

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. יודגש כי הדברים מייצגים את עמדותיהם האישיות והמקצועיות של חברי הפורום ואינם מייצגים בהכרח את העמדות הרשמיות של הגופים אליהם הם משתייכים.

תאריך המפגש: 6 בדצמבר 2018

נושא המפגש: המעבר של חברות הביטוח לסולבנסי II: כיצד ניתן ליישב את הסתירה בין המאון הכלכלי החדש לבין מחיר השוק?

חומר רקע למפגש: חומר רקע לדיון.

אורחים שנכחו בדיון: מורלי דורי (ביטוח חקלאי), שירה ליכטנשטאט (KPMG), טל זהרני (KPMG), עמית גל (כלל ביטוח), נטלי גייקובס (הרצוג פוקס נאמן), אריק פרץ (הראל), טל חיציון (EY), משה שחף (EY), יאיר קופל (EY), אודי סדן (EY), אדוה ענבר (הראל), מיכל גור (מגדל), דן בראון (מנורה), דבי פרקש אולך (מגדל), קרן וולדנר (מגדל), מור קולא (variance), אור חרוש (BGC), אבי בן נון (מדרוג), אילאיל שטנר (מדרוג), רז יאור (IDB), שלמה אליהו (מגדל), בן שירן (מעלות), רמי לוי, ארי הורוויץ ועבד חסדייה (רשות שוק ההון, ביטוח וחיסכון), ברוך גובי ואלכס מיצניק (עובד גובי ושות').

משתתפים: אמיר ברנע, שלומי שוב, רקפת שני, יורם עדן, אברמי וול (פישר בכר חן וול אוריון ושות'), מיכה ארד (Deloitte), אבי לוי (מליסרון), אלון גלזר (לידר שוקי הון), דן וייס (אוניברסיטת תל אביב), זיו כהן (מנורה), מאיר סלייטר, עמיר פלד ודקלה מושקוביץ (רשות שוק ההון, ביטוח וחיסכון), שלומי וינר (אוניסון יועצים), דגנית דניאל (כנ"ר), עודד שריג (IDC), מירי סופרשטיין (הפניקס), שי קומפל (מנורה), עופר ברנדט (כלל ביטוח).

צוות מקצועי: גל אקריש, עדי פליישר ונגה לקרץ.

תכנית בחשבונאות

פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

שלומי שוב

בוקר טוב לכולם. אנחנו עוסקים היום בנושא המעבר למשטר כושר הפרעון החדש של הסולבנסי והקשר למחירי שוק. בשבוע שעבר הושלם הפרסום של דוח הסולבנסי החדש בחברות הביטוח, יש פה מהפכה של ממש המשליכה על דרך החשיבה של חברות הביטוח בכל תנועה ופעולה, החל במחלקות השיווק - איזה מוצרים נמכרים ואיך, הכל משמעותי כפי שנבין. בשנים האחרונות אנחנו נוטים קצת להשתמש בהגזמה במילה מהפכה. אבל אני חושב שכאן באמת יש מהפכה אמיתית. בשורה התחתונה, יש בשורה טובה ולא טובה. כשאנחנו מסתכלים על התוצאות של הסולבנסי משבוע שעבר, הבשורה הטובה היא שבסה"כ יש עמידה יפה בדרישות ההון של 114% ברמת המערכת - דברים שלא היו בניסויים שהיו בעבר וזאת כתוצאה משיפור עמדות וגיוסים, הנפקות של הון משני המוגבל ברגולציה ל-40%, כאשר יש חברות שאנחנו רואים שכבר הגיעו למקסימום. הבשורה הלא טובה היא שהשוק לא כל כך מאמין למספרים האלה, וזאת מהות הדיון שלנו היום.

עד עכשיו כללי הלימות ההון היו כמו בבנקים ונגזרו מהדוחות ועכשיו הם עומדים בנפרד. אנחנו יודעים שבמקביל, ועסקנו בזה בעבר ועוד נעסוק, יש את התקן הבינלאומי החדש IFRS 17 שאמור להיכנס לתוקף מחייב בתחילת 2021. אני מניח שמשנה ברקת לא ידחה את התחולה. למעשה, לצורך הסולבנסי, חברות הביטוח בונות מאזן כלכלי מצד אחד, ומהצד השני החישוב של ההון הנדרש מבוסס על הערכת ההפסד שיגרם בתרחישים שונים שמוכתבים על ידי הרגולציה, ומתייחסים לסיכונים שאליהם החברה חשופה – סיכוני שוק, ביטוח, אשראי. תרחישים אלה לוקחים את הסיכון באירועים שההסתברות להתממשותם היא אחת למאתיים שנה.

