

CSM Contractual Service Margin Risk Adjustment
Insurance Reserves Discount Rate
Liability Measurement

רווחיות גלומה בעידן IFRS 17 – ענף הביטוח הישראלי בהשוואה בינלאומית

מאי 2026

רו"ח יבגני אוסטרובסקי • רו"ח חגית מעטוף • רותם אוחיון • תומר בן-צבי

- שיעור רווחיות העסק החדש (*New Business CSM Margin*) של חברות הביטוח הישראליות מצוי בחלק העליון של טווח ההתפלגות ביחס לחברות הבינלאומיות שבמדגם – השוק הישראלי במאוחד עמד על 17.6% בשנת 2025, לעומת חציון של 8.4% בלבד במדגם הבינלאומי.
- יחס יצירת CSM מעסק חדש לשחרור CSM בשנת 2025 עמד במאוחד על כ-0.8 בשוק הישראלי במאוחד, אחרי שיפור ניכר בשנת 2025, לעומת יחס חציוני של כ-0.78 במדגם הבינלאומי.
- פרופיל שחרור ה-CSM הצפוי לטווח של 10 שנים משקף תמונה דומה יחסית בין ישראל (ברמת המאוחד) לבין חציון המדגם הבינלאומי, עם שיעור שחרור של כ-63% בישראל, לעומת כ-58% במדגם.
- על אף המאפיינים הספציפיים של חברות הביטוח בישראל, המדדים שנבחרו אינם מצביעים כשלעצמם - ברמת המאקרו ובכפוף למגבלות - על חריגות של תעשיית הביטוח בישראל ביחס למדגם שנבחר.

ניתוח פיננסי: ענף הביטוח לשנים 2024-2025

תמצית

נייר זה הינו ניתוח של ענף הביטוח בישראל בהשוואה בינלאומית על רקע יישום תקן IFRS 17, תוך התמקדות במרווח השירות החוזי (CSM) כמדד מרכזי לרווחיות הגלומה בחוזי הביטוח.

לצורך כך, נבחנו שלושה מדדים מרכזיים: (1) שיעור רווחיות העסק החדש—אומדן הרווח העתידי של חוזי ביטוח שנמכרו במהלך התקופות הנסקרות, עבור כל יחידת פרמיה מהוונת; (2) יחס יצירה למימוש—השוואה בין CSM שנוצר בעסק חדש לבין CSM המשתחרר מהרווח הגלום בתיק הקיים; ו-(3) פרופיל שחרור ה-CSM—מיפוי עיתוי וקצב ההכרה ברווחים לאורך טווחי זמן.

הניתוח והממצאים מוצגים למדגם של חברות ביטוח בישראל בהשוואה למדגם של חברות ביטוח ציבוריות מובילות בעולם, בהתייחס לשנים 2024-2025. כמו כן, המסמך דן במגבלות המדדים ובמגבלות השוואה הנובעות, בין היתר, מהנחות, שיקול דעת, ותצורות גילוי שונות.

על אף המאפיינים הספציפיים של חברות הביטוח בישראל – כדוגמת מערכת הרגולציה המקומית, סוגי המוצרים שנמכרים על ידי חברות הביטוח בהווה ביחס לעבר, אופן היישום של התקן והוראות המעבר שלו ועוד – המדדים שנבחרו אינם מצביעים, לפחות ברמת המאקרו ובכפוף למגבלות המדדים שנבחרו, על חריגות (או נחיתות) של תעשיית הביטוח בישראל ביחס למדגם הבינלאומי.

כך, ממצאי הניתוח עבור המדגם שנבחנו מצביעים על כך כי במדד שיעור רווחיות העסק החדש, החברות הישראליות נמצאות (במונחי חציון) בחלקו העליון של טווח ההתפלגות ביחס לחברות הבינלאומיות: החציון בישראל עמד על 15.3% בשנת 2025, לעומת 8.4% במדגם הבינלאומי (בשנת 2024: 14.0% ו-7.7%, בהתאמה). תמונה דומה מתקבלת גם במדד יחס היצירה למימוש בשנת 2025 (או יחס התחדשות ה-CSM) בה עמד החציון בקרב חברות הביטוח הישראליות על 0.82 לעומת 0.78 במדגם הבינלאומי. עם זאת, בשנת 2024 החציון בישראל היה נמוך יותר ועמד על 0.59 לעומת 0.75 במדגם הבינלאומי. כלומר, במדד זה ניכרת מגמת שיפור בישראל והתכנסות של החברות הישראליות לעבר מרכז ההתפלגות של החברות הבינלאומיות בשנת 2025. לבסוף, בפרופיל שחרור ה-CSM המצטבר לטווח של 10 שנים מתקבלת תמונה דומה בין ישראל (ברמת המאוחד) לבין החציון של המדגם הבינלאומי, כאשר בשנת 2025 עמד שיעור השחרור המצטבר עד סוף השנה ה-10 על 63.2% בישראל, לעומת 57.9% במדגם הבינלאומי (בשנת 2024: 64.5% ו-56.1%, בהתאמה).

ראוי להדגיש כי את הממצאים וההשוואות המוצגים במסמך זה יש לקרוא בזהירות ותוך התייחסות למגבלות המובנות במדדים ובמידע שעליו הם נשענים. בפרט, המדדים מבוססים על נתוני IFRS 17 הכרוכים בהנחות מהותיות ושיקול דעת (לרבות עקום היוון, Risk Adjustment, יחידות כיסוי, גבולות חוזה והקצאת הוצאות), ומושפעים מתמהיל המוצרים ומודלי המדידה (VFA, GMM, ו-PAA), וכן מהוראות המעבר והאופן שבו הן יושמו. בנוסף, קיימים פערים בפרקטיקת הגילוי וברחולוציית הנתונים בין חברות ומדינות, אשר עשויים להשפיע על מידת השוואתיות ועל פרשנות הפערים בין המדגמים. לבסוף, יש להביא בחשבון את מגבלות המדגם והנתונים (לרבות הרכב החברות שנכללו), כך שחלק מן השונות עשוי לבוע מהבדלים מתודולוגיים או מבניים ולא בהכרח משוני מהותי ברווחיות הכלכלית.

מבוא

תקן דיווח כספי בינלאומי 17 (IFRS 17), אשר עוסק בטיפול החשבונאי בחוזי ביטוח, ונכנס לתוקפו באירופה ובמדינות מובילות נוספות בעולם, כדוגמת קנדה ואוסטרליה, כבר בשנת 2023, נכנס לתוקפו בישראל החל מתחילת שנת 2025. התקן חולל שינוי יסודי באופן שבו חברות ביטוח מודדות ומציגות את רווחיותן.

בלב השינוי, עומד ה־**Contractual Service Margin (CSM)** (מרווח השירות החוזי), המשקף במהותו את הרווח העתידי הצפוי שגלום בחוזי הביטוח, אשר משתחרר על פי התקן לדוח רווח או הפסד בהדרגה לאורך תקופת מתן השירות הביטוחי (תקופת הכיסוי).

לצד כניסתו של התקן לתוקף, ראוי לציין כי בשנים האחרונות חלו מספר מגמות משמעותיות שהשפיעו גם הן על תוצאות חברות הביטוח המקומיות, וגם על התייחסות המשקיעים אליהן. מגמות אלו כוללות, בין היתר, את הגאות בשווקי ההון; העלייה בסביבת הריבית; השיפור המשמעותי בתוצאות ביטוחי הרכב (רכוש); הצמיחה המהירה בנכסים המנוהלים; וכן, החדירה לתחומי פעילות אחרים כדוגמת מתן אשראי או תיווך פיננסי. כל אלו ואחרים, ויש שיאמרו שגם כניסת התקן לתוקף, עשויים להסביר את הגאות המשמעותית שחלה בשנים האחרונות במניות חברות הביטוח המקומיות, עם עלייה של למעלה מ-**450%** במדד תל אביב ביטוח המקומי בשלוש השנים שקדמו למועד פרסומו של מאמר זה.¹

למרות שאחת ממטרות התקן היא ליצור מסגרת דיווח אחידה שתאפשר השוואה בין חברות ביטוח ברחבי העולם, בפועל, יישום התקן כרוך בהפעלת שיקול דעת בלתי מבוטל. זאת, בנושאים מהותיים כדוגמת שיעור ההיוון בו נעשה שימוש לשם המדידה של תזרימי מזומנים מהוונים, הגדרת התיקים והקבוצות החשבונאיים (אגרגציה), אופן ההצגה של השפעות מימוניות הנוגעות לחוזי ביטוח, אופן החישוב של תיאום בגין סיכון לא פיננסי (Risk Adjustment), רמת הפירוט שיש לכלול בביאורים לדוחות הכספיים ועוד.² מבלי לגרוע מהמכנה המשותף המשמעותי שהתקן יצר בין חברות הביטוח, בעיקר בדמות ה-CSM, ביאורי המפתח והמבנה הבסיסי של רווח או הפסד, עניינים כדוגמת אלו שצוינו לעיל עלולים בכל זאת להביא להבדלים בין הדוחות הכספיים של חברות ביטוח שונות בעולם, שאינם בהכרח נובעים משוני ממשי בפעולות. בישראל, נראה כי היקף שיקול הדעת הנוגע ליישום התקן ומבנה הדוחות הכספיים פחות ביחס לעולם, בין היתר עקב ההסדרה שננקטה על ידי רשות שוק ההון, ביטוח וחסכון בנושאים הנוגעים ליישום התקן, לרבות בסוגיות כדוגמת אלו שצוינו לעיל.

אחד מההיבטים המשמעותיים הנוגעים להשפעות התקן, מתייחס ליתרות למועד המעבר, המחושבות בעת מועד האימוץ שלו לראשונה. באופן בסיסי, נדרש היה לאמוד את התחייבויות ונכסי הביטוח וביטוח המשנה, כאילו התקן ייושם בדרך של 'מאז ומעולם' (יישום רטרוספקטיבי מלא, Full Retrospective Approach, FRA). ואולם, עקב היעדרה של יכולת פרקטית, במקרים רבים, לאמוד את היתרות באופן רטרוספקטיבי מלא, בין היתר בגלל מחסור בנתונים

¹ נכון ליום 16 באפריל 2026.

² להרחבה ולרקע על מגמות בדיווח הכספי לפי IFRS 17 בשוק העולמי, ראו גם מאמר שפורסם על ידי KPMG Ireland בתחילת חודש אפריל 2026 - [Insurance Accounting Advisory Quarterly \("From complexity to clarity: Insights from FY2025 IFRS 17 reporting"\)](#).

המתייחסים לתקופות קודמות, התקן כלל גם אפשרות ליישום של שתי גישות מעבר (Transition) מקלות. הראשונה בהן, המכונה גישה היישום למפרע המותאם (Modified Retrospective Approach, MRA), נועדה במהותה להביא לתוצאה שהיא מקורבת לחישוב רטרוספקטיבי מלא. האחרת, המכונה גישת השווי ההוגן (Fair Value Approach, FVA), מבססת את היתרות על סמך השווי ההוגן למועד המעבר – לרבות הפיצוי שהיה נדרש ממשותף שוק שהיה נוטל על עצמו את התחייבויות הביטוח. התקן כולל גמישות מובנית בבחירת גישת המעבר, מה שאפשר לחברות ביטוח בעולם לשלב בין גישות שונות עבור תיקים שונים, ואף לשלב בין גישות שונות עבור שנות חיתום שונות באותו תיק של מוצרי ביטוח, בהתאם לשיקול דעתן.

ואומנם, אחת ההשפעות הפוטנציאליות של הוראות המעבר – ובמיוחד גישת השווי ההוגן, היא שיפור פוטנציאלי בדפוס הרווחיות העתידיים של מוצרים מסוימים – וזאת כנגד קיטון בהון המוכר במועד המעבר. בין היתר בהקשר זה, גם רשות שוק ההון, ביטוח וחסכון פרסמה כללים מנחים ופרמטרים מרכזיים לאמידת השווי ההוגן של תיקי ביטוח וביטוח משנה במועד המעבר.

