורם עדן, רון מלכא, מאיר סלייטר, דורית סלינגר, יוסף פישלר, גל עמית, דגנית דניאל, קרן בנגלס שנער.

**צוות מקצועי:** קרן בריג, עידו ספקטור, ליאור שחף.

## רו"ח שלומי שוב

המפגש היום מוקדש לשוק הביטוח, ובפרט לקשר המשולש שבין כללי החשבונאות המיושמים בחברות הביטוח, מחירי השוק שלהן, וערך הגלום אשר על פניו משקף את שוויין. הנושא הוא חשוב ומעניין, ולצורך כך הזמנו גם נציגים של חברות הביטוח ונציגי רואי החשבון שלהם להשתתף בדיון. כמו כן העברנו לכם את מאמרו של פרופסור יורם עדן העוסק בנושא שצורר כחומר רקע לדיון.

## תכנית בחשבונאות

### “פורום שווי הוגן” - FVF - Fair Value Forum

מחירי השוק של חברות הביטוח כיום נמוכים משמעותית מהערך הגלום שלהם (EV) ואף מההון העצמי שלהן. מדובר בתופעה מוזרה מאחר והחשבונאות המיושמת בחברות הביטוח היא שמרנית. כך לדוגמה, ההתחייבויות האקטואריות שהן המרכיב המרכזי בחשבונאות של חברות הביטוח מחושבות על בסיס שמרני ולא בהכרח על פי ה-Best Estimate. מעבר לכך, בהתאם לכללי החשבונאות, במאזן של חברות הביטוח לא נלקחים בחשבון נכסים בלתי מוחשיים ומוניטין שצמחו בחברה. יש לזכור כי לאור הדרישה למקצוענות בשוק הביטוח ולאור חסמי הכניסה לתחום, היינו מצפים שההון העצמי של חברת הביטוח יהווה רצפה ושווי השוק יהיה גבוה יותר. אפשר להוסיף לכך שביטוח הוא מוצר הכרחי בשוק ולא אופנה חולפת. במסגרת הדיון ננסה לתת מענה לסוגיה ולדון בשאלה- האם השוק טועה או האם החשבונאות טועה?

בשנים האחרונות חלו שינויים רבים בענף. כך למשל, דרישות ההון הרגולטוריות מחברות הביטוח, לרבות מבעלי השליטה בהן, עלו בעשרות אחוזים, ואין ספק שיש לכך השלכות על השווי ההוגן שלהן. גם להחלטות ועדת הריכוזיות השלכות על שוויין ההוגן של חברות הביטוח, וגם לרמת אי הוודאות הרבה האופפת אותן בשנים האחרונות, כמו למשל לגבי דמי הניהול.

התוצאה המוזרה באה לידי ביטוי גם בעסקאות הנחוזות בשטח. העסקאות הגדולות בעת האחרונה בשוק הביטוח התבצעו במכפילים נמוכים מאוד על השווי הגלום: עסקת אליהו ומגדל גילמה מכפיל של 56%. עסקת מכירת תיק ביטוח הבריאות של אליהו להראל שיקפה אף היא מכפיל הנע בין 50% ל- 55%. יש לזכור כי בניגוד לעסקת אליהו ומגדל, מכירת תיק ביטוח הבריאות היוותה עסקה למכירת פעילות הכללה הטבת לקונה.

גם לאור הטענות כי מדובר בעסקאות תחת לחץ, נתונים אלה מעלים שאלות קשות בנוגע למדד ה-EV ואופן חישובו. יש לזכור עוד שה-EV מביא בחשבון רק את העסקים הקיימים ולא הפוטנציאליים. אציין כי יש ביקורת גדולה על אופן החישוב של ה-EV, ובפרט לשימוש בריבית חסרת סיכון במסגרת התחשיב ובנושא צפויים לחול שינויים בעתיד באופן החישוב. שינויים אלו צפויים להפחית משמעותית את ה-EV אך עדיין לא יסבירו את עיקר הפער שאנו רואים כיום.

#### פרופסור יורם עדן

כאמור, חברות הביטוח נסחרות כיום במכפילי ערך גלום נמוכים. יש לזכור שלחברות הביטוח רכיבים נוספים שאינם נכללים בחישוב הערך הגלום, כגון: השקעות, פעילות ביטוח אלמנטארי ועוד. זה אומר כי מכפיל ה-EV המותאם הוא עוד נמוך יותר ממכפיל ה-EV הנאיבי. לראייתך, ישנן סיבות רבות לתופעה. באירופה למשל הועלתה טענה שיש להוסיף למקדם ההיוון פרמיית אי נזילות

## תכנית בחשבונאות

### “פורום שווי הוגן” - FVF - Fair Value Forum

אשר הגיעה לכדי 2% - 1%. כמו כן אמרו שיש להוסיף בתחשיב פרמיית סיכון בשל חוסר יכולת גידור. גם כאשר אנו מוסיפים את הפרמיות הנ"ל המכפילים המחושבים באירופה נעים בין 80% ל- 90%. מנגד בישראל, גם אם נוסיף את הפרמיות הללו המכפילים המחושבים הינם בערך 70%. לדעתי, הבעיה אינה טמונה במודל אלא בשוק. ראשית, לכל חברות הביטוח הציבוריות בארץ יש גרעיני שליטה גדולים, המחזיקים בין 60% ל- 70% לערך. עובדה זו מגבילה את אפשרותם של גורמים חיצוניים לרכוש חברות אלו. ידוע כי מספר חברות ביטוח עומדות למכירה מזה כמספר שנים, ובפרט נזכיר את ניסיונות המכירה של IDB למכור את כלל ביטוח ואת המשאים ומתנים המנהלים בנוגע לפניקס.

