

“פורום שווי הוגן” - FVF - Fair Value Forum

חומר רקע למפגש פברואר 2013:

“בין חשבונאות לשוק: האם מניות חברות הביטוח מתומחרות בחסר?”

א. רקע

מחירי השוק של מרבית חברות הביטוח כיום נמוכים ביחס להון החשבונאי שלהם. מצב דברים זה הוא מוזר במיוחד לאור העובדה כי החשבונאות של חברות ביטוח מבוססת על מודל שמרני במהותו. ניתן לדמות זאת למצב שבו חברת נדל"ן מודדת את נכסיה על בסיס מודל העלות שכולל יישום של מבחני ירידת ערך ולא על פי מודל השווי ההוגן. במצב דברים זה, מצופה כי מחירי השוק יעלו על ההון החשבונאי.

מצב דברים זה אינו טריויאלי במיוחד על רקע העובדה שההון החשבונאי אינו כולל מוניטין שנצמח ונכסים בלתי מוחשיים אחרים שנצמחו כמו מותגים וכן על רקע העובדה שביטוח הוא מוצר חיוני ולא “אופנתי” וקיימים חסמי כניסה רבים בתחום כמו הון, מקצוענות ומוניטין.

הסברים אפשריים למכפילים הנוכחיים יכולים להיות טמונים בדרישות ועדת הריכוזיות, חוסר הוודאות השורר כמו בנושא דמי הניהול והגידול החד בשנים האחרונות בדרישות ההון של חברות הביטוח וכן בדרישות הון מבעלי השליטה בחברות הביטוח בהתאם לטיטות חוזר שפורסמה בנושא.

על רקע מצב דברים זה גדלים הפערים שבין הערך הגלום (EV) לבין שווי השוק והבעייתיות המובנית באופן החישוב של הערך הגלום בישראל. בעיה זו אף חמורה יותר מאחר והערך הגלום עוד אינו לוקח בחשבון את שוויין של מכירות עתידיות ושל נכסים בלתי מוחשיים אחרים כמו מותגים. על בסיס ההקבלה לעיל, הערך הגלום אמור היה להקביל למודל השווי ההוגן בחברת נדל"ן. על אף שתיתכן רמה מסוימת של שונות בין רמת השמרנות של האומדנים בחברות שונות, הרי שככל הנראה מדובר בהפרשים קטנים יחסית שלא בהכרח יכולים להסביר את מכפילי ההון שלהן.

שוק ההון אינו נותן משקל לערך הגלום כפי שהוא מפורסם על ידי החברות, וגם העסקאות האחרונות בשוק הריאלי, כמו עסקת מגדל, בוצעו ללא קשר ישיר ל-EV ובמכפילי EV נמוכים מאחד. כך לדוגמה, העסקה המקורית של מגדל הייתה לפי תמורה של 835 מיליון אירו עבור 69% ממניות מגדל, ושיקפה שווי של 6.046 מיליארד ש"ח עבור חברת מגדל, בעוד שהערך הגלום של מגדל ליום 31 בדצמבר 2011 עמד על 10.712 מיליארד ש"ח- מכפיל של 56.4% על ה-

"פורום שווי הוגן" - FVF - Fair Value Forum

EV. כפועל יוצא של עסקת מגדל, מכרה אליהו את תיק ביטוח החיים והבריאות שלה להראל ביטוח תמורת 210 מיליון ש"ח. שווי התיק בתוקף (VIF) של תיק ביטוח החיים והבריאות של אליהו ליום 31 בדצמבר 2011 הינו 271.8 מיליון ש"ח, כלומר מכפיל של 77.3% על ה-VIF.

להלן נתונים על היחסים שבין שלושת הפרמטרים: הון חשבונאי, ערך גלום ושווי שוק, ליום 31 בדצמבר 2012 וליום 21 בינואר 2013:

מגדל	כלל	הראל	מנורה	פניקס	סה"כ
נתונים ל-31.12.2012					
מכפיל EV	57%	33%	48%	34%	44%
מכפיל הון עצמי	130%	85%	90%	88%	98%
נתונים ל-21.1.13					
מכפיל EV	53%	33%	47%	33%	43%
מכפיל הון עצמי	123%	83%	89%	86%	95%

בעוד שהערך הגלום עלה בשנים האחרונות, שווי השוק של חברות הביטוח המובילות הלך וירד.