על פי מחקר גלובלי, במדגם שכלל 57 חברות ביטוח שיישמו לראשונה את התקן בשנת 2023, נראה כי גישת המעבר הנפוצה ביותר בקרב חברות המדגם הייתה לפי שווי הוגן.³ גם בישראל, לגבי חלק ניכר מאוד ממוצרי הביטוח הקיימים בתיקי החיים והבריאות, ובמיוחד במוצרים שאינם משווקים בהווה כדוגמת ביטוח סיעודי פרט, או ביטוחי מנהלים מהדורות הקודמים (ביטוח משתתף ישן), נעשה שימוש משמעותי בגישה זו.⁴

מעבר לשימוש הרווח בגישת השווי ההוגן, יש שיאמרו כי ישראל מאופיינת בסביבה רגולטורית מאתגרת בעולמות הביטוח, הכוללת פיקוח צרכני ויציבותי משמעותי – לרבות פיקוח על המחירים וקושי בתמחור או קביעה מחדש של תעריפים במוצרי ביטוח קיימים, מה שמייצר חשיפות דמוגרפיות וכלכליות ארוכות טווח לחברות הביטוח. על כך יש להוסיף את העובדה כי תמהיל המוצרים של חברות הביטוח הישראליות מאופיין במשקל משמעותי של מוצרים שאינם משווקים עוד; כך, בישראל קיימים תיקי ביטוח מהותיים במגזרי החיים והבריאות הנמצאים בדעיכה בכמות הפוליסות ('Run-off') ואינם משווקים עוד – בין אם בגלל היעדר כלכליות או בגלל שיקולים רגולטוריים. דוגמאות לכך, הן תיק ביטוח סיעודי (פרט) ותיקי פוליסות ביטוח המנהלים המשתתפות והמבטיחות הישנות (ששווקו עד לשנת 2004). על כך יש להוסיף גם את הקושי המשמעותי הקיים במכירה של פוליסות ביטוח מנהלים חדשות, בוודאי בהשוואה לחיסכון באמצעות קרנות פנסיה. כך, נכון לתום שנת 2025, ברמת השוק הישראלי, כ-46% מה-CSM בשוק הביטוח הישראלי, ברוטו (ללא ביטוח משנה), מקורו בפוליסות סיעוד וביטוחי מנהלים.^{5,6} משכך, תיקים אלו אומנם יתרמו לרווח העתידי באמצעות שחרור של CSM קיים (CSM Release) עד לאזילתם – אך מבלי שמוצרים מקבילים להם נמכרים בהווה.

³ ראו מחקר שפורסם על ידי KPMG ביום 18 באפריל 2025 (עמ' 31): [Insurers' full-year reporting under IFRS 17 and IFRS 9: Key observations from insurers' first full-year reports under the new accounting standards](#).

⁴ להרחבה לגבי גישות המעבר שיושמו על ידי חברות הביטוח בישראל, ראו סקירת סיכום תשעת החודשים הראשונים של שנת 2025 בענף הביטוח, שפורסמה על ידי KPMG ישראל בדצמבר 2025, הדנה, בין היתר, בגישות המדידה למועד המעבר שיושמו בחברות הביטוח הגדולות בישראל (עמ' 48).

⁵ הנתונים מתבססים על נתוני [Insurance360 \(beta\) של KPMG ישראל](#).

⁶ יובהר כי הגילוי בדוחות הכספיים מוצג עבור פוליסות המבטיח ובסכום אחד עבור הפוליסות המשתתפות (הן משתתף ישן – עד 2004, והן משתתף חדש – לאחר 2004). בהיעדר מידע נפרד לגבי פוליסות ביטוח המנהלים של המשתתף הישן, השיעור שצוין לעיל כולל גם את פוליסות המשתתף החדש. עם זאת, בשנים האחרונות ניכרת האטה משמעותית בהנפקת פוליסות מנהלים חדשות, ולפיכך להערכתנו עיקר תיק המשתתף (ישן וחדש) מצוי בדעיכה ('Run-off').

מובן, כי כנגד זאת קיימים מוצרים אחרים המשווקים בישראל אשר יכולים ליצור CSM חשבונאי חדש (בפרט - פוליסות הוצאות רפואיות, מחלות קשות וכיוצא בזה ללא חיסכון – ריסק).

השאלה שמאמר זה מבקש לבחון, אפוא, היא האם מאפייני השוק הישראלי, ובכלל זה מידת הפיקוח הרגולטורי והתחרות, לצד דפוס היישום לראשונה של התקן ומבנה תיק המוצרים בישראל, מביאים (ברמת המאקרו) לשונות משמעותיות בדפוסים המתייחסים למרווח השירות החוזי (CSM), ביחס לאלה הנצפים בשווקים הבינלאומיים?

בסוף חודש מרץ 2026 פורסמו לראשונה בישראל הדוחות הכספיים המלאים על פי התקן. דוחות אלו כללו, לראשונה, גם גילויים בהיקף משמעותי על מידת הרווחיות של עסק חדש (פוליסות חדשות ששווקו), דפוס הפריסה החזויים של רכיב ה-CSM ונתונים נוספים. משכך, העיתוי הנוכחי מאפשר לבצע בחינה ראשונית לשאלה שהוצגה לעיל. מאמר זה משתמש בשלושה מדדים מרכזיים, המבוססים כולם על IFRS 17, ועל מרווח השירות החוזי (CSM), כדי לבצע את ההשוואה בין חברות הביטוח בישראל לבין מדגם של חברות ביטוח נבחרות בעולם. המדדים המרכזיים שנבחרו הינם: מידת הרווחיות החזויה של העסק החדש; קצב היצירה של מרווח שירות חוזי חדש ביחס לשחרור המרווח בעסק הקיים; וכן, פרופיל הזמן שבו הרווחים צפויים להשתחרר לדוח רווח והפסד בגין חוזי ביטוח קיימים.

המחקר מבוסס על מדגם של 27 חברות ביטוח ציבוריות: 8 חברות ביטוח ישראליות ו-19 חברות בינלאומיות מאירופה, אסיה, קנדה, אוסטרליה ואפריקה. הניתוח נשען על דוחות כספיים שנתיים רשמיים בלבד לשנים 2024–2025. IFRS 17 כולל מודלי מדידה שונים: מודל ה-GMM (General Measurement Model) שהוא המודל הכללי של התקן, מודל ה-VFA (Variable Fee Approach) לחוזים משתתפים ברווח כדוגמת ביטוחי המנהלים, ומודל ה-PAA (Premium Allocation Approach), המהווה גישה פשוטה יותר שנועדה לחוזי ביטוח בעלי תקופת כיסוי קצרה (שכיח בעיקר בביטוח כללי) ושבמסגרתו לא מוכר רכיב CSM. כיוון שהמחקר מתמקד ברכיב ה-CSM, הניתוח מתייחס לחוזים הנמדדים במסגרת מודלי ה-GMM וה-VFA בלבד. בנוסף, ביטוחי משנה מוחזקים (reinsurance contracts held) הוחרגו אף הם מהמדגם, וזאת בשל השונות המהותית בין חברות הביטוח בהיקפי ביטוחי המשנה ובשיעורי הכיסוי הנגזרת בין היתר מתיאבון הסיכון הייחודי של כל חברה, אשר עלולה לפגוע ביכולת ההשוואה בין החברות בהקשרי המחקר. לפרטים נוספים ביחס לאופן שבו נבחרו חברות המדגם הגלובלי, ראו להלן.

נסייג ונאמר כי רמת המורכבות הגדולה הנלווית לענף הביטוח, ובכלל זה ההבדלים הפרטניים בין אופי הפעילות של כל חברה וחברה בארץ ובוודאי בעולם, לצד הבדלים חשבונאיים, רגולטוריים ואחרים, יכולים להביא לכך שניתן להסביר ביותר מדרך אחת את הממצאים השונים ביחס לחברות פרטניות. משכך, אנו סבורים כי יש להביט בנתונים ובממצאים בעיקר ברמת המאקרו.

מדדי המחקר

מדד 1 - שיעור רווחיות העסק החדש (New Business Profitability Ratio)

$$\frac{\text{CSM New Business}}{\text{PV Premiums New Business}}$$

מה המדד בודק?

מדד שיעור רווחיות העסק החדש בוחן את רווחיות העסק החדש באמצעות אומדן הרווח העתידי שהחברה צפויה להפיק מכל יחידת פרמיה מהוונת בגין חוזי ביטוח חדשים, כפי שהוא משתקף במועד ההכרה לראשונה בהם. זהו ניסיון לבחון לא רק את היקף המכירות של החברה אלא עד כמה "רווחיות" המכירות החדשות שלה, לפחות לפי ההנחות האקטואריות והפיננסיות למועד המכירה.

כיצד יש לבחון את התוצאה?

ערך גבוה עשוי להעיד על רווחיות גלומה יותר בחוזים החדשים, למשל בשל תמחור או חיתום שמגלמים באופן מיטבי את הסיכון והעלות הצפויה, כתוצאה מתמהיל מוצרים איכותי ו/או רווחי יותר, או מניהול יעיל יותר של עמלות סוכנים או עלויות מכירה ישירה. לעומת זאת, ערך נמוך עשוי להעיד רווחיות נמוכה יותר בחוזים החדשים למשל בשל לחץ תחרותי ותמחור אגרסיבי, תמהיל פחות רווחי (למשל שיעור גבוה יותר של חוזים בעלי מרווח נמוך), או היקף גבוה יותר של עמלות והוצאות. המדד מהווה קירוב עדכני ל- New Business Margin (למשל בגישות Solvency II או Embedded Value) שהיה מקובל בענף ביטוח החיים לפני IFRS 17. יש לציין, כי מדד רווחיות גבוה, עשוי לאפשר לחברה להתמודד באופן טוב יותר עם הרעה בתוצאות הפוליסות שנמכרו, למשל, עקב עלייה בהיקפי התביעות הצפויות.