להערכתי, מכירת מגדל הייתה Fire sale. מכיוון שמגדל היא ספינת הדגל של ענף הביטוח בארץ, מחיר מכירתה מהווה רף – אם מגדל נמכרה במחיר נמוך, ברור שיתר החברות לא יכולות להימכר במחירים גבוהים.

ברקע ברצוני להזכיר את התנודות החריפות במחירי השוק של חברות הביטוח בישראל. כך למשל, בשנת 2008 ירד השווי של הפניקס ל- 750 מיליון ש"ח. כשנה וחצי לאחר מכן נסק מחירה של החברה ל- 3 מיליארד ש"ח, וכיום מחירה הוא 2.5 מיליארד ש"ח בערך. על פניו, ניתן היה לצפות כי חברה בעלת תיק ביטוח חיים תהיה אי של יציבות, והתנודתיות בשווי השוק תמוהה. יתכן כי התנודתיות נובעת מהתרעות המפקח על חברות הביטוח בכל הקשור למקדמי הקצבה או לעלייה בתוחלת החיים. אולם, העלייה בתוחלת החיים באה לידי ביטוי במודל ה- EV.

השנה תהיה ככל הנראה תחול ירידה ב- EV, אולם אף היא לא תצדיק את הפערים בהם אנו חוזים. אמת, ישנן בעיות במודל. אולם גם תיקון הבעיות כאמור לא יביא לסגירת הפער. לדעתי, הפערים נובעים בעיקרם מהיעדר קונים לחברות הביטוח על אף שחלקן עומדות על המדף מזה זמן רב. היעדר הקונים נובע מהעבודה שעלות רכישת גרעין שליטה בחברת ביטוח הינה מיליארדים. כמו כן רכישת גרעין שליטה כאמור כרוכה בכניסה לתחום מפוקח במיוחד, דבר המונע ביצוע רכישה ממונפת. מה גם שסיכוי הרוכש לקבל דיבידנדים משמעותיים מהשקעתו בשנים הקרובות אינו ברור. לסיכום, לדעתי, הפערים הנחזים נובעים משילוב של בעיות במודל וקיומו של שוק לא משוכלל.

#### עופר ברנדט

ראשית, אני שמח לשמוע שמשתתף נוסף חושב שהפערים אינם טמונים רק בבעיות במודל ה- EV, אלא גם בשוק לא משוכלל. בנוסף, יש לזכור כי בעוד ה- EV מחושב פעם בשנה, מנייתיה של חברת

## תכנית בחשבונאות

### “פורום שווי הוגן” - FVF - Fair Value Forum

הביטוח נסחרות באופן רציף. כפועל יוצא, ברור שישנה בעיה לערוך השוואה בין תחשיב ה- EV ובין שווי השוק של חברת הביטוח, הנגזר ממחיר מניותיה.

טענה נוספת העולה באופן תדיר היא שהמודל מחושב בריבית חסרת סיכון – זה לא מדויק. ברצוני להדגיש כי מודל ה- EV מבוסס על Certainty Equivalent Approach, והוא אינו מניח באופן יסודי היעדר סיכון. יחד עם זאת, אין ספק שיש להוסיף נדבכים נוספים למודל כגון גידור ועלות סיכונים שאינם ברי גידור, בכדי לשקף באופן טוב יותר סיכונים. קשה לאמוד בכמה יקטן ה- EV בעקבות השינויים האמורים. על פי חברות באירופה, הקיטון ינוע בין 10% ל- 15%, בהתאם לאופי הסיכונים הספציפי של חברת הביטוח הנאמדת.

#### פרופסור אמיר ברנע

עברנו מתקופה של חוסר יכולת נידוד פוליסות ביטוח חיים לתקופה של נידוד. האם להערכתכם הדבר משפיע על השווי המופק על ידי המודל?

#### עופר ברנדט

תמורות אלה באות לידי ביטוי במודל – גם אם לא באופן מופרש, אז בחישוב רגישויותיו. כלומר, חברות הביטוח שאני מכיר מפרסמות התייחסות לניודים ולשינויים רגולטוריים נוספים, בין אם על ידי Best Estimate ובין אם על ידי הנחות שעושה החברה.

#### פרופסור אמיר ברנע

רו"ח שלומי שוב הזכיר את סוגיית דרישות ההון. האם התגברות הדרישה הרגולטורית להון במסגרת כללי Solvency משפיעה על תחשיב ה- EV?