ב. הערך הגלום

בהתאם להוראות המפקח על הביטוח, החל משנת 2007 חברות הביטוח מפרסמות אחת לשנה את דוח הערך הגלום. הדוח מכיל מידע על הערך הגלום בפוליסות ביטוח לטווח ארוך (ביטוח חיים וביטוח בריאות) ובעסקי ניהול קרנות הפנסיה.

הערך הגלום מורכב משווי התיק בתוקף (VIF), בתוספת ההון העצמי המותאם (ANW), בניכוי עלות ההון הנדרש (CoC). חישובי הערך הגלום בישראל נעשים בהתאם לדרישות המפקח ותואמים את גישת ה-Market Consistent Embedded Value (MCEV). ההנחות לפיהן בנוי מודל הערך הגלום הן לפי Best Estimate Assumptions, קרי הן פרי השלכת הניסיון הקיים כלפי העתיד, ללא מקדמי שמרנות.

בתקופה האחרונה עלתה רמת אי הודאות לגבי ההשפעה הצפויה של שינויי רגולציה מהשנים האחרונות על הערך הגלום, בהם תיקון 3, רפורמת הניוד ועוד. בעוד שהערכת השפעת חלק משינויים רגולטורים אלה מגולמת בחישוב הערך הגלום (אך ייתכן כי ההשפעה בפועל תהיה שונה מכפי שהוערך), השפעת חלק מן השינויים אינה מגולמת כלל מאחר וטרם ניתנת לכימות.

“פורום שווי הוגן” - FVF - Fair Value Forum

חישוב הערך הגלום מבוסס על התיאוריה לפיה משקיעים אינם זקוקים לפיצוי עבור סיכונים ובלבד שהם ניתנים לגידור או שהמשקיעים יכולים לפזר את חוסר הודאות על ידי החזקת תיק השקעות מפורז ומגוון, בעוד שבפועל ייתכנו סיכונים שאינם ניתנים לגידור. הערך הגלום לא לוקח בחשבון את מחיר ההון בגין הסיכונים שאינם ניתנים לגידור ומשתמש בווקטור ריבית חסרת סיכון לצורך היוון התזרימים הצפויים (ריבית זו גם משמשת לחישוב הכנסות עתידיות מהשקעות).

יצוין, כי בתחילת שנת 2012 התקשרה הוועדה המשותפת לחברות הביטוח ולמפקח על הביטוח (להלן- הוועדה), עם יועצים אקטואריים מחו"ל על מנת לגבש מתודולוגיה ראויה ומעשית לפיה יותאם הערך הגלום באופן שיישקף את עלות הסיכונים הבלתי מגודרים. התאמה זו צפויה להתבטא בהפחתת הערך הגלום, הן ביחס ל-VIF והן ביחס ל-VNB, כך שאלו ישקפו באופן הולם יותר את שוויים בהתחשב בכל הסיכונים, כולל הסיכונים הבלתי מגודרים, וזאת בהתאם לפרקטיקה המקובלת בדיווחי הערך הגלום בעולם. מן הדוח האחרון על הערך הגלום של מגדל עולה כי מתוך פרסומים של הערך הגלום של חברות של קבוצת ג'נרלי בעלת השליטה לשעבר עלות סיכונים אלו עשויה להגיע עד לכ-20% מהערך הנוכחי של הרווחים העתידיים. נתונים אלו תואמים גם בדיקה שערך פרופסור יורם עדן וצוינה במאמרו שלהלן.