יחס נמוך

פחות רווח עתידי לכל יחידת פרמיה

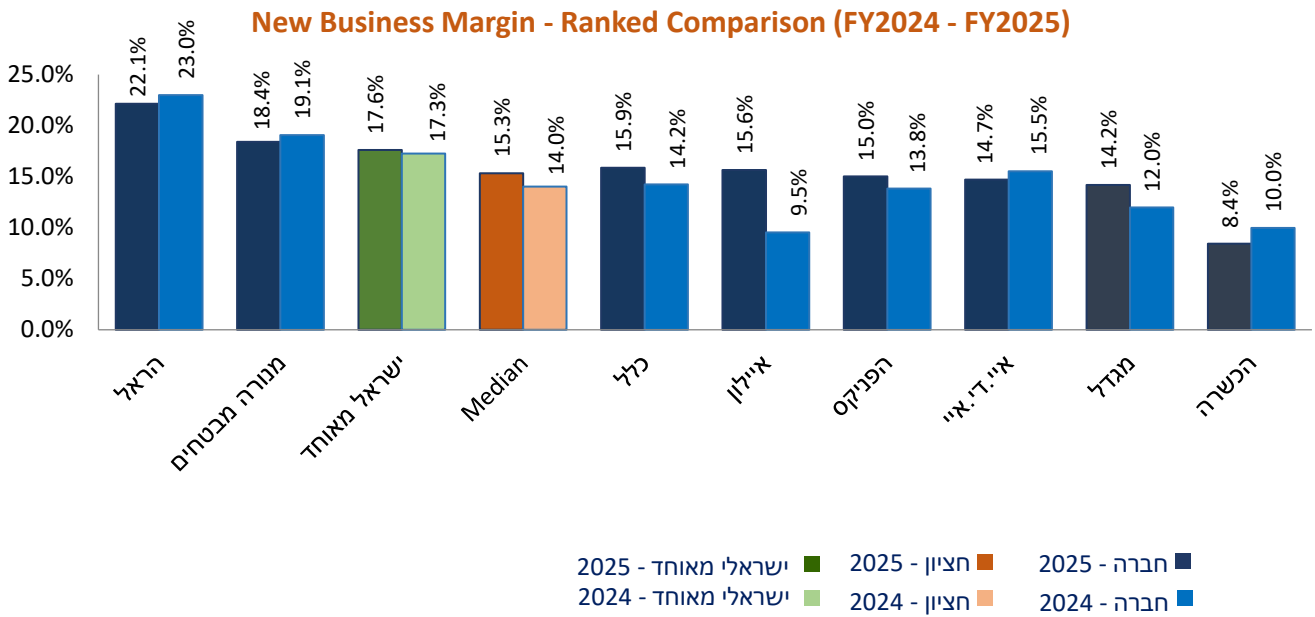
יחס גבוה

יותר רווח עתידי לכל יחידת פרמיה

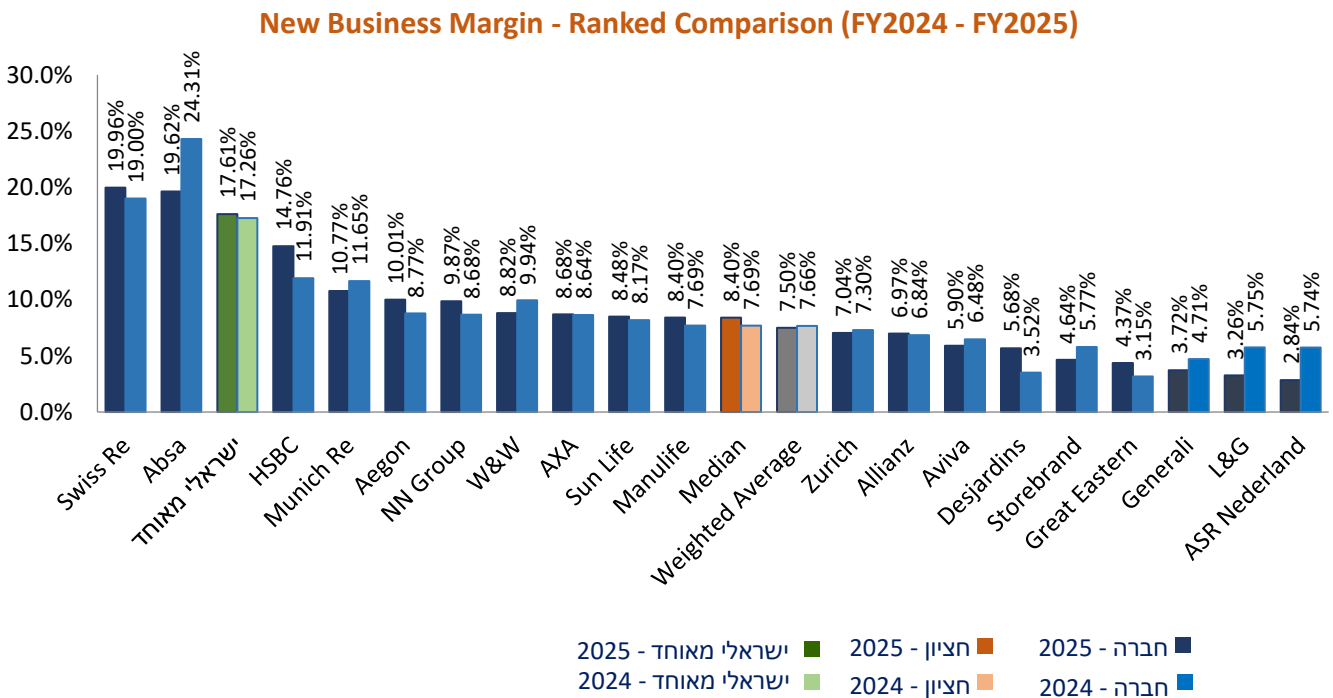
מגבלות מרכזיות:

המדד רגיש להנחות ולשיקול דעת הנובעים מיישום IFRS 17 (כגון אופן האמידה של תיאום הסיכון - Risk Adjustment, אופן הקביעה של גבולות החוזה, אופן הקצאת ההוצאות, או ההנחות הפיננסיות כדוגמת ריבית ההיוון). לכן, שינויים במדד יכולים לבוע גם משונות בהנחות או בסביבה הכלכלית (למשל ריבית) ולא רק משינוי באיכות העסק החדש. בנוסף, לא כל פעילות מייצרת CSM. כך למשל, חוזי ביטוח קצרים, כדוגמת ביטוח רכב, מטופלים לעיתים בגישת ה-PAA, וקיימים גם חוזים שאינם בתחולת IFRS 17 ולא מחושב בגינם CSM, כגון פוליסות השקעה. לכן, המדד משקף את איכות העסק החדש **שמייצר CSM** ולא בהכרח את כלל המכירות החדשות או את כלל מקורות הרווח של חברת הביטוח. לבסוף, קיימת אי-התאמה מובנית בין רכיבי המדד, הערך הנוכחי של הפרמיות מתייחס לכלל החוזים החדשים שנמכרו, בעוד ש-CSM נוצר רק עבור החוזים הרווחיים ואילו מוכר הפסד מיידי בגין חוזים מפסידים. לכן, המדד מושפע גם מתמהיל העסק החדש בין חוזים רווחיים לבין חוזים מכבידים.

תרשים 1. שיעור רווחיות העסק החדש בחברות הביטוח הישראליות לשנים 2024-2025



תרשים 2. שיעור רווחיות העסק החדש בחברות הביטוח הבינלאומיות לשנים 2024-2025



ניתוח הממצאים

חברות ישראליות

ערכי מדד שיעור רווחיות העסק החדש בקרב חברות הביטוח הישראליות שנכללו במדגם בשנת 2025 נעים בין 8.4% ל-22.2%, סביב חציון של 15.3%. הראל, ולאחריה מנורה, בולטות לחיוב. לעומת זאת, בקרב יתר החברות מתקבלת תמונה של שוק הומוגני יחסית, עם מספר מצומצם של חריגים.

מעניין לציין כי בניתוח המדד **בפיצול בין מגזר ביטוח החיים לבין מגזר ביטוח הבריאות עולה כי ברוב החברות מגזר הבריאות מציג ערך גבוה יותר של שיעור רווחיות ביחס למגזר החיים (כ-19.9% בהשוואה לכ-15.4% בממוצע, בשנת 2025)**. בהקשר זה, ניתן לפרש את הערך הגבוה בחברות מסוימות כמשקף, בין היתר, תמהיל מוצרים מוטה למוצרי בריאות. כך, נראה כי ניתן להסביר את השיפור הניכר במדדי הרווחיות של איילון חברה לביטוח בין היתר באמצעות שינוי תמהיל העסק החדש בשנת 2025 לטובת מוצרי הבריאות. מגזר ביטוח הבריאות בישראל נהנה מרוח גבית עם CSM ברוטו ממכירות עסק חדש של כ-2.5 וכ-1.8 מיליארד ש"ח, לצד תוספת של כ-0.5 וכ-2.3 מיליארד ש"ח נוספים כתוצאה מעדכון הנחות דמוגרפיות – בשנים 2025 ו-2024, בהתאמה. האמור הביא את סך ה-CSM במגזר זה לכ-38.5 מיליארד ש"ח. מגזר ביטוח החיים בישראל אופיין במכירות עסק חדש עם CSM של כ-2.2 וכ-1.9 מיליארד ש"ח, לצד תוספת של כ-1 וכ-0.6 מיליארד ש"ח נוספים כתוצאה מעדכון הנחות דמוגרפיות – בשנים 2025 ו-2024, בהתאמה. עם זאת, עדכוני ההנחות המהותיות במגזר החיים מתייחסים בעיקרם למוצרי חיסכון ותיקים, שאינם נמכרים בשנים האחרונות.

חברות בינלאומיות

במדגם הבינלאומי לשנת 2025 מתקבל פיזור רחב יותר ביחס לזה של הישראלי, והמדד נע בין 2.84% ל-19.96%, עם חציון של 8.4%. בקצה העליון בולטות בעיקר Swiss Re, Absa ו-HSBC.

לגבי Swiss Re, ראוי לציין כי המדד מתייחס למגזר Corporate Solutions בלבד, תחום העוסק בחוזי ביטוח רכוש וחבויות (ביטוח כללי), ומטופל במודל GMM, אך אינו כולל את יתר המגזרים המורכבים בעיקר מביטוח משנה מונפק. ייתכן כי העובדה שהמדד עבור Swiss Re מתמקד בביטוח הכללי, או מאפיינים פרטניים אחרים, תורמים לשונות ברווחיות ביחס לחברות האחרות.

בניתוח השינויים בין 2024 ל-2025, חברת Absa מסבירה את הירידה במדד על רקע ירידה ב-Credit Life וחיזוק הנחות או שינויי מודלים, שקוזזו חלקית באמצעות צמיחה במוצרים דיגיטליים ובמוצרים שהם Fully-underwritten וכן כתוצאה משחרורי מרווח. מנגד, HSBC מסבירה את העלייה על רקע מכירות חזקות בהונג-קונג, עלייה במכירת מוצרים המאופיינים ברווחיות גבוהה והשפעת איחוד ערוץ ההפצה הבנקאי.

במחקר שפורסם על ידי KPMG באפריל 2026, אשר מבוסס על מדגם של 55 חברות ביטוח, עלה כי שיעור רווחיות העסק החדש בשנת 2025 עומד על כ-10% באזור אסיה והפסיפיק, כ-8% באזור אירופה, כ-7.8% באזור אמריקה, וכ-

15.8% באזור אפריקה. יש לציין כי במדגם זה, חלק מן החברות ערכו התאמות מסוימות ליחס, כדוגמת התחשבות בביטוח משנה, התאמות בגין חוזים מכבידים, התאמות בגין זכויות שאינן מקנות שליטה ועוד. באופן כללי, ניתן לראות כי גם ביחס למדגם זה, שיעור הרווחיות מעסק של השוק בישראל הינו גבוה.⁷

השוואה בין החברות הישראליות לחברות הבינלאומיות

במדד שיעור רווחיות העסק החדש, החברות הישראליות במדגם נמצאות בטווח העליון יחסית לחברות ביטוח בינלאומיות גדולות אחרות, לפחות מבין אלו שנכללו במדגם, למעט Absa ו-Swiss Re בשתי השנים שנבחנו. משכך, לפחות ברמת המאקרו, ממצא זה אינו תומך בהנחה לפיה שיעור רווחיות העסק החדש בישראל נמוך יותר מזה של החברות הבינלאומיות, על רקע המאפיינים המבניים שתוארו לעיל – ואף משקף תמונה לפיה רווחיות העסק החדש המטופל לפי מודלי GMM או VFA אינה נמוכה ביחס לנצפה בחברות המדגם.

מסקנה: הממצאים מצביעים על כך כי, לפחות במדגם ובתקופות שנבחנו, שוק הביטוח הישראלי מציג רווחיות גלומה שאינה נחותה ביחס לחו"ל, במונחי יצירת CSM לכל יחידת פרמיה מהוונת עתידית חזויה בעסק חדש, וזאת בהשוואה לרוב החברות הבינלאומיות שנכללו במדגם. עם זאת, נסייג ונאמר שבשים לב לשונות המשמעותית שיש בין חברות המדגם, ייתכנו הסברים מגוונים לרמות הרווחיות השונות. בנוסף, ייתכן כי הרחבת המדגם הייתה משקפת תמונה שונה. הבדלים בהנחות האקטואריות והפיננסיות המשמשות לחישוב מידת הרווחיות החזויה, עשויים להביא גם הם לרמות שונות של רווחיות, בין החברות בישראל וגם בין החברות בחו"ל.

מדד 2 - מדד יחס היצירה למימוש (CSM Creation-to-Release Ratio)

$$\frac{\text{CSM New Business}}{\text{CSM Release}}$$

מה המדד בודק?

מדד יחס היצירה למימוש ("יחס התחדשות ה-CSM") בוחן האם החברה בונה את מאגר הרווחיות העתידית שלה מהר יותר מכפי שהיא מממשת אותו. מדד זה משווה בין ה-CSM שנוצר מחוזים חדשים בתקופה לבין ה-CSM שהוכרז בהכנסה שוטפת באותה תקופה מתוך התיק הקיים, עקב אספקת כיסוי ביטוחי שוטף.

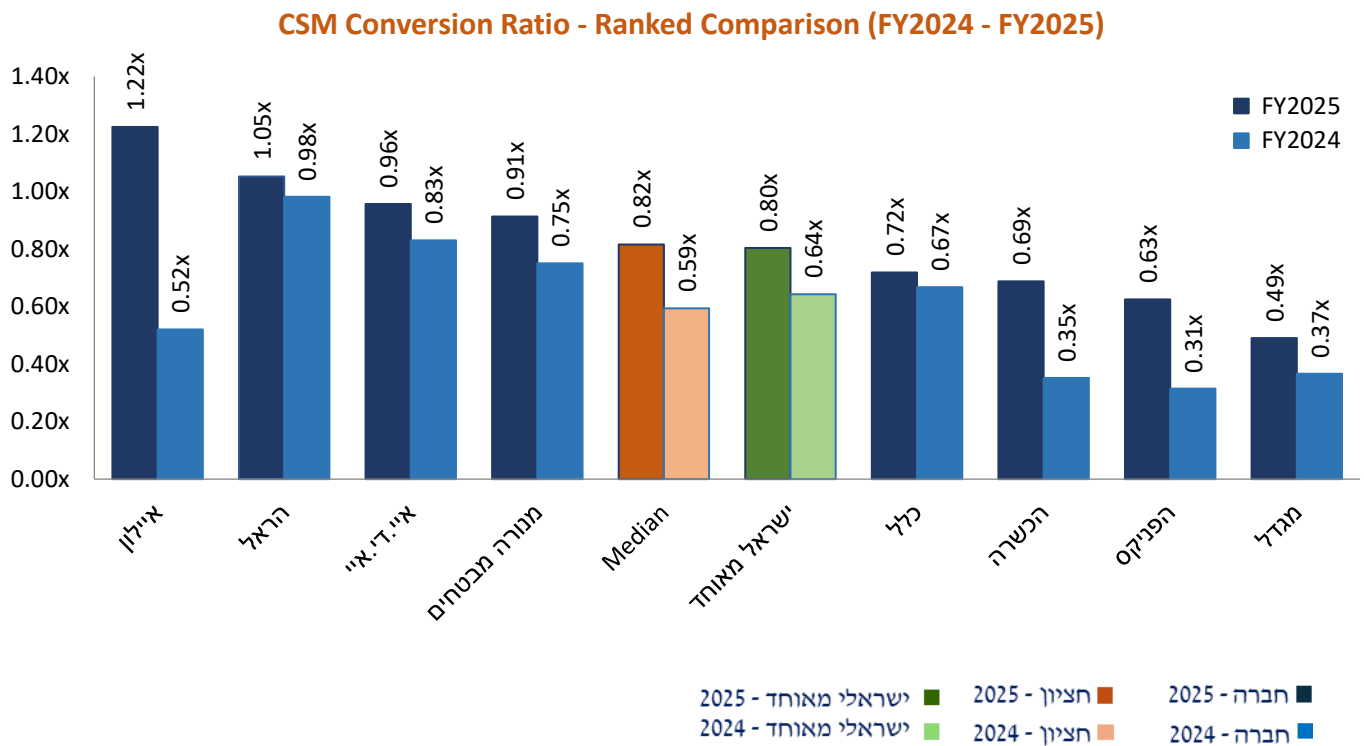
כיצד יש לבחון את התוצאה?