#### עופר ברנדט

ההשפעה באה לידי ביטוי במגן המס, היות שמטרת ההון היא לגבות את עסקי חברת הביטוח. מודל ה- EV לוקח בחשבון הן את השווי הגלום של העסק עצמו והן את ההון התומך בעסק. אנחנו מנסים שלא להביע דעה במסגרת המודל, ולשקף נטיות השוק באופן אובייקטיבי. לאחר מכן יוכלו המשתתפים בשוק להתאים את תוצאת המודל לאופיים הספציפי ולסיטואציה ספציפית בה הם מצויים.

#### רו"ח גל עמית

אם נניח התגברות נוספת בדרישות ההון, הם יתכן שלא יחול שינוי ב- EV המחושב?

## תכנית בחשבונאות

### “פורום שווי הוגן” - FVF - Fair Value Forum

#### עופר ברנדט

מודל ה- EV אינו לוקח בחשבון התפתחויות עתידיות שאולי יקרו ואולי לאו. יש לזכור כי דרישה להזרמת הון נוסף על ידי בעל שליטה לא אמורה להשפיעה על שווייה הכלכלי של חברת הביטוח.

#### פרופסור יורם עדן

המודל מביא בחשבון את הנושא. המודל כולל את ה- Cost Of Capital לפיו בעל המניות שמזרים הון לחברה יפסיד את המס בשל כך שההון מושקע בריבית, כביכול.

#### דובר

אם כך, המודל מביא בחשבון רק את נדבך המס ומדובר בבעיה: במסגרת הערכת שווי הנכסים העודפים מהווים חלק מהשווי. בתרחיש האמור, לחברה פחות נכסים עודפים שכן עליה להחזיק הון עצמי גבוה יותר.

#### רו"ח אפרים דרור

ברצוני להעלות סוגיה נוספת. השקעותיה של חברת ביטוח בסוכנותיה מוצגת לפי עלות. ברור כי שוויין ההוגן של הסוכנויות גבוה באופן ניכר מעלותן, והדבר מעצים עוד יותר את הפער בין שוויין של חברות הביטוח ובין ערכן לפיו מודל ה- EV.

#### רו"ח משה שחף

בעבר ייצגתי קבוצות של משקיעים בעת שניסו לרכוש כמה קבוצות ביטוח בישראל. בסיכום החישובים שביצעו לקראת הרכישה הם ייחסו ערך שלילי לחברות הביטוח הישראליות הנרכשות. יתכן כי תמחור המשקיעים את חברות הביטוח נובע משתי תופעות:

1. **תלות של חברות הביטוח בשוק ההון** – המשקיעים הגיעו למסקנה כי הרווחיות של חברות הביטוח נובעת בעיקרה מביצועי שוק ההון ולא מפעילות ביטוח פר – אקסלנס. לראייה, ישנו מתאם רב בין תוצאותיהן של חברות הביטוח בעשר השנים האחרונות ובין ביצועי מדד ת"א 100. אם ננטרל את השפעת ביצועי שוק ההון, מתברר כי הרווח מפעילות הביטוח שאף לאפס.
2. **הגבלות על חלוקת דיבידנד** – התברר למשקיעים כי לאור מגבלות רגולטוריות בשוק הישראלי, יכולתם למשוך דיבידנדים מהשקעתם מצומצמת מאוד.

#### פרופסור יורם עדן

פעילות ביטוח החיים תלויה פחות בביצועי שוק ההון. פוליסות משתתפות שהונפקו עד שנת 2003 כוללות דמי ניהול משתנים, ולכן הן רגישות יותר למגמות לשוק ההון.

## תכנית בחשבונאות

### “פורום שווי הוגן” - FVF - Fair Value Forum

#### רו"ח רונן אגסי

להערכת, הבעיה קודם טמונה בנו, חברות הביטוח, ובדוחותינו המורכבים. כמו כן, מודל ה- EV הוא אקטוארי באופיו, ואילו אנליסטים ומשקיעים מתייחסים לנתוני השוק. אין ספק כי מגמות שוק ההון מטלטלות את ביצועי חברות הביטוח. יחד עם זאת, איני מסכים עם האמירה כי “חברות הביטוח מרוויחות בשוק ההון ומפסידות בפעילות החיתום”. הפרדה זו היא מלאכותית: באופן הגדרתי, השקעת כספים בשוק ההון והתשואה המופקת בגינם הן חלק מתהליך תמחיר המוצר המבוצע על ידי חברות הביטוח. מהותה של תעשיית הביטוח היא נטילת כספים בהווה והחזרתם בטווח הארוך מאוד. ברור שבעת תמחיר המוצר יש להתייחס הן לתוחלת התביעות, הן להוצאות והן לתשואות החזויות. בכל נקודת זמן דיסקרטית, ביצועי שוק ההון בפועל לנצח שונים מהתחזיות. אולם, בממוצע ולאורך זמן, ישנו מתאם בין התשואות החזויות ובין אלו בפועל. כפועל יוצא, בעת ניתוח פעילותה של חברת ביטוח יש לבחון את תוחלת רווחיה לאורך זמן. כמו כן יש לזכור, כי המגמה ארוכת הטווח של שווקי ההון היא חיובית.