אם אנחנו מסתכלים מעבר לנושא של תמהיל השקעות ואפקט של פיזור, שני הגורמים שמשפיעים ביותר על העמידה זה קודם כל הנושא הזה של ביטוחים עתירי סיכון. אנחנו רואים את זה גם בהשוואה לאירופה וגם כאן בארץ. אנחנו רואים חברות שיש להן ביטוחי חיים מבטיחי קצבה שהם משמעותיים ועתירי סיכון והן למעשה נמצאות במצב פחות טוב מחברות אחרות. נוצר מתח בין דורי בין החברות הוותיקות שמחזיקות סיכונים מאוד כבדים והבטחות מאוד משמעותיות ולפעמים מוגבלות על ידי רגולציה מהעלאת מחירים, כמו למשל בביטוח הסיעודי, לעומת חברות צעירות ודיגיטליות שנכנסות לענף ונוגסות בענפים עתירי רווחים ומצומצמי סיכון.

אלמנט נוסף שהוא מעבר לנושא של הביטוח עצמו, זה באמת הנושא של נכסים לא מוחשיים. למעשה, לצורך המאזן הכלכלי, הנכסים הבלתי מוחשיים – מוניטין, עלויות רכישה נדחות וכו' – לא מוכרים

תכנית בחשבונאות

פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

כנכס ויש לזה משמעות, כי בחברות שמחזיקות את הפנסיה למעלה אין את הפגיעה הזו מאחר והמוניטין לא נכנס למאזן הכלכלי, אבל הוא נמצא בחברת האחזקות הנסחרת. הסולבסי למעשה לא מכיר מצד אחד בתזרימים של הפנסיה ומצד שני הוא מפחית את המוניטין, אז יש פה למעשה מינוס.

המאזן הכלכלי באמת נותן מידע חדש ומרתק לשוק וההון ואני לא בטוח כמה שוק ההון עדיין מעכל אותו. אם אנחנו מסתכלים על הרווח הצפוי בגין פרמיות עתידיות (EPIFP) אנחנו רואים שהוא נמצא על 57% בכלל המשק, כשביטוח ישיר שהיא חריגה מאוד לחיוב ביחסים האלה נמצאת ב- 85%. כלומר, 85% מהמאזן שלה הוא פרמיות עתידיות.

יש פה מידע עתידי שאמור לעניין את שוק ההון. להבדיל מה-EV, כאן נכנס גם מרכיב הסיכון (RM), שמן הסתם הוא מרכיב מאוד משמעותי וחשוב בהסתכלות על מונחי שווי. ה-RM מחושב רגולטורית, ייבאו מאירופה שיעור שרירותי של 6% אשר מחושב מתוך דרישות ההון. כל החברות משתמשות באותו שיעור ללא קשר מה תמהיל המוצרים שלהן וזה כבר מעיד על הבעייתיות.

לצורך הדיון עשינו השוואה מעניינת במסגרת חומר הרקע בין מחיר השוק להון הכלכלי. בהון הכלכלי אנחנו לוקחים רק את הון הליבה ועליו עושים את ההתאמות של הנכסים מחברת האחזקה. בקצה הראשון נמצאת מגדל עם מינוס 4 מיליארד שקל ובקצה השני את ביטוח ישיר עם פלוס 1.5 מיליארד שקל. צריך לזכור שהתוצאות האלה עוד לא מביאות בחשבון שהמאזן לפי הסולבנסי לא מביא בחשבון את העסקאות העתידיות. כלומר, היה מצופה כי שווי השוק שכולל את המוניטין יהיה דווקא גבוה משמעותית מההון הכלכלי לפי סולבנסי. ניסינו גם להציג את ההשוואה בין הפער הזה לבין הגודל של מרווח הסיכון. ניתן לראות קורלציה, ואולי היא יכולה להצביע במה שוק ההון, בהנחה שהוא מודע למידע הזה, פחות מאמין. אנחנו רואים שמרווח הסיכון הוא הכי גדול במגדל, 11.3 מיליארד שקל והכי נמוך באיילון. אגב, לאור צורת החישוב של מרווח הסיכון ניתן לעשות לו התאמה ליניארית פשוטה, ולהסביר בקלות את ווי השוק על ידי הגדלתו במספר אחוזים, תלוי באיזו חברה מדובר.