יחס הגבוה מ-1 מעיד שקצב היצירה של הרווחיות העתידית עולה על קצב המימוש שלה, כלומר החברה מחליפה (ואולי אף מגדילה) את "מלאי הרווח העתידי" שלה משירותי חיתום, לפחות בחוזי ביטוח ארוכי טווח. ניתן לפרש מצב זה כתומך בפוטנציאל רווח עתידי יציב או צומח. יחס הנמוך מהותית מ-1 עשוי להעיד כי בהיעדר התפתחויות דמוגרפיות או פיננסיות חיוביות, קצב המימוש של מאגר הרווחיות העתידית של החברה עולה על קצב היצירה שלו, כלומר, "מלאי הרווח העתידי" עשוי להישחק. הדבר עשוי לשקף מצב בו העסק החדש אינו מספיק בהיקפו או במידת רווחיותו כדי לקזז את השחיקה הטבעית (run-off) שחלה בתיק הביטוח הקיים עקב חלוף הזמן (למשל, עקב תמהיל פחות רווחי, לחץ תחרותי, עלייה בעמלות, עלייה בתביעות או שמרנות בהנחות). יחס הקרוב ל-1 עשוי ללמד על יציבות יחסית בהיקף ה-CSM על פני זמן.

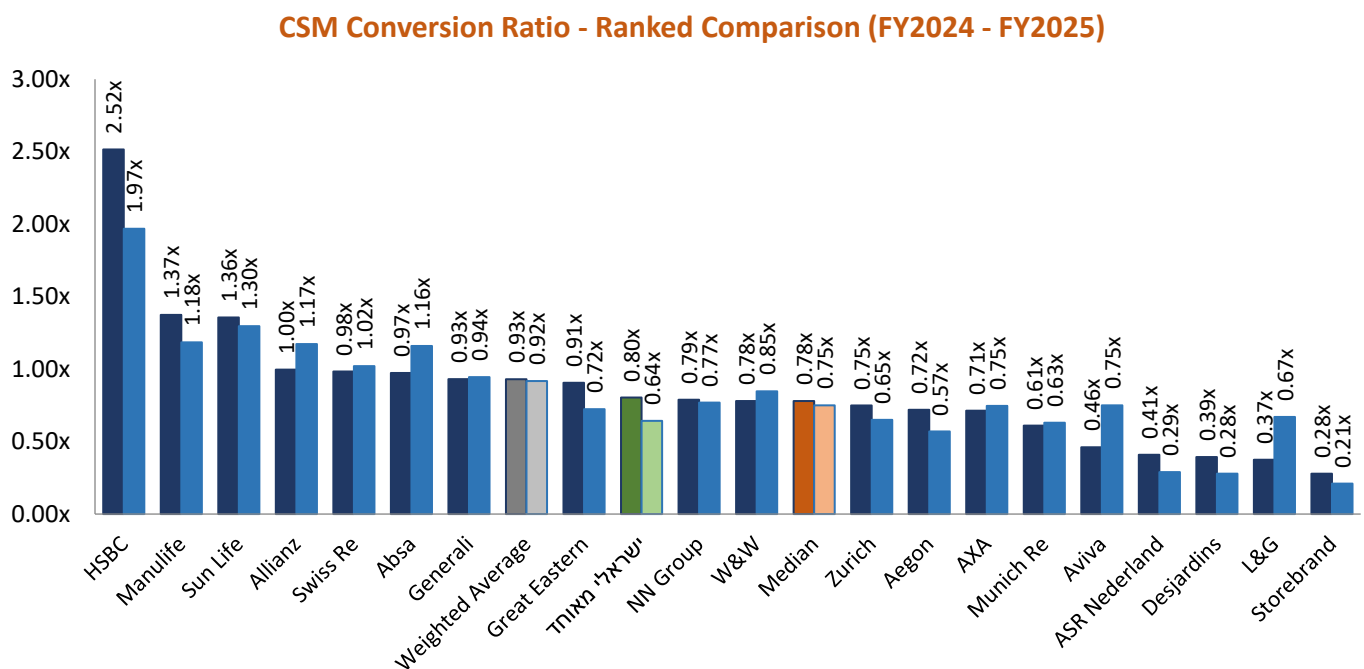
מגבלות מרכזיות:

מדד זה עשוי להיות מושפע באופן מהותי מקצב שחרור ה-CSM לרווח, וקצב זה נקבע בעיקר לפי משך תקופת הכיסוי והאופן שבו החברה מגדירה ומיישמת את "יחידות הכיסוי" (coverage units) לצורך שחרור ה-CSM. כך למשל, חברות עשויות להוון את יחידות הכיסוי, ובכך להביא להאצה מסוימת בקצב השחרור. בהתאמה, היחס האמור ייפגע – ולהיפך. בנוסף, חברות עם תיק קיים שהוא ארוך-טווח (כלומר, תיק עם תקופת כיסוי ביטוחי ארוכה) עשויות לשחרר פחות CSM בכל תקופה נתונה, כתלות בתמהיל העסק בהשוואה לחברות אחרות. כמו כן, המדד רגיש להנחות ולכיוול (למשל Risk Adjustment) ולסביבה הכלכלית, לרבות הנחות הריבית, אשר משפיעים הן על ה-CSM הנוצר בעסק חדש והן על תנועת ה-CSM ושחרורו לאורך זמן. לכן, שינוי ביחס יכול לנבוע גם משינוי בהנחות או בפרמטרים פיננסיים. מעבר לכך, היחס מושפע גם מבגרות ותמהיל התיק הקיים (ולא רק מאיכות העסק החדש). מסיבה זו, קיימות בישראל חברות המציגות את המדד בנפרד למוצרי צמיחה ול-'מוצרי דעיכה' (מוצרים המצויים ב-Run-off). לבסוף, גישות המעבר ל-IFRS 17 עשויות להשפיע על רמות ה-CSM ההתחלתיות ועל דפוסי השחרור בשנים הראשונות. מסיבות אלו, מבטחים מסוימים מדגישים שהמדד שימושי יותר כאשר קוראים אותו לצד מדד "פרופיל שחרור ה-CSM" (קצב השחרור הצפוי לאורך זמן). עוד יצוין כי, המדד משקף אך ורק מוצרים המטופלים במודלי GMM ו-VFA. משכך, הוא אינו משקף את הצמיחה הנובעת ממוצרי ביטוח אחרים, או מפעילויות משיקות של חברות הביטוח.

תרשים 3. מדד יחס היצירה למימוש בחברות הביטוח הישראליות לשנים 2024-2025



תרשים 4. מדד יחס היצירה למימוש בחברות הביטוח הבינלאומיות לשנים 2024-2025



ניתוח הממצאים

חברות ישראליות

ערכי מדד יחס יצירה למימוש בקרב חברות הביטוח הישראליות שנכללו במדגם בשנת 2025 נעים בין 0.49 ל-1.22, סביב חציון של 0.82. שנת 2025 התאפיינה באופן רוחבי בתוצאות טובות יותר ביחס לשנת 2024, שבה המדד נע בין 0.52 ל-0.98, עם חציון של 0.59, כאשר כל החברות במדגם, למעט הראל, היו מתחת ל-0.75. השינוי ביחסים בין השנים מצביעים על מעבר מרמת "שחיקה יחסית" של מאגר ה-CSM בשנת 2024 (יחס נמוך יותר), לרמה קרובה יותר ליציבות בשנת 2025 (יחס גבוה יותר).

בניתוח השינויים בין 2024 ל-2025, ניתן לראות כי השיפור במדד מוסבר בעיקר באמצעות עלייה ב-CSM עסק חדש (המונה) ובחלק מהחברות גם מירידה בשחרור ה-CSM (המכנה).

באופן בולט, איילון מציגה, בדומה למדד הרווחיות בעסק החדש, שיפור משמעותי ב-CSM בגין עסק חדש, המיתרגם באופן טבעי גם לעלייה ביחס יצירה למימוש.

הפניקס והכשרה מציגות אף הן שיפור, אשר נראה כנגזר מגידול בהיקפי מכירות עסק חדש, ובהתאמה מגידול ב-CSM בגין עסק חדש. כלומר, השיפור משקף אפקט נפח (volume effect) של יותר עסק חדש שמייצר יותר CSM, בעיקר בבריאות. בנוסף, ירידה בסכומי שחרור ה-CSM ביחס לשנת 2024 בחברות אלו תרמה אף היא לעלייה ביחס (אפקט "מכנה" קטן יותר).⁸

נראה כי מגדל נמצאת בשתי שנות המדגם בטווח התחתון. דפוס זה עשוי להיות מוסבר, לפחות חלקית, בהיקפי מכירות עסק חדש נמוכים יותר (במונחי ערך נוכחי של תחזית פרמיות עתידית שנמכרה) ביחס לחברות הביטוח הגדולות האחרות בישראל (למעט איילון, הכשרה ואי.די.איי), בתמהיל מכירות מוטה מוצרי חיים, אשר, כפי שתואר במדד הראשון לעיל, נוטה לשקף שיעורי רווחיות נמוכים יותר בישראל ביחס לתמהיל מוטה בריאות, וכן, בשחרור CSM בלתי מבוטל במוצרים המצויים ב-Run Off כדוגמת ביטוחי מנהלים.

חברות בינלאומיות

בדומה למדד הראשון, במדגם הבינלאומי לשנת 2025 מתקבל פיזור רחב יותר ביחס לישראל: המדד נע בין 0.28 ל-2.52, עם חציון של 0.75. בקצה העליון בולטות בעיקר HSBC, Manulife ו-Sun Life, אשר הציגו יחס העולה על 1 בשתי שנות המדגם. דפוס זה מעיד על כך שבחברות אלה קצב יצירת ה-CSM בעסק חדש עולה על קצב המימוש (CSM Release) באופן התומך בהתרחבות מאגר ה-CSM לאורך זמן.

⁸ על פי נתוני KPMG במסגרת Insurance360 (beta), סך הערך הנוכחי של תחזית הפרמיות העתידיות בשוק הישראלי עומד על 26,753 מיליון ש"ח בשנת 2025, לעומת 21,590 מיליון ש"ח בשנת 2024. בפרט, הערך הנוכחי של תחזית הפרמיות העתידיות עומד על 1,341 מיליון ש"ח באיילון (2025) לעומת 758 מיליון ש"ח (2024); על 4,326 מיליון ש"ח בהפניקס (2025) לעומת 2,605 מיליון ש"ח (2024); ועל 264 מיליון ש"ח בהכשרה (2025) לעומת 156 מיליון ש"ח (2024). [לכלי ה- Insurance360 \(beta\) של KPMG](#) – לחצו כאן.

בחברות אלו, ובפרט ב-HSBC, ניתן להבחין בשילוב של גידול בהיקפי העסק החדש (במונחי ערך נוכחי של תחזית פרמיות עתידית), בקצב גבוה יחסית לקצב הגידול בשחרור ה-CSM ושל שיפור ברווחיות העסק החדש, המתורגם ל-CSM.

מנגד, Aviva מסבירה את הירידה ביחס באמצעות קיטון בנפחי העסק החדש בתחום ה-Bulk Purchase Annuities (BPA), שחזרו לרמות "נורמליות" לאחר שנת 2024 שהייתה חריגה בנפחי המכירות. בהתאם, הדבר משתקף בירידה בהיקפי העסק החדש (במונחי ערך נוכחי של תחזית פרמיות עתידית) בשנת 2025 לעומת 2024, ולכן תורם לירידה ב-CSM מעסק חדש ולירידה ביחס יצירה למימוש.