#### פרופסור יורם עדן

אם נבחן את השינויים ב- EV, אנו רואים כי ביצועי ההשקעות של חברות הביטוח אל מול ה- Benchmark של שער ריבית חסרת סיכון הם נחותים. במילים אחרות, חברות הביטוח לא הצליחו בחמש – עשרה השנה האחרונות להכות את שער הריבית חסרת הסיכון. מודל ה- EV כולל גם שורת “סטייה מהנחות כלכליות”. שינויים ב- EV יכולים לנבוע בין היתר מסטיות דמוגרפיות, אינפלציה (ה- EV הינו צמוד והדוחות הכספיים הם נומינליים). שינויים ב- EV יכולים גם לנבוע מסטייה בהנחות הכלכליות, קרי: שינוי בוקטור ריבית חסרת סיכון וכן תת – ביצוע או ביצוע יתר של השקעות חברת ביטוח ביחס להשקעה בריבית חסרת סיכון. מדובר בסטייה לאור העובדה כי מודל ה- EV מניח כי השקעותיה של חברת הביטוח יניבו ריבית חסרת סיכון. יש לציין כי במצטבר, שורת הסטיות מההנחות הכלכליות בכל חברות הביטוח, פרט להראל, הינה שלילית.

#### אלון גלזר

אני מסכים עם דבריו של מר אגסי. פקטור ביצועי שוק ההון בטווח הארוך הוא נתון חשוב ובעל רמת ביטחון גבוהה בסך הכל. להערכתי, בסופו של דבר יתכן כי הפערים בין מחיר השוק של חברות הביטוח ובין תחשיב ה- EV כלל לא נוגעים לשיעורי ההיוון. יתכן כי חלק מהנחות האקטואריות והוצאות חברת הביטוח לא מתומחר כיאות על ידי המודל.

## תכנית בחשבונאות

### “פורום שווי הוגן” - FVF - Fair Value Forum

לראיית השוק נוטה להיות חכם, ובאופן כללי הוא מצליח לזהות מבעוד מועד חברות שעתידות לפשוט רגל. כפועל יוצא, לדעתי לא בכדי השוק מתמחר נכסים איכותיים סביב ההון ואת הנכסים הלא איכותיים בהרבה פחות.

#### פרופסור יורם עדן

בשנת 2006 שתי חברות פרסמו את EV על בסיס טנטטיבי – הפניקס ומגדל, ומכפיל ה-EV היה סביב 1. עולה השאלה מה הוביל לירידה החדה במכפיל ה-EV: האם מצבן של חברות הביטוח הישראליות הורע באופן כה משמעותי המצדיק שחיקה כה חדה במכפיל?

#### אלון גלזר

כפי שצוין אחד מהגורמים לתמחור הנמוך של חברות הביטוח הוא מיעוט הקונים הפוטנציאליים. יש לזכור כי חברות משקיעות מנועות מלהחזיק למעלה מ-5% מבנק או חברת ביטוח מסוימים. לדעתי, יש לפעול לפתרון בעיה מסחרית זו.

#### עדי סקופ

המודל העסקי של חברות הביטוח בארץ ובחו"ל דומה מאוד. גם בחו"ל מידת הסתמכותן של חברות הביטוח על ביצועי שוק ההון היא גבוהה. כפועל יוצא, לא נראה כי מידת ההסמכות הנ"ל היא הגורם העיקרי לתמחור הנמוך של חברות ביטוח בישראל. לראיית, הגורם לתמחור הנמוך הוא חוסר דאות ששינויים ברגולציה בישראל יוצרים. משקיעים זרים חוששים מחוסר העקביות במדיניות הגורמים המפקחים, ומענישים את חברות הביטוח בתמחור נמוך.

#### פרופסור יורם עדן

יש לזכור שחלק מחברות הביטוח בחו"ל עוסקות אך ורק בביטוח חיים ולא בביטוח חיים ואלמנטארי כפי שמקובל בארץ. כפועל יוצא, היקף הפעילות שאינה מגולמת בחישוב ה-EV גבוה יותר בארץ מאשר בחו"ל. ושוב, על אף נתונים אלה, מכפיל ה-EV של חברות ביטוח בישראל נמוך באופן ניכר מזה של חברות בחו"ל.

#### רו"ח משה שחף

אחד השינויים המשמעותיים הכרוכים ב-Phase 2 של IFRS 4 הוא שההון העצמי של חברות הביטוח עתיד לכלול חלק ניכר מרכיבי ה-EV. כפועל יוצא, בעקבות השינוי ההון העצמי של חברות הביטוח עתיד לגדול. לראיית, תמורות אלו ישפרו את תמחור חברות הביטוח, שכן השוק לא יוכל להתעלם עוד מהנתונים.