בהתאם למאמרו של פרופ' יורם עדן, הרי שבעבר, אנליסטים ומשקיעים היו מתוסכלים מחוסר היכולת לנתח את הדוחות הכספיים של חברות הביטוח. דוח הערך הגלום מנסה לענות על צורך זה וכולל נתונים פיננסיים והערכות אקטואריות שלא היו זמינות לאנליסטים ולמשקיעים. עם זאת, נראה כי שוק ההון מתעלם לחלוטין מנתוני הערך הגלום וכל חברות הביטוח הנסחרות בישראל נסחרות במחיר הנמוך בהרבה מערכן הגלום, והפער רק גדל. יחד עם זאת, ניתן להשתמש בנתונים בדוח הערך הגלום בעת הערכת תפקודי הנהלה ותוכניות תגמול לבכירים.

להרחבה ראה מאמר מצורף של פרופסור יורם עדן :

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

ג. חשבונאות של חברות הביטוח

1. ביטול שיטת עודף ההכנסות על ההוצאות ושיעור ההיוון בביטוח כללי

בטיט חוזר ביטוח 2012-17 מיום 2 ביולי 2012, נאמר כי בעקבות ההתפתחויות שחלו בשנים האחרונות באופן הערכת עתודות ביטוח בענפי הביטוח הכללי, ולאור הגידול בכמות המשאבים, הידע והניסיון של חברות ביטוח בתחום זה, עלה הצורך בעדכון הוראות הדין הקיימות בנושא

“פורום שווי הוגן” - FVF - Fair Value Forum

חישוב עתודות ביטוח בביטוח כללי. השינוי המרכזי שיחול עם כניסת הטיטות האמורות לתוקף הינו ביטול עתודת עודף הכנסות על הוצאות המחושבת בחלק מענפי ביטוח כללי, שיבוצע באופן הדרגתי על פני מספר שנים. יש לציין כי אופן ביטול שיטת עודף הכנסות על הוצאות עודנו בבחינה ודיונים בין האוצר לחברות הביטוח.

עם הוצאת הטיטה, קבע המפקח נוהג מיטבי לאקטוארים בעת חישוב עתודות בביטוח כללי לצורך הדוחות הכספיים. עקרונותיו הכלליים של הנוהג המיטבי הינם מקצועיות, עקביות וזהירות. שיעור היוון תזרים התחייבויות (במוצרים עם זנב התחייבויות ארוך) הוא חלק ממכלול ההנחות הנדרשות בקביעת התחייבויות ביטוחיות, ולצורך קביעתו יש להתחשב בין היתר בתשואות עבר ורלוונטיות מידע זה, גובה ומועד תזרים ההתחייבויות הצפוי, תיק נכסים קיים, אסטרטגיית השקעות צפויה, וצפי תשואה מאסטרטגיה זו וצפי תשואות חסרות סיכון בשוק. כחלק מתהליך הערכת העתודות יש להתייחס לחשיפת ההתחייבות לסיכונים אינפלציה, קרי - השפעתה הצפויה של אינפלציה על תשלומים עתידיים, כולל אפשרות כי עליית תביעות (“אינפלציית תביעות”) אינה זהה לעליית מדד המחירים לצרכן.

בעניין סוגיה זו יש לציין כי חלק מן החברות בארץ לא מהוונות את תשלומי התביעות העתידיים, ויש הרואים בכך רובד שמרנות במקום חישוב סטיית התקן על הרזרבות. גישה זו קיימת גם במדינות אחרות בעולם, אולם בהתאם לעמדת המפקח יש להבחין כי בישראל נהוג, בחישוב התחייבויות ביטוחיות, להצמיד תשלומי תביעות מהעבר ליום המאזן. לפיכך, העדר היוון תשלומים צמודים ליום המאזן משמעו הנחת היוון של 0% ריאלי, השונה מהנחה של 0% נומינאלי, הנהוגה במקומות אחרים בעולם, בהם תשלומים אינם מעודכנים ליום המאזן. זאת ועוד, בחירה בהיעדר היוון אינה פוטרת את האקטואר מתהליך הערכת נאותות העתודות המלא.

ג2. PHASE II של ה- IFRS

ביולי 2010 פרסמה הועדה הבינלאומית לתקני חשבונאות (IASB) טיוטת חשיפה לשלב השני לתקן בינלאומי 4 בנושא חוזי ביטוח. השינויים העיקריים שעלו בטיטות החשיפה היו:

- מדידה שונה של ההתחייבויות, בעיקר בביטוח חיים.
- ביטול הוצאות הרכישה הנדחות (DAC).
- שחרור עתודות עודף הכנסות על הוצאות בענפי רכב חובה וחבויות.
- פורמט הצגה חדש של דוח רווחי פ.