השוואה בין החברות הישראליות לחברות הבינלאומיות

גם כאן, בשנת 2025, התפלגות החברות הישראליות מתקרבת למרכז ההתפלגות של החברות הבינלאומיות, לאחר התחזקות ניכרת ביחס לשנת 2024. במונחי מדד, שנת 2025 מציגה "התכנסות" של ישראל סביב ערכים אופייניים יותר למדגם הבינלאומי (בקרב החציון הבינלאומי), בעוד 2024 הצביעה על פער גדול יותר כלפי מטה. נראה כי גם ממצא זה סותר את ההנחה, שלפיה השוק הישראלי צפוי להציג יחס יצירה למימוש נמוך יותר בהשוואה לחו"ל (לאור מאפיינים מבניים שתוארו לעיל). ואולם, שחיקה במידת הרווחיות במגזרי הבריאות בישראל, למשל עקב אפקטים ארוכי טווח כתוצאה מהשפעות הרפורמות המהותיות שנערכו בכיסויים בענף, עשויה להביא לירידה משמעותית במיקום החברות בישראל במדד.

אחד החששות שהמדד עשוי לבחון, הוא האם בעקבות יישום של גישות מעבר שמשקפות ערכי CSM שאינם ברי קיימא לאורך זמן, צפויה לחול ירידה ב-CSM שלהן בעתיד. מצד אחד, ניתן לראות כי גם בקרב חברות המדגם בחו"ל וגם בישראל תוצאות היחס מאכזבות במידת מה, ונמוכות מ-1 ברוב החברות שנדגמו. מצד שני, תוצאת החברות בישראל אינה חריגה, בוודאי לא לרעה, ביחס למדגם חו"ל. במובן זה, המדד עשוי לרמז כי היקף שחרור ה-CSM שנוצר בישראל כתוצאה מגישות המעבר השונות, אינו מביא לשחרור בהיקפים חריגים בהשוואה ל-CSM שנוצר מעסק חדש.

מסקנה: בשנת 2025 ישראל מתקרבת למרכז ההתפלגות הבינלאומית במדד יחס היצירה למימוש, לאחר שיפור משמעותי ביחס לשנת 2024.

מדד 3 - פרופיל שחרור ה-CSM (CSM Release Duration Profile)

Expected Release: Short-term | Medium-term | Long-term

מה המדד בודק?

מדד פרופיל שחרור ה-CSM מתאר את הקצב והעיתוי בו הרווח הגלום במאגר ה-CSM בגין התיק הקיים של החברה צפוי להשתחרר לדוח רווח או הפסד לאורך השנים הבאות לפי טווחי זמן. דפוס השחרור נשען על העקרון של IFRS 17 שלפיו ה-CSM משתחרר בהתאם לשירות שהחברה מספקת לאורך תקופת הכיסוי, באמצעות מנגנון "יחידות כיסוי" (coverage units). המדד ממפה את יתרת ה-CSM לפי אופק הזמן הצפוי לשחרורה, ומספק תמונה תמציתית של משך החיים (או אופק המימוש) של הרווחיות העתידית הגלומה בתיק הביטוח הקיים.

כיצד יש לבחון את התוצאה?

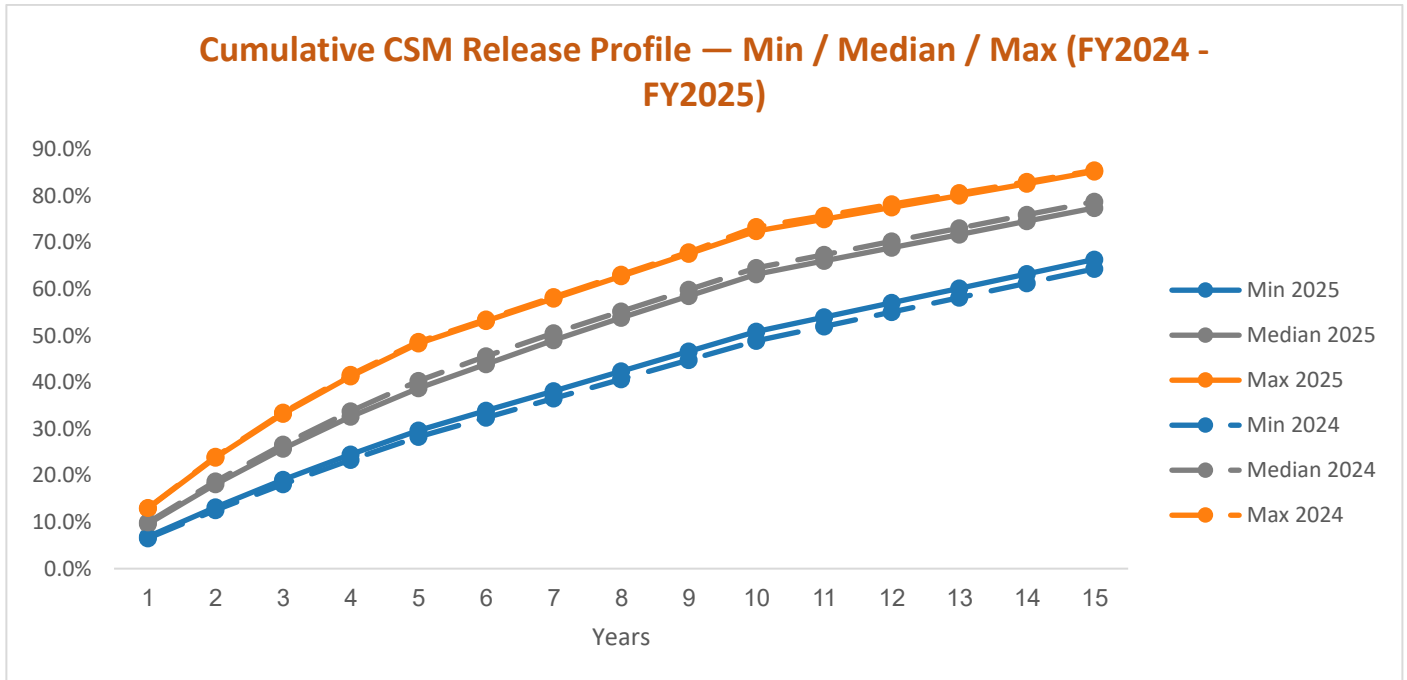
פרופיל שחרור קצר (קרי, ריכוז גבוה של שחרור ה-CSM בטווחי הזמן הקרובים) מאפיין בדרך כלל תיקים שבהם הרווחיות החשבונאית מהתיק הקיים צפויה "להבשיל" מהר יותר, לרוב בתיקים בעלי תקופות כיסוי קצרות כמו ביטוח כללי (המטופל בגישת ה-GMM) או ביטוח בריאות קצר-טווח. פרופיל שחרור ארוך (ריכוז משמעותי של השחרור בטווחים רחוקים יותר) מאפיין תיקים שבהם הרווחיות מתפרסת על פני שנים רבות, לרוב בתיקים עם תקופות כיסוי ארוכות, למשל ביטוחי חיים וחיסכון ארוך-טווח או ביטוחי בריאות ארוכי-טווח, ולכן השחרור התקופתי נמוך יותר וההכרה ברווח "נפרסת" על פני שנים רבות.

פרופיל שחרור קצר מביא לרווח חשבונאי גבוה יותר ביחס להיקף CSM נתון, אך מצד שני, החברה גם נדרשת למכירה שוטפת של עסק חדש בהיקף גבוה יותר כדי לתמוך ברווחיות גם בעתיד. פרופיל שחרור ארוך מביא אומנם לרווח חשבונאי נמוך יותר ביחס ליתרות ה-CSM, אך רווח זה הינו עקבי יותר מתקופה לתקופה – ובמקרה של דעיכה במכירות העסק החדש, הירידה ברווחיות תהיה איטית יותר.

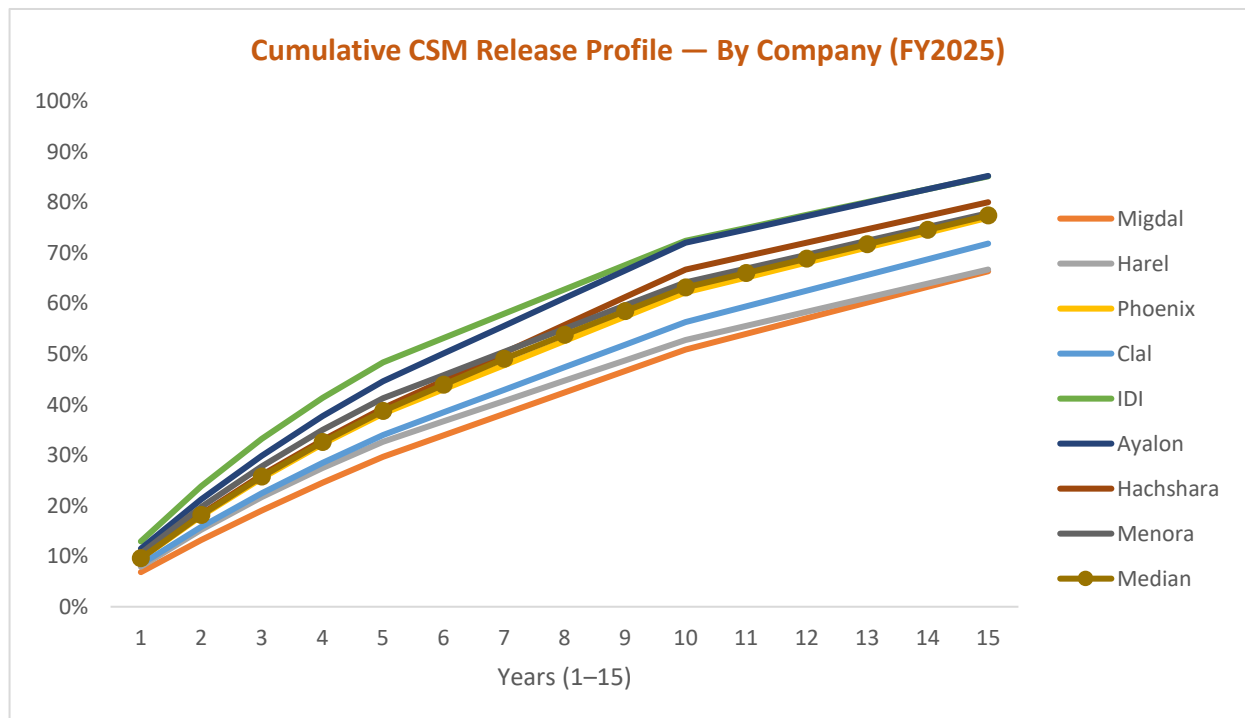
מגבלות מרכזיות:

המדד מבוסס על אומדנים ושיקול דעת ביישום IFRS 17, ובראשם האופן שבו נקבעות "יחידות הכיסוי" (coverage units) והמתודולוגיה בה נעשה שימוש לשחרור ה-CSM. השוואה בין חברות מושפעת מתמהיל המוצרים (ובפרט אורך תקופות הכיסוי) ומגורמים שמזכרים תדיר כמשפיעים על השוואתיות מדדי CSM, כגון גישות המעבר (transition methods) וסביבת הריבית. כמו כן, קיימת שונות בפרקטיקת הגילוי בפועל: חלק מהחברות מציגות את השחרור הצפוי על בסיס יתרת ה-CSM במועד הדוח בלבד, בעוד אחרות מציגות זאת באופן שמשקף גם רכיבים שיכולים להשפיע על ה-CSM לאורך זמן (למשל צבירת ריבית עתידית - unwinding), וכן, יש שונות ברזולוציית טווחי הזמן (למשל עד 5 שנים מול טווחים רחבים כגון "10+"). בישראל, קיימת אחידות ברצועות הזמן בהתאם למתכונת הגילוי לדוגמה של רשות שוק ההון, ביטוח וחיסכון.