## תכנית בחשבונאות

### “פורום שווי הוגן” - FVF - Fair Value Forum

#### רו"ח רונן אגסי

איני מסכים עם דבריו. הדוחות של חברות מורכבים מאוד כבר בהווה, ויישום השינויים שציינת יחמיר עוד יותר את הבעיה. התוצאה תהיה למעשה דוח כספי המבוסס כולו על תחזיות עתידיות והנחות אקטואריות, ואין זה רצוי ברמה העקרונית.

#### רו"ח אפרים דרור

בנוסף, יש לזכור כי כל סטייה מההנחות תלווה בשינויים אדירים בדוחות הכספיים. להערכתך, הדבר יפגע באמינות הדוחות הכספיים של חברות הביטוח בעיני המשתמשים.

#### רו"ח שלומי שוב

המאפיין העיקרי הנתפס של ה-IFRS הוא המעבר למדידת פריטים לפי שווי הוגן וזה היה בעיקר בתחום הנדל"ן המניב. שינוי זה הגביר את המתח בין החברות המדווחות ובין המשתמשים בדוחות הכספיים. ניתן לבצע הקבלה מסויימת בין מודל השווי ההוגן בחברות הנדל"ן המניב ל- EV בביטוח. נדמה לי שהקבלה כזו דווקא יכולה להדאיג, לאור האפקטיות של שוק הון בתמחור חברות הנדל"ן. שוק ההון יודע לעשות החבחה בין איכות האומדים ואיכות הנכסים.

#### פרופסור יורם עדן

ברצוני גם לציין כי במסגרת ה- Phase 2 של IFRS 4 ייעלמו הוצאות הרכישה הנדחות (DAC) מהמאזן, וזה דבר חשוב.

#### רו"ח שלומי שוב

כן, אבל יש לזכור כי גם כיום מצידקים את ה- DAC באמצעות מבחני ירידת ערך ולכן בכל מקרה החשבונאות הנוכחית היא סוג של רצפה. כלומר, השווי ההוגן יהיה בהכרח גבוה יותר ממנה ולא אמור להיות נמוך יותר.

קיימת הסכמה כללית בין המשתתפים כי קיימת אי הלימה בין ההון החשבונאי של חברות הביטוח ובין שווי השוק שלהן, אבל עדיין ההון העצמי מהווה רף מינימאלי וצריכה לעלות גם שאלה עד איזו מידה יתכנו רכיבים מנופחים בהון העצמי של חברות הביטוח כיום?

#### רו"ח אבי זיגלמן

לדעתי, ההון העצמי של חברות הביטוח אינו בהכרח מנופח. אחד המאפיינים האינהרנטיים של שוק ההון הוא תנודתיות, ולא רק בארץ. ההבדל בין מחירי השיא ובין מחיר השפל בתקופה קצרה עשוי



## תכנית בחשבונאות

### “פורום שווי הוגן” - FVF - Fair Value Forum

להיות חד מאוד. ומכאן עולה השאלה: האם שינוי חד בשווי השוק של חברה בתקופה קצרה בהכרח משקף שינוי חד בשווי פעילותה היסודית?

#### אלון גלזר

איני מסכים אם דברך. המשמעות של דברך היא שעל כולנו לגשת בתום הדיון ולרכוש מניות של חברות הביטוח. אומר זאת שוב: להערכתך, תמחורן של חברות הביטוח מעיד על בעייתיות בהנחות האקטואריות ששימשו בחישוב ה- EV.

#### דורית סלינגר

להערכתך, תמחור חברות הביטוח חושף חשש של השוק הנובע מחוסר ודאות בנוגע למצבן העתידי. עסקי ביטוח כרוכים באי ודאות רבה, בין היתר בהתייחס לתוחלת החיים. אירועים לא ודאיים אלה עלולים לאיים על ההון של חברת הביטוח.

#### רו"ח שלומי שוב

על פניו, באופן כללי יכול היה משקיע לרכוש חברת ביטוח ישראלית, למכור את חלקיה בנפרד ולהכיר ברווח. זוהי תוצאה בעייתית בעיני.

#### רו"ח אבי זיגלמן

הבעיה היא שביצוע פעולה כאמור לא אפשרי במציאות.

#### מאיר סלייטר

בסופו של יום, שוק ההון נותן דגש לרווחיותה של חברה וליכולתה לחלק דיבידנדים. פרמטרים אלו לא זוכים להתייחסות במודל ה- EV. כך למשל, הרווח השנתי השוטף המייצג של הראל נע בין 300 ל- 400 מיליון ש"ח, ואילו ה- EV שלה הינו 8 מיליארד ש"ח. לא ברור איזה משקיע היה מוכר לשלם 8 מיליארד ש"ח עבור חברה המייצרת רק 400 מיליון ש"ח בשנה. נתונים אלה עשויים ללמד על הגורמים לתמחור הנמוך של חברות הביטוח.

#### פרופסור אמיר ברנע

אם כך, אז לא ברור לי מהו צוואר הבקבוק. במילים אחרות מהו הגורם לרווחיות הנמוכה של חברות הביטוח ביחס לערך ה- EV שלהן?