"פורום שווי הוגן" - FVF - Fair Value Forum

בהתאם לטיטוט החשיפה, ההתחייבויות הביטוחיות יחושבו כסכום המהוון של הממוצע המשוקלל של תזרימי המזומנים העתידיים, בתוספת מרווח סיכון (Risk adjustment) ובתוספת מרווח שיורי (Residual margin). כפועל יוצא, דוח רווח"פ אמור להציג את המרווח הביטוחי והמרווח הפיננסי בהתאם לשינויים ברכיבי ההתחייבויות הביטוחיות לעיל.

נכון לעכשיו עדיין לא ברור מה יעלה בגורל טיטוט החשיפה מאחר וחזרה לדיונים.

ד. שאלות לדיון

1. האם חברות הביטוח מתומחרות כיום בחסר והאם מחירי השוק צפויים להתיישר בטווח הארוך?
2. מידת הרלבנטיות של הערך הגלום והשינויים הנדרשים באופן חישובו, לרבות לעניין השימוש בשיעור הריבית חסר הסיכון.
3. מהי מידת ההשוואתיות של הערך הגלום? מרבית הפרמטרים בדוחות הערך הגלום מתבססים על מודלים פנימיים וניסיון העבר של כל חברה, ללא פרסום ההנחות המשמשות לחישובים בפועל.
4. האם התמורות החשבונאיות הצפויות בעתיד לא יחמירו את הפערים בין ההון העצמי לבין שווי השוק?
5. תוצאות חברות הביטוח מושפעות במידה רבה משוק ההון. האם יהיה נכון להציג בדוחות רווח חיתומי, ברמת ענפי פעילות, לצורך הערכת יכולת החברה להפיק רווחים מפעילותה החיתומית, ללא תלות ברווחי ההשקעות (בעזרת שימוש ברווחי השקעות מנורמלים, תוך שימוש בהנחת תשואה אחידה על יתרת הפתיחה של העתודות בכל חברה)?
6. האם אין זה נכון בחברות ביטוח, בהן מרכיב משמעותי של השקעות במכשירים ונכסים פיננסיים להשתמש רק בדוח הרווח הכולל ולא בדוח רווח והפסד? מה תורמת ההפרדה בין השניים בדוחות הכספיים של חברות הביטוח?
7. ההון המשני – מגדיל לכאורה סיכון החברות, לאור המינוף שהן לוקחות והודות להשקעת מרבית התמורה מההנפקות בשוק ההון. האם צריך בכלל לאפשר לחברות להנפיק הון משני. האם דרישת ההון צריכה להיות לגבי "הון הליבה" בדומה למהלך שננקט בבנקים (הוספת דרישת הלימות הון ליבה לדרישת הלימות ההון הכוללת), כלומר ללא מכשירי חוב כלל.

“פורום שווי הוגן” - FVF - Fair Value Forum

8. מודל הערכת השווי המתאים – DCF לתזרים השוטף הפנוי שמייצרות החברות או DDM (Discounted Dividend Method) על פי יכולתן לחלק דיבידנד, הכולל גם את הגידול בדרישות ההון. כלומר האם הגידול בהון הרגולטורי הלא מחולק מגדיל כשלעצמו את שווי החברה.
9. בעת חישוב הערכת שווי בתנאי הלימות הון, מפרידים בין הון נדרש המוצג בדיסקאונט מאחר וההכנסה הזקופה ממנו נמוכה משיעור ההיוון, והון עודף המוצג בשווי המלא. האם מודל זה נכון והאם הצגת ההכנסה הזקופה מהשקעות לרווח יציג צריכה להיות בשיעור ההיוון או בשיעור גבוה או נמוך ממנו?
10. האם ניתן לאמוד את החברות על פי התשואה להון ומכפיל ההון בדומה לבנקים.