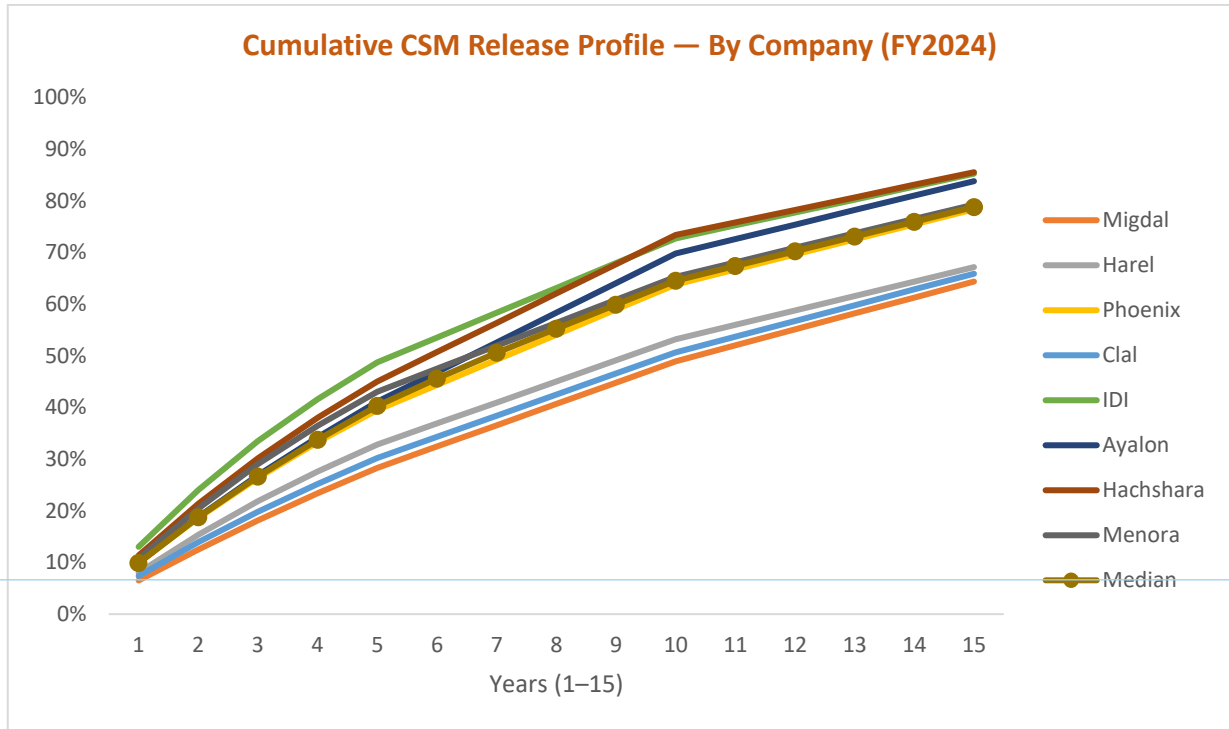
תרשים 5. פרופיל שחרור CSM מצטבר בחברות הביטוח הישראליות לשנים 2024-2025 (מקסימום, מינימום וחציון)



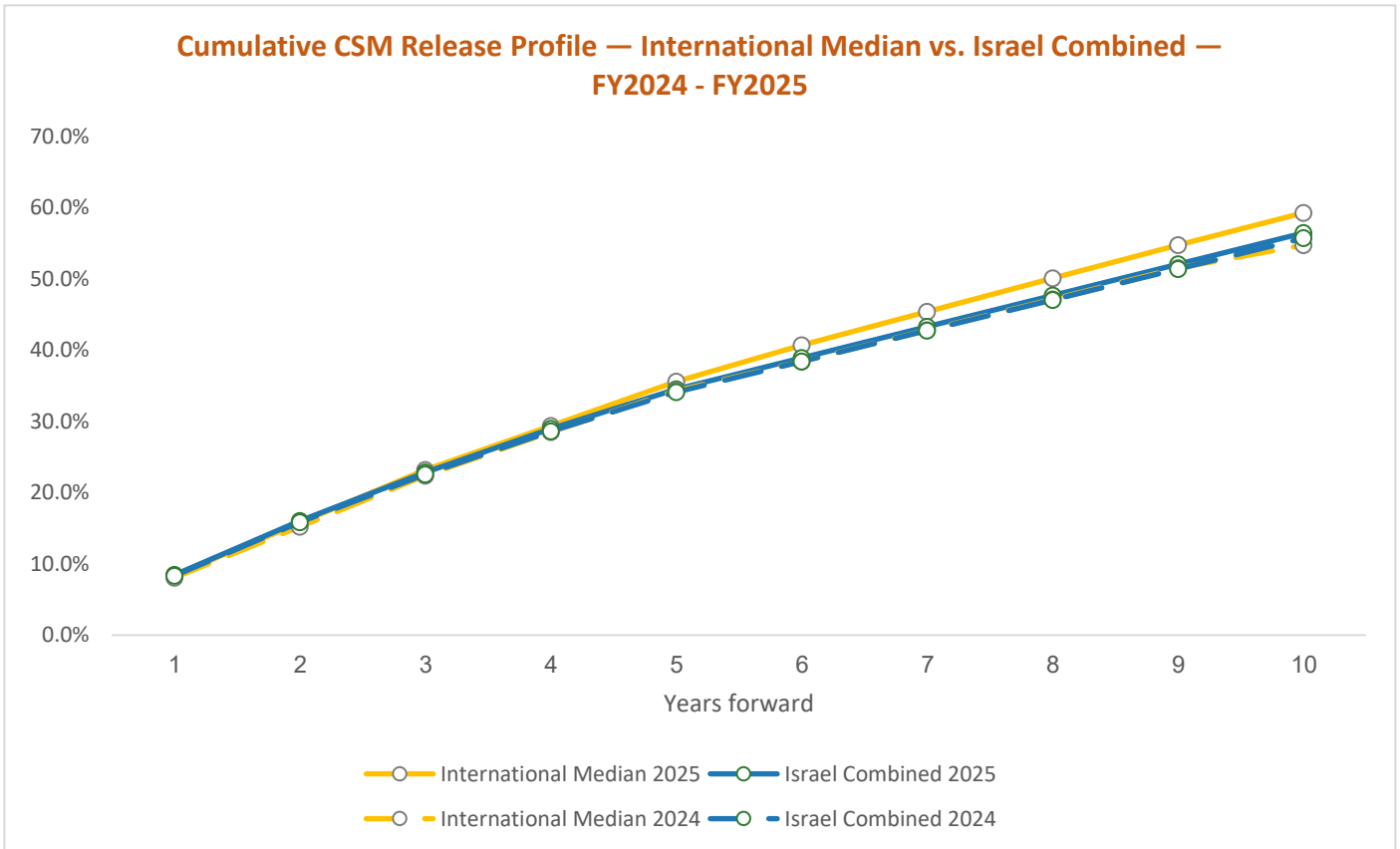
תרשים 6. פרופיל שחרור CSM מצטבר בחברות הביטוח הישראליות, לפי חברה, לשנת 2025



תרשים 7. פרופיל שחרור CSM מצטבר בחברות הביטוח הישראליות לפי חברה לשנת 2024



תרשים 8. פרופיל שחרור CSM מצטבר בחברות הבינלאומיות לעומת ישראל מאוחד לשנים 2024-2025
(מקסימום, מינימום וחציון)



בגרפים לעיל המתייחסים לפרופיל השחרור המצטבר של ה-CSM, לצורך תיאור ההתפלגות במדגם, בכל נקודת זמן חושבו מדדי הקצה והמרכז כך: המינימום (Min) הוא הערך הנמוך ביותר מבין כלל החברות במדגם באותה נקודה, המקסימום (Max) הוא הערך הגבוה ביותר מבין כלל החברות במדגם באותה נקודה, ו-החציון (Median) של כלל החברות במדגם באותה נקודה (כך שהמדד פחות מושפע מערכי קצה). "ישראל מאוחד" מייצג פרופיל יחיד שמאגד את סכומי שחרור ה-CSM של כלל החברות הישראליות כך שפרופיל השחרור המצטבר באחוזים נגזר מתוך הסכומים המאוחדים כאמור. החציון מחושב על חברות המדגם הבינלאומיות בלבד ואינו כולל את "ישראל מאוחד".

ניתוח ממצאים

חברות ישראליות

באופן כללי, דפוסי השחרור של ה-CSM בקרב החברות הישראליות במדגם הינם הומוגניים יחסית למדגם חו"ל. במונחי שחרור מצטבר עד סוף השנה העשירית, הטווח בשנת 2025 נע בין 50.9% ל-72.4%. בתוך טווח זה בולטת מגדל כבעלת דפוס השחרור האיטי ביותר, באופן שניתן לפרש כמשקף (לפחות חלקית) משקל מהותי של תיק ביטוח הכולל מוצרים בעלי יתרת תקופת כיסוי ארוכה כדוגמת ביטוחי מנהלים וביטוח סיעוד. לאחריה, בולטות גם הראל וכלל עם דפוסי שחרור איטיים יחסית. מנגד, אי.די.איי ואיילון, אשר מאופיינות בתמהיל מוצרים שונה (בתיקי החיים והבריאות), מציגות את דפוס השחרור המהיר ביותר במדגם.

חברות בינלאומיות

במדגם הבינלאומי יש להדגיש כי בחינת העקום המקסימלי והמינימלי מושפעת משתי חריגות טכניות ומתודולוגיות הקשורות למבנה הגילוי:

- Swiss Re - הטיה כלפי מעלה (שחרור מהיר): העקום המקסימלי במדגם מושפע מכך שהנתון מתייחס למגזר Corporate Solutions בלבד, אשר עוסק, כאמור במדד 2 לעיל, בביטוח רכוש וחבויות (ביטוח כללי הנמדד בגישת GMM) המאופיין בדרך כלל בתקופות כיסוי קצרות יותר. בהתאם, נראה כי מתקבל שחרור מהיר של ה-CSM כבר בשנים הראשונות, שאינו בהכרח בר השוואה לעקומים המבוססים על תמהיל קבוצתי מלא שמורכבים בעיקר מתיקי חיים ובריאות ארוכי טווח.

- Great Eastern - הטיה כלפי מטה (שחרור מצטבר חסר): העקום המינימלי מושפע מכך שהחברה הציגה גילוי מפורט לכל שנה עד שנה 5, ומעל שנה 5 הציגה נתון מצטבר ("5+") ללא פירוט נוסף. בהיעדר מידע מספק לגבי פריסת היתרה מעבר לשנה 5 (כלומר "מח"מ הפריסה"), נוצר מצב שבו היתרה שלא שוחררה עד שנה 5 אינה מתורגמת כראוי לעקום המצטבר לפי שנים, ולכן העקום עשוי להיות מוטה כלפי מטה במסגרת שיטת החישוב שבוצעה במחקר.

בהסתכלות על פירוט העקומים של כלל החברות הבינלאומיות בנפרד (מצורף בנספח למסמך זה), ולמעט שתי החריגות הנ"ל, מתקבלת גם במדגם הבינלאומי תמונה של הומוגניות יחסית בקצב השחרור לאורך השנים.

במחקר שפורסם על ידי KPMG באפריל 2026, אשר מבוסס על מדגם של 55 חברות ביטוח, עלה כי שיעור שחרור ה-CSM במגזרי בריאות וחיים, לטווח של 10 שנים, עומד על כ-60%, דומה לממצאי המדגם שבמאמר זה.⁹

השוואה בין החברות הישראליות לחברות הבינלאומיות

בטווח השנים 1-10 ניכר דמיון גבוה בין החברות הישראליות (במאחד) לבין המדגם הבינלאומי (בממוצע) בקצב השחרור המצטבר, עם קצב שחרור מעט איטי יותר בחברות הישראליות. החל מן השנה העשירית ואילך קיימת לכאורה האצה מסוימת בקצב השחרור של החברות הישראליות ביחס למדגם הבינלאומי. עם זאת, חשוב להדגיש כי האצה זו מושפעת במידה מהותית ממגבלות נתונים ומבנה הגילוי, ובפרט מחוסר פירוט מספק אצל חלק מהחברות הבינלאומיות

⁹ ראו הפניה בהערת שוליים 7 לעיל.

לגבי שחרור בכל שנה מעבר לשנה העשירית. לפיכך, הפער לאחר שנה 10 עשוי לנבוע בחלקו מהטיות חישוביות והשוואתיות הנובעות מפערי רזולוציית הגילוי. בנוסף, שינוי בהיקף החברות במדגם שבחול"ל היה עשוי להשפיע גם הוא על ההשוואה.

מסקנה: בסיכום, לפחות עד לאופק של 10 שנים שבו צפוי שחרור של כ-63% מה-CSM המצטבר בישראל (נכון לתום שנת 2025), מתקבלת תמונת פרופיל שחרור דומה למדי בין ישראל למדגם הבינלאומי (עם שחרור צפוי של כ-58%). גם כאן, נסייג ונאמר כי חלק מן ההבדלים עשויים לנבוע לא רק ממאפייני השוק, אלא גם מפערים מתודולוגיים או פערי גילוי.