## תכנית בחשבונאות

### “פורום שווי הוגן” - FVF - Fair Value Forum

#### רו"ח רונן אגסי

לדעתי, במסגרת הניתוח ראוי להתמקד במרכיב תיק הביטוח בתוך ה – EV על חשבון ההון העצמי. אציין כי השווי ההוגן של ההון העצמי של הראל דומה לערכו בספרים. ההון העצמי שלנו בערך שווה את עצמו בערכים נוכחיים. כשאתה לוקח את השווי הנכסי של ההון הוא שווה את עצמו.

#### פרופסור יורם עדן

בשנת 1973 התפרסם מאמר של Joskow ב- Bell Journal אשר הסביר את הדבר הבא: חברת הביטוח מהווה סוג של מתווך פיננסי. כאשר הגורמים המפקחים מטילים מגבלות על ההון העצמי, אז באופן הגדרתי שיעור התשואה שמניב ההון העצמי נמוך מתשואת השוק. על פי המאמר, הפיצוי בגין תשואת החסר אמור לנבוע מרווחי פעילות הביטוח או מהרווח על רזרבות חברת הביטוח. המשמעות של הדברים היא שהגדלת ההון העצמי של חברת הביטוח לא תביא לעלייה מצופה בשיעור התשואה על ההון.

בהיעדר הגבלה רגולטורית, תוכל חברת הביטוח להגדיל את הונה העצמי ולהשקיע את הכספים בנכסים מסוכנים. מצב דברים זה הוא מסוכן, שכן ביום פקודה עשוי להתברר ששווי של ההון העצמי נמוך מאוד. כפועל יוצא, על חברת הביטוח להשקיע בנכסים בעלי פרופיל סיכון נמוך, וכך קורה שתשואותיה נמוכות מתשואות השוק.

מחד, נדרשת חברת הביטוח להשקיע בנכסים בעלי סיכון נמוך, ומאידך היא חשופה לסיכונים הנובעים מפעילות הביטוח. במצב דברים זה, יתכן כי מחיר השוק של חברת הביטוח ישקף Discount על הונה העצמי.

#### נדב שטיינברג

הסיטואציה עוד קיצונית יותר מכפי שמתאר פרופסור עדן: מעבר לסיכוני הביטוח, יש לזכור כי לחברות הביטוח תכניות המבטיחות תשואה. אם החברות אינן מצליחות להשיג את התשואה המובטחת, הדבר גורר מחיקות בהון העצמי.

#### פרופסור אמיר ברנע

האם הריבית הנמוכה במשק יכולה להסביר את הפער בין שווי השוק של חברות הביטוח ובין הון העצמי, והאם עליה בריבית המשק תביא לקיטון הפער כאמור?

#### מאיר סלייטר

להערכתך, התשובה חיובית. כפי שציון בדיון, חלק ניכר מרווחי חברת הביטוח, מקורו בשוק ההון. השלכת הריבית הנמוכה היא כפולה: ראשית, הריבית הנמוכה מקטינה את התשואה שמפיקות

## תכנית בחשבונאות

### “פורום שווי הוגן” - FVF - Fair Value Forum

חברות הביטוח על תיק הנוסטרו שלהן. כמו כן, ריבית השוק מהווה פרמטר בתמחור פוליסות הביטוח. לאור האמור, הריבית הנמוכה מקטינה את רווחיות חברות הביטוח.

#### פרופסור אמיר ברנע

האבסורד הוא שעלייה בריבית תגרור הכרה מיידית בהפסדי עתק על ידי חברות הביטוח.

#### מאיר סלייטר

התמחור הנמוך של חברות הביטוח בישראל נובע בראש וראשונה מרווחיותן. על רקע זה אציין כי השוק מתקשה מאוד בהערכת רווחיותן של חברות ביטוח, בין היתר לאור התנודתיות הרבה ברווח. כפועל יוצא, מתקשה השוק להעריך את המכפיל ואת התשואה על ההון, הנגזרים מרווחיות החברה. גם בשל קשיים אלה בניתוח, מעניש שוק ההון את חברות הביטוח.

#### רו"ח רונן אגסי

אני מסכים עם דבריך. ברצוני לחדד את הדברים ולציין כי הבעיה היא חשבונאית בעיקרה: עיקר תיק הנכסים של חברת הביטוח נמדד בהתאם לעיקרון ה – Mark to Market, והדבר גורר תנודתיות חריפה בדוחות הכספיים. אציין כי לו בשנת 2008 הבנקים היו משערכים את נכסיהם בדומה לחברות הביטוח, הונם העצמי היה נמחק.

#### דורית סלינגר

אולם מדידה כאמור מיושמת גם על ידי חברות ביטוח בחו"ל, וכפי שנאמר הפערים בין שווי השוק להון העצמי של חברות הביטוח בחו"ל נמוכים הרבה יותר מהפערים הנחזים בישראל.

#### רו"ח שלומי שוב

כללי החשבונאות המיושמים בחברות הביטוח הם “רגולטוריים” באופיים ופחות חופשיים. כך למשל, המפקח על הביטוח מתיר לחברות הביטוח לדחות את העתודות בגין תוחלת החיים לפי פקטור K. באותו האופן, תביעות תלויות וייצוגיות הן חלק מפעילותה השוטפת של חברת הביטוח, בשונה מחברות הפועלות בתחומים אחרים.