ריכוז נתונים – השוואה בין ישראל לחול"ל

הטבלה מרכזת את ערכי שלושת המדדים שפורטו לעיל עבור המדגמים הישראלי והבינלאומי לשנים 2024–2025:

מדד 1 – שיעור רווחיות העסק החדש

מדד 2 – יחס יצירה למימוש

מדד 3 – פרופיל שחרור ה-CSM (הנתונים בטבלה מתייחסים לנתון המצטבר לטווח של 10 שנים, שנבחר על ידינו

כמייצג)

מדד	ישראל 2025	ישראל 2024	בינלאומי 2025	בינלאומי 2024
רווחיות עסק חדש	ממוצע משוקלל	17.6%	17.3%	7.66%
	חציון	15.3%	14.0%	7.7%
יחס יצירת CSM	ממוצע משוקלל	0.80x	0.64x	0.92x
	חציון	0.82x	0.59x	0.75x
קצב שחרור CSM	שחרור מצטבר לאחר 10 שנים	63.2%	64.5%	57.9%
				56.1%

רשימת החברות במדגם

המדגם כולל 27 חברות ביטוח ציבוריות 10 חברות בינלאומיות ו-8 חברות ישראליות – המדווחות תחת IFRS 17 לשנים 2025-2024.

#	שם החברה	מטבע	אזור גיאוגרפי
1	Absa	ZAR	אפריקה (דרום אפריקה בעיקר)
2	Aegon	EUR	אירופה + ארה"ב
3	Allianz	EUR	גלובלי
4	ASR Nederland	EUR	הולנד
5	Aviva	GBP	בריטניה + אירלנד + קנדה
6	AXA	EUR	גלובלי
7	Desjardins	CAD	קנדה
8	Generali	EUR	אירופה – איטליה, גרמניה
9	Great Eastern	SGD	מלזיה + סינגפור
10	HSBC	USD	גלובלי
11	L&G	GBP	בריטניה + ארה"ב
12	Manulife	CAD	קנדה + אסיה
13	Munich Re	EUR	גלובלי
14	NN Group	EUR	הולנד + אירופה
15	Storebrand	NOK	נורווגיה + שוודיה
16	Sun Life	CAD	קנדה + אסיה + ארה"ב
17	Swiss Re	USD	גלובלי
18	W&W	EUR	גרמניה
19	Zurich	USD	גלובלי
20	איי.די.איי	ILS	ישראל
21	איילון	ILS	ישראל
22	הכשרה	ILS	ישראל
23	הפניקס	ILS	ישראל
24	הראל	ILS	ישראל
25	כלל	ILS	ישראל
26	מגדל	ILS	ישראל
27	מנורה מבטחים	ILS	ישראל

מיפוי חברות המדגם

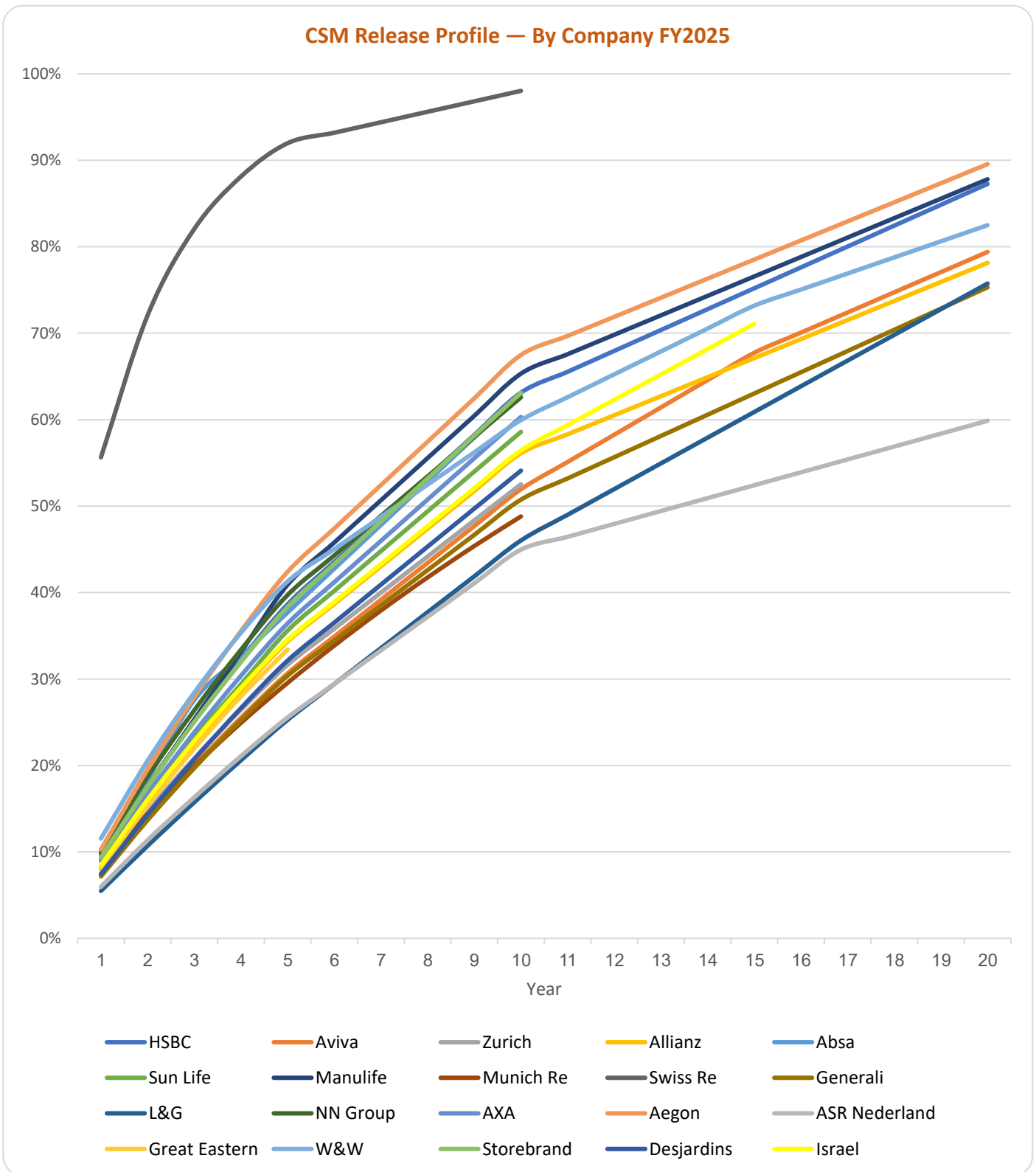
לצורך בחירת מדגם החברות נכללו אך ורק חברות ביטוח הפועלות בתחומי החיים והבריאות, חברות ביטוח מסוג Composite וחברות Bancassurance, אשר מיישמות את מודלי המדידה GMM ו/או VFA. מן המדגם הוחרגו חברות שכל פעילותן הוא בהנפקת ביטוח משנה בלבד, וכן חברות אשר רמת הגילוי בדוחותיהן הכספיים אינה מאפשרת חישוב עקבי ומהימן של כלל המדדים שנכללו במחקר זה. כך, לדוגמה, בחלק מן החברות שנבחנו לצורך הכללה במדגם נמצא גילוי חסר ביחס לערך הנוכחי של תזרימי הפרמיות העתידיים עבור חוזי ביטוח מונפקים ולרכיב ה-CSM מעסק חדש, כאשר המידע הוצג ברמת השייר בלבד ואינו מאפשר ניתוח ברמת הברוטו. חלק מהחברות הציגו את הערך הנוכחי של תזרימי המזומנים מעסק חדש נטו מתזרימי התביעות וההוצאות, ללא מידע נפרד על הערך הנוכחי של תזרימי הפרמיות העתידיים, חלק מהחברות נתנו גילוי על פרופיל שחרור ה-CSM בשייר בלבד. הדרישה לעמידה מלאה בכלל הקריטריונים האמורים הביאה לסינון של מספר של חברות ביטוח שנבחנו לצורך המחקר, ובפרט של חברות ביטוח בינלאומיות.

מקורות הנתונים

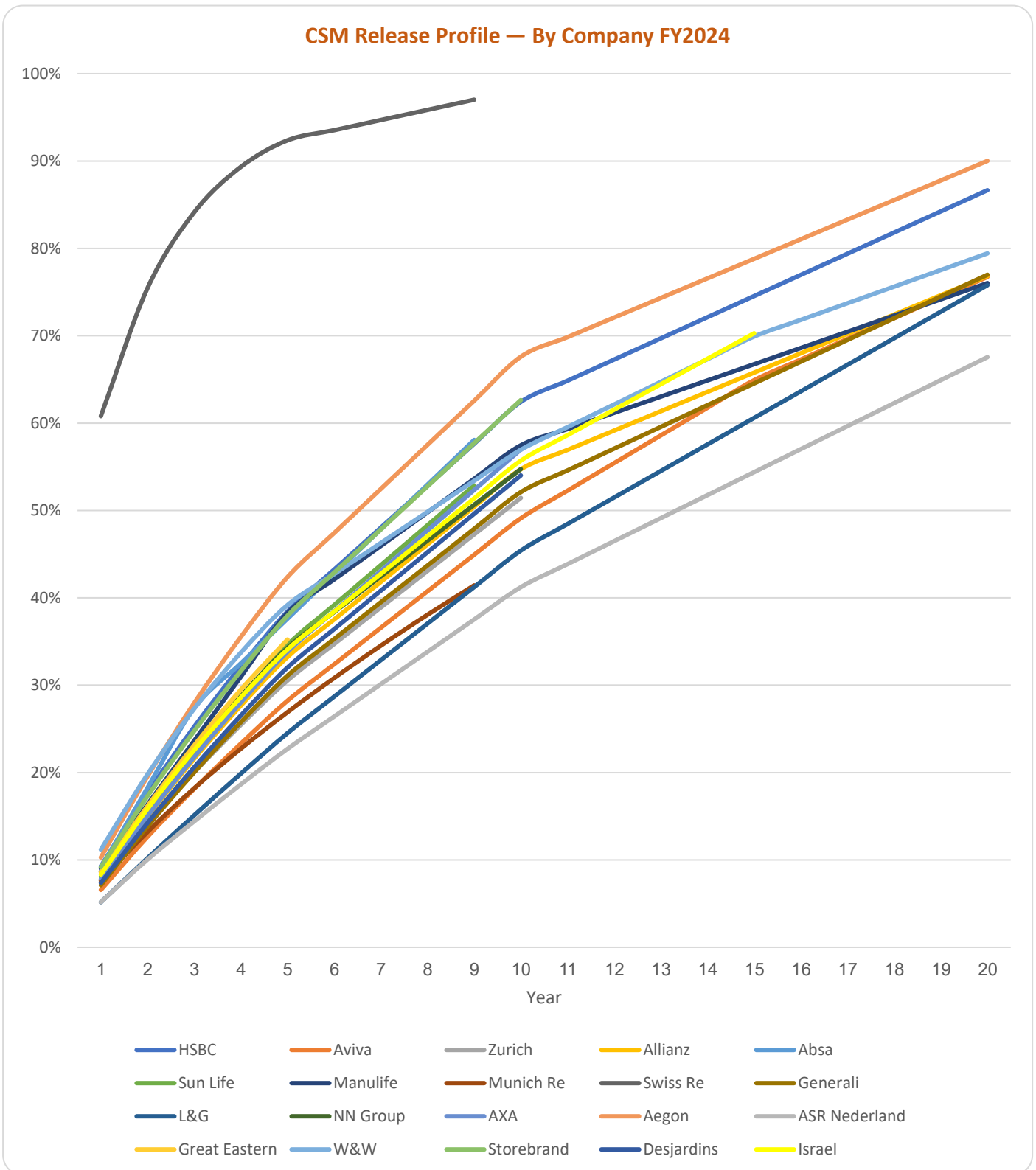
כל הנתונים המוצגים במחקר זה מבוססים על דוחות כספיים שנתיים רשמיים, ביאורים לדוחות הכספיים ומצגות למשקיעים שפורסמו על ידי החברות שבמדגם. לא נעשה שימוש בנתונים פנימיים, הערכות צד שלישי או מקורות שאינם ציבוריים.

נספחים

תרשים 9. פרופיל שחרור CSM מצטבר בחברות הביטוח הבינלאומיות לשנת 2025



תרשים 10. פרופיל שחרור CSM מצטבר בחברות הביטוח הבינלאומיות לשנת 2024



נספח מקצועי ומילון מונחים

IFRS 17: רקע והשינוי המהותי

במשך שנים פעל ענף הביטוח בישראל ובמדינות רבות בעולם המיישמות את תקני הדיווח הכספי הבינלאומיים תחת IFRS 4, תקן ביניים שאפשר לחברות הביטוח להמשיך להשתמש, הלכה למעשה, בפרקטיקות המדידה המקומיות שהיו קיימות טרום יישום IFRS 4. התוצאה הייתה שונות רחבה בין חברות ומדינות, באופן שהקשה על השוואה מהימנה בין תוצאותיהן.

IFRS 17 שנכנס לתוקף ברוב העולם ב-2023 ובישראל ב-2025, ביקש, בין היתר, לצמצם את הבעיה הזו. התקן קבע עקרונות אחידים יותר להכרה, למדידה, להצגה ולגילוי של חוזי ביטוח, מתוך תפיסה שלפיה יש למדוד את חוזי הביטוח בהתבסס על ההנחות והאומדנים העדכניים ביותר וכן שהרווח הביטוחי צריך להיות מוכר לאורך מתן השירות, ולא במועד גביית הפרמיה בלבד.

אחד השינויים המרכזיים שמביא עמו IFRS 17 הוא עקרון ההכרה ברווחיות של חוזה ביטוח חדש. כאשר חברה מנפיקה קבוצת חוזים רווחית, ההפרש החיובי בין התזרימים החיוביים (בעיקר פרמיות) לבין התזרימים השליליים (בעיקר תביעות, עמלות והוצאות) המהוונים, ובהתחשב בתיאום הסיכון אינו מוכר מיידית כרווח. במקום זאת, הרווח הגולם נדחה ונרשם כ-CSM (Contractual Margin Service) – רכיב התחייבותי המצוי בתוך התחייבויות חוזי הביטוח במאזן, המשקף את הרווח הגולם הבלתי ממומש בגין שירותי ביטוח שטרם סופקו. במילים אחרות, ה-CSM, הוא "מאגר" הרווחיות העתידית של התיק (רווח נדחה), אך כל עוד השירות הביטוחי לא סופק, הרווח אינו מוכר בדוח רווח או הפסד.

ה-CSM משוחרר לדוח רווח והפסד בהדרגה, לאורך תקופת מתן השירות הביטוחי, בהתאם למנגנון יחידות הכיסוי באופן שמשקף את היקף השירות שהחברה מספקת בכל תקופה. מכאן נובעת תפיסת ה-CSM ככלי שמייצר תזמון רווח עקבי יותר. בספרות המקצועית נהוג לראות בגישה זו אנלוגיה מסוימת לעקרון הכרה בהכנסה של IFRS 15, החל על מרבית סוגי ההכנסות, שלפיו הכנסה מוכרת כאשר מתקיימת העברת שליטה או הספקת שירות, ולא במועד ההתקשרות. יחד עם זאת, קיימים הבדלים מהותיים בין שני התקנים: IFRS 17 עוסק בסיכון ביטוחי ובאי-ודאות תזרימית מהותית, ולכן כולל מנגנונים ייחודיים, ובראשם ה-Adjustment Risk, שאינם קיימים ב-IFRS 15, וכן דרישות ספציפיות להתמודדות עם שינויים בהנחות.

כאשר קבוצת חוזים היא מכבידה, התקן אינו מאפשר לדחות את ההפסד לעתיד. במקרה כזה מוכר רכיב הפסד באופן מיידי. אסימטריה זו היא חלק מהמבנה החשבונאי של IFRS 17 והיא מהווה מבחנה מרכזית בין חוזים רווחיים לבין חוזים מכבידים.

גורמים שמקטינים CSM

שחרור ה־CSM לרווח שוטף · שינויים שליליים בהנחות המתייחסים לשירות עתידי · תשואה שלילית ושינויים פיננסיים מסוימים בחוזי VFA

גורמים שמגדילים CSM

הנפקה של חוזים חדשים רווחיים · שינויים חיוביים בהנחות המתייחסים לשירות עתידי · תשואה חיובית ושינויים פיננסיים מסוימים בחוזי VFA

למה ה־CSM חשוב לקורא הדוחות הכספיים?

יתרת ה־CSM הפכה תחת IFRS 17 לאחד האינדיקטורים לרווחיות עתידית: היא משקפת את "מלאי" הרווח מחוזי ביטוח בעלי תקופת כיסוי ארוכה שצפוי להשתחרר לדוח רווח או הפסד ככל שהחברה תספק שירות ביטוחי לאורך השנים. ה־CSM מאפשר לאנליסטים להעריך גם את איכות הרווחיות: קרי, האם היא נבנית בעקביות באמצעות מכירת עסק חדש ורווחי, מהו קצב השחרור שלו, ועד כמה הוא רגיש לשינויים בהנחות ובניסיון. הדיון והגילוי סביב ה־CSM נוטים להיות מפורטים יותר בפרקטיקה מאשר סביב ה־Risk Adjustment, על אף שגם האחרון עשוי להפוך לרווח. לצד זאת, קיימות מגבלות השוואתיות בין חברות הנובעות מבחירות מדידה, שיקול דעת ורמת פירוט הגילוי.

IFRS 17 שינה באופן מהותי את מבנה דוח רווח והפסד של חברות הביטוח. אחד החידושים החשובים ביותר הוא ההפרדה בין תוצאת שירותי הביטוח לבין הרכיב הפיננסי. ההפרדה הזו משפרת את יכולת הניתוח, משום שהיא מאפשרת להבין מהו הרווח שמקורו בפעילות החיתום, ומהו הרווח שמקורו מגורמים פיננסיים.

מילון מונחים

אומדן מיטבי - (BE) Best Estimate

תוחלת תזרימי המזומנים העתידיים הנובעים מקבוצת חוזים, כשהם נמדדים על בסיס אומדנים עדכניים ומותאמים למועד הדיווח. במסגרת המודל הכללי, התזרימים כוללים בעיקר פרמיות צפויות, תביעות צפויות, והוצאות תפעול או שירות הקשורות לחוזים. תזרימים אלה מהווים לכל תאריך חתך באמצעות ריבית חסרת סיכון (עקום היוון), כך שה־BE משקף ערך נוכחי של תחזית תזרימי המזומנים. בשונה מה־CSM שהוא רכיב חשבונאי של דחיית רווח, ה־BE הוא רכיב כלכלי של תזרימי מזומנים.

תיאום הסיכון בגין סיכון לא-פיננסי - (RA) Risk Adjustment

RA הוא רכיב שמתווסף ל־BE כדי לשקף את הפיצוי שהמבטח דורש בגין אי-הוודאות הנובעת מסיכונים לא-פיננסיים (כגון סטייה בתביעות, תמותה, תחלואה, ביטולים וכדומה). הרעיון הוא שה־BE מהווה תוחלת, ואילו RA מוסיף שכבת זהירות עבור אי-ודאות בתזרימי המזומנים. התקן אינו מכתוב מתודולוגיה הכרחית לאמידת הרכיב, ושיטות נפוצות בעולם כוללות את שיטת עלות ההון (Cost of Capital) או גישות המבוססות על אחוזון או מרווח סמך (confidence level).

בפרקטיקה בישראל, ברירת המחדל שנקבעה על ידי רשות שוק ההון לענפי חיים ובריאות היא RA ברמת אחוזון 75% (כלומר, פער בין האחוזון ה-75 לבין התוחלת או אחוזון 50 של התפלגות הערך הנוכחי של התזרימים), כאשר חברות הביטוח בישראל מחשבות את ה-RA בענפי חיים ובריאות תוך שימוש ב-SCR של Solvency II כבסיס לסיכונים הרלוונטיים בלבד, תוך התאמתו בגישות שונות לאחוזון 75% במרביתם המוחלטת של מוצרי הביטוח.

ראוי להדגיש כי ה-RA אינו משמש כ"כרית" לספיגת שינויים בהנחות עתידיות באותו אופן כמו CSM, אלא הוא משוחרר לרווח בהדרגה עם דעיכת הסיכון, ולעיתים דפוס השחרור שלו יכול להימשך מעבר לתקופת הכיסוי (למשל כשקיים "זנב" תביעות ארוך).

תזרימי מזומנים לקיום חוזה - (FCF) Fulfilment Cash Flows

הערך הנוכחי של אומדן תזרימי המזומנים העתידיים לקיום חוזה הביטוח (BE) בתוספת תיאום סיכון בגין סיכון לא-פיננסי (RA).

עקום היוון - Discount curve

עקום היוון הוא סט ריביות חסרות סיכון בתוספת פרמיית אי נזילות, לאורך טווחים שונים, המשמש להיוון תזרימי המזומנים העתידיים של התחייבויות הביטוח לכל מועד דיווח. בישראל, הריבית חסרת הסיכון ופרמיית אי הנזילות הינה אחידה, בהתאם להוראות ולכללים שהגדירה רשות שוק ההון, ביטוח וחסכון.

ראוי לציין כי שינוי בעקום ההיוון (ריבית) יכול להשפיע משמעותית על הערך הנוכחי של התזרימים ועל רכיבי הרווח, ולכן הוא אחד המקורות האפשריים לתנודתיות (בייחוד במוצרים ארוכי-טווח) ולשונות בתוצאות. למעט בחוזי VFA (עבור חוזי ביטוח משתתפים ברווח), שינויים פיננסיים (כגון שינויי ריבית) משפיעים על רווח או הפסד במסגרת סעיף המימון מחוזי ביטוח ולא "נספגים" ב-CSM. בחוזי VFA, ה-CSM משמש לרוב כ-"כרית ספיגה" גם לשינויים הנוגעים להנחות הפיננסיות.

יחידות כיסוי - Coverage Units

יחידות כיסוי הן המנגנון שלפיו התקן קובע את היקף השירות הביטוחי שסופק בתקופה, ובהתאם לכך את היקף ה-CSM שישוחרר לרווח או הפסד באותה תקופה. באופן גס, יחידות הכיסוי נגזרות מהיקף הכיסוי הביטוחי שניתן בתקופה ביחס להיקף הכולל הצפוי לאורך חיי קבוצת הפוליסות.

ראוי להדגיש כי בחוזי ביטוח מסוימים הכוללים היבט של ניהול השקעות עבור המבוטח, השירות הביטוחי מורכב משני סוגי שירותים (שירות של כיסוי ביטוחי ושירותי ניהול השקעות), ולכן ייתכן צורך לקבוע יחידות כיסוי משוקללות לשני רכיבי השירות הללו.

בישראל, כל חברות הביטוח נתנו גילוי ליחידות הכיסוי עבור תיקי הביטוח העיקריים. יצוין כי אין בהכרח גילוי זהה או שימוש ביחידות כיסוי זהות בקרב חברות הביטוח הבינלאומיות.

רכיב הפסד - Loss Component

כאשר קבוצה של חוזי ביטוח מונפקים מוכרת לראשונה או הופכת בתקופות עוקבות למכבידה (onerous), התקן אינו מאפשר להכיר ב-CSM שלילי. במקרה כזה, ההפסד מוכר מיידית בדוח רווח או הפסד, וה-CSM של אותה קבוצה, ככל שקיים, מתאפס. מדידה כאמור מהווה את אחד מהעקרונות הבסיסיים של התקן לפיו רווחים נדחים ומשתחררים לאורך תקופת הכיסוי, אך הפסדים מוכרים מיידית.

סייגים משפטיים (דיסקליימר)

מאמר זה מהווה עבודה אקדמית שפורסמה במסגרת סמינר שנערך מטעם מכון הפניקס לחקר שוק ההון באוניברסיטת רייכמן. המאמר נועד לצרכי לימוד ועיון בלבד ואין לראות בו כתחליף לייעוץ השקעות, ייעוץ פיננסי, חוות דעת אקטוארית, חוות דעת חשבונאית או משפטית או כל המלצה אחרת לפעולה. אין לראות בתוצאות המאמר כהמלצה לרכישה, מכירה או החזקה של ניירות ערך.

המאמר משקף את דעתם הפרטית של המחברים, והוא לא בהכרח מחייב או משקף את עמדות הגופים הקשורים למחברים, בהם המחברים עובדים, מכהנים או משמשים בתפקיד כלשהו.

הנתונים המוצגים במסגרת המאמר נאספו בחלקם באופן ידני. על אף שמחברי המאמר השקיעו מאמצים בבקרת הנתונים ובעיבודם, ייתכנו שגיאות בנתונים כאמור, וייתכן כי הנתונים יעודכנו לאחר מועד פרסומו של המאמר. המחברים אינם אחראים על נזקים כלשהם ביחס לתכני המאמר, לנתונים שבמסגרתו, למסקנותיו או ביחס לכל רכיב אחר.

אין לעשות שימוש או לצטט ממאמר זה, מבלי לאזכרו במפורש או לכלול את נוסחו המלא עם הפנייה מתאימה. אין לשכפל תכנים חלקיים או תרשימים מתוך המאמר, מבלי להפנות אליו, או, לאחר קבלת אישור מראש ובכתב ממחבריו העיקריים.

מחברי המחקר

רו"ח חגית מעטוף
רכזת חשבונאות וביטוח
במכון הפניקס לחקר שוק ההון

רו"ח יבגני אוסטרובסקי
ראש תחום חשבונאות ביטוח
במכון הפניקס לחקר שוק ההון ומרצה
באוניברסיטת רייכמן

רותם אוחיון
סטודנט מחקר במכון הפניקס לחקר שוק ההון

תומר בן צבי
סטודנט מחקר במכון הפניקס לחקר שוק ההון