אבקש לשמוע את דעתכם ביחס להשפעתם של הניואנסים החשבונאיים המיושמים בחברות הביטוח.

#### רו"ח אפרים דרור

בהמשך לדבריך, ברצוני להתייחס לסוגיית התביעות הייצוגיות. בחינה מדוקדקת חושפת כי בסופו של דבר, על פני זמן הסכומים המשולמים על ידי חברות הביטוח בגין תביעות ייצוגיות הם נמוכים

## תכנית בחשבונאות

### “פורום שווי הוגן” - FVF - Fair Value Forum

מאוד. כפועל יוצא, אין לתלות את הצרימה בגין שווי השוק של חברות הביטוח ובין הוגן העצמי בקיומן של תביעות ייצוגיות או בטיפולן החשבונאי.

#### פרופסור אמיר ברנע

האם לאור המחאה החברתית נצפים לחצים להורדת דמי הניהול שגובות חברות הביטוח? יש לזכור כי המוצר המרכזי בטווח הארוך של חברות הביטוח הוא ביטוח פנסיוני, ובתחום זה פיקוח הדוק על דמי הניהול הנגבים. יתכן כי לחצים אלו עשויים להסביר את הפער הנדון.

#### אלון גלזר

בהמשך לשאלתו של פרופסור ברנע, אציין כי בניגוד לבנקים, לחברות הביטוח אין מוצרים אחרים שבאמצעותם הן יכולות לפצות על השחיקה ברווחיות בגין הורדת דמי הניהול. מוצר אחד.

#### לנה איצקוב שוורץ

להערכתי, התשובה לשאלתו של פרופסור ברנע הינה חיובית. כפי שנאמר בדיון, אחת הסיבות לקיומו של הפער היא חוסר ודאות בקשר להנחיות רגולטוריות עתידיות.

#### רו"ח אלי אלעל

אני מסכים אם דבריכם. לחברות הביטוח קושי אינהרנטי להצליח: רווחיות יתרה תגרור באופן מיידי דרישה ציבורית להורדת דמי הניהול. כפועל יוצא, עסקי חברת הביטוח חשופים ל – Downside מבלי יכולת אמיתית ליהנות מ – Upside.

#### עופר ברנדט

יש לזכור כי תחזית לגבי ביצועי עסקיה העתידיים של חברת הביטוח לא באה בחשבון בחישוב ה – EV, בעוד ברור שהיא מתומחרת על ידי השוק. יש לציין כי ה – EV מחושב בהתבסס על עסקיה קיימים של חברת הביטוח. כפועל יוצא, הגבלות חזויות על דמי ניהול משתקפות במחיר השוק של חברות הביטוח אך לא מקבלות ביטוי ב – EV שלהן. כמו כן, יש לזכור כי בהשוואה לחברות ביטוח באירופה וארצות הברית, יכולתן של חברות הביטוח הישראליות לגבות דמי ניהול גבוהים מצומצמת מאוד. זה נובע בין היתר מתחרותיות מוגברת בשוק הישראלי ומקיומם של מוצרים ורסטיליים ומגוונים יותר בשווקים הבינלאומיים.

#### אבי בראור

ראשית, ארצה להתייחס לעסקת אליהו ומגדל שציונה בראשית הדיון. להערכתי, הסיבה למחיר הרכישה האטרקטיבי טמונה ביכולתו של שלמה אליהו לנתח את כדאיות העסקה במהירות במסגרת חלון הזמן הקצר שהיה.

## תכנית בחשבונאות

### “פורום שווי הוגן” - FVF - Fair Value Forum

הניסיון להסתכל על הדוח EV כאינדיקטור לשווי שוק של חברת ביטוח הוא פגום מיסודו. לאורך שנים תכליתו היחידה של ה – EV הייתה להוות כלי לקביעת תגמול מנהלים בכירים. איני חושב כי גיים אנדרסן, ממציא המודל, אי פעם חשב שבכוחו של ה – EV להוות בסיס לחישוב שווי של חברה. לראייתי, ה – EV יכול לשמש כלי להשוואה בין חברות: המודל מספק סט של כללים אחידים שבאמצעותם ניתן לנתח חברת ביטוח אחת ביחס לרעותה.

#### פרופסור אמיר ברנע

שאלת יסוד בדיון היא האם רווחיותה השוטפת של חברת הביטוח מצדיקה את שווי ההון העצמי. האם הרווחיות השוטפת ארוכת הטווח המדווחת על ידי חברות הביטוח תהווה בערך 10% מההון העצמי? כמו כן, דבריו מביאים אותי להרהר בתרומתו של ה – EV: אם המודל אינו יכול להוות אינדיקטור לשווי אז לא ברור לי מה בדיוק הוא מספק ומהי תרומתו למשקיעים. ועדה מטעם אגף שוק ההון קבעה שעל חברות ביטוח לפרסם EV במסגרת הדוחות הכספיים על מנת לסייע למשקיעים להעריך את שוויין של חברות הביטוח – מהי תרומתה של החלטת הוועדה על רקע הדברים האמורים?

#### רו"ח רונן אגסי

כפי שציין מר בראור, יתרון ה – EV טמון בעובדה שהוא נערך על בסיס אחיד בכל החברות, ולכן יכול לשמש כלי להשוואה.

#### רו"ח שלומי שוב

המסקנה העולה מהדיון מעבר לויכוח הבלתי נגמר האם השוק צודק או טועה היא מדאיגה מאד. Phase 2 של IFRS 4 למעשה יביא למעשה ל – PUSH DOWN של ה – EV על עיוותיו להון העצמי החשבונאי. אם השוק התקשה בעיכול המדידה הנ"ל כזה כמידע נוסף מחוץ לדוחות הכספיים, קשה לי לראות כיצד יוכל להתמודד עם שינוי כאמור.

## תכנית בחשבונאות

### “פורום שווי הוגן” - FVF - Fair Value Forum

על הפורום:

מטרת “פורום שווי הוגן” (FVF) Fair Value Forum, הפועל במסגרת התכנית בחשבונאות של בית ספר אריסון למנהל עסקים במרכז הבינתחומי הרצליה, היא לתרום לאיכות המידע בשוק ההון, ולייצר שיח מקצועי פורה בנושא. הפורום שמקיים מפגש חודשי, משמש קבוצת חשיבה שמייצרת דיוני עומק בסוגיות שנמצאות על סדר היום ומשמש פלטפורמה לשיתוף ידע, זיהוי בעיות, תהליכים ומגמות וכ- Best Practices למדווחים, לרואי החשבון ולמשקיעים.

הפורום, בראשותם של פרופ' אמיר ברנע, הדיקן המייסד של בית ספר אריסון למנהל עסקים, ורו"ח שלומי שוב, סגן דיקן (חשבונאות), בית ספר אריסון למנהל עסקים, כולל מומחים מובילים מהאקדמיה ומהפרקטיקה בתחומי החשבונאות הפיננסית, הכלכלה והמימון וכן משתתפים בו נציגים של מדווחים, אנליסטים וגופי הרגולציה הפיננסית בישראל וחיבור בין תחומי הידע השונים.

סיכומי הדיונים שמתפרסמים לציבור הרחב מבוצעים על ידי הצוות המקצועי של הפורום המורכב מבוגרים מצטיינים של התכנית בחשבונאות.

אתר הפורום: [www.fvf.org.il](http://www.fvf.org.il)

## תכנית בחשבונאות

### "פורום שווי הוגן" - FVF - Fair Value Forum

משתתפי הפורום (לפי סדר א'-ב'):

רו"ח לילי איילון (רשות החברות הממשלתיות), פרופ' רפי אלדור (המרכז הבינתחומי הרצליה),  
 רו"ח אלי אל-על (חברת שווי הוגן), פרופ' צבי אקשטיין (המרכז הבינתחומי הרצליה), רו"ח  
 אביבית בן שמחון (KPMG סומך חייקין), עופר ברנדט (כלל ביטוח), רו"ח נבו ברנר, אבי בראור  
 (אקטואר), ירון בלוך (לאומי פרטנרס), רו"ח דוד גולדברג (נשיא לשכת רואי חשבון), פרופ' דן גלאי  
 (האוניברסיטה העברית), אלון גלזר (לידר ושות'), רו"ח עידו גליל (הפיקוח על הבנקים, בנק  
 ישראל), פרופ' צבי וינר (האוניברסיטה העברית), רו"ח דני ויטאן (KPMG סומך חייקין), רו"ח  
 שחר זיו (זיו האפט BDO), רו"ח יובל זילברשטיין (גיזה זינגר אבן), רו"ח גיא טביביאן (ברייטמן  
 אלמגור זוהר Deloitte), סיגל יששכר (מידרוג), רו"ח רם לוי (Variance Economic Consulting Ltd),  
 מר איציק מאיסי (אלון ריבוע כחול), רו"ח גיל מור (PWC קסלמן את קסלמן), רו"ח רונן  
 מנשס (קוסט פורר גבאי את קסירר EY), חיים מסילתי (שמאי מקרקעין), רו"ח זאב נהרי (בנק  
 ערבי ישראלי), רו"ח דב ספיר (המוסד הישראלי לתקינה), פרופ' יורם עדן (המסלול האקדמי  
 המכללה למנהל), רו"ח גל עמית (עמית חלפון), יוסף פישלר (שמאי מקרקעין), רו"ח צור  
 פניגשטיין (PWC קסלמן את קסלמן), רו"ח אורן פרנקל (אלוני חץ), רו"ח דורון קופמן (לשכת רואי  
 חשבון), רו"ח גדי קוניא, רו"ח יזהר קנה (פאהן קנה ושות'), רו"ח עינת שפרלינג (קוסט פורר גבאי  
 את קסירר EY), פרופ' עודד שריג (הממונה על שוק ההון, ביטוח וחיסכון, משרד האוצר), שלי  
 תשובה (ברייטמן אלמגור זוהר Deloitte).