למעבר הזה יש גם השלכות דרמטיות על פוטנציאל לחלוקת דיבידנדים. למעשה, הדרישה של 115% הרגולטורית דרישה הון מינימום לצורך חלוקה בוטלה. היום דירקטוריונים יכולים לקבוע מדיניות כבר החל מ-100%. כאן נמצאת הרגישות, לאור הבטן הרכה של ה-RM והעובדה כי שוק ההון לא מאמין לנתונים האלה. חלק מהדירקטוריונים כבר פרסמו את המדיניות שלהם. בביטוח ישיר קבעו 140% במנורה 110% ובמגדל אחרי תקופת המעבר משהו כמו 120%. לא בטוח שמרווחי הביטוחן האלה מספיקים.

תכנית בחשבונאות

פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

למעשה, בביטוח ישיר המגבלה האפקטיבית היחידה שנשארה לחלוקת דיבידנדים היא יתרת העודפים שמייצרת רווחים אדירים מידי שנה. זה מאפשר לה לחלק אותם שהרי היא נמצאת ביחס סולבנסי עצום. אנחנו כבר רואים את ההשפעות של אינטרס הדיבידנדים במנורה וביטוח ישיר שביצעו יישום מוקדם לפני כולם.

צריך לדבר על זה גם בהקשר של IFRS 17, שגם מבוסס על הסתכלות כלכלית. כמובן שלפי הדרישות החשבונאיות, מקצים את הרווח לפי תקופות, להבדיל מהמאזן הכלכלי שמכיר בכך מיידית. אבל, בסך הכל, שכשמסתכלים באופן מצטבר, הוא אמור להגדיל בכל נקודת זמן את יתרת העודפים ביחס למצב היום. זאת אומרת, גם המגבלה הזאת אמורה לקבל דחיפה חיובית בראיית חברות הביטוח.

בתוך כל זה, נשמח לשמוע איך עושים ביקורת על דוחות כאלה. אלה דוחות מחוץ לדוחות הכספיים, אבל הם עברו ביקורת של רואי חשבון על פי התקן הבינלאומי לביקורת מידע עתידי. השאלה המעניינת עד כמה באמת הביקורת אפקטיבית. בשורה התחתונה, עולה השאלה אם המידע הזה אמין ונכון, למה הוא לא מקבל ביטוי.

אמיר ברנע

השאלה שנשאלה היא ממה נובע הפער בין השווי הכלכלי ובין שווי השוק. למעשה הפער הוא יותר גבוה מהמפורט, כי החישוב אינו לוקח בחשבון את שווי הפלטפורמה לעסקים חדשים ושווי הפעילות הפנסיונית. לגבי הפער – חישוב הערך הגלום בעבר, לא נלקחה בחשבון פרמיית הסיכון שהיא מאוד משמעותית כאשר מדובר על פעילות ארוכת טווח, ולכן היא מפחיתה אחוז מאוד גבוה מהערך הגלום שחושב בעבר ללא פרמיה.

נתעלם מנושאים שקשורים לשוק עצמו, אולי נושאי הבעלות, ונשאל מהי הסיבה לפער הזה בין השווי הכלכלי לשווי השוק. האם פרמיית הסיכון מתאימה? נשאלה השאלה הכלכלית המתודולוגית ממה נגזרת פרמיית הסיכון? האם זה מה- WACC או ממחיר ההון העצמי? אם זה נגזר ממחיר ההון העצמי, אנחנו יודעים שבנקאות הוא בין 10%-9%. אנחנו רואים שבנקים מתחת נסחרים בדיסקאונט ולהפך. אבל, בוודאי לא 6%. האם מחיר ההון העצמי או ה- WACC? אני חושב שמדובר שהשיעור נמצא בין WACC למחיר ההון העצמי. נכללים בו התחייבויות למבוטחים ולכן דומה למחיר ההון העצמי. מצד שני איננו כולל התחייבויות פיננסיות (אג"ח ושטרי הון) ולכן דומה ל- WACC. הדגש הוא על מרווח הסיכון. היום מרווח הסיכון בכל החברות הוא בין 30 ל- 35 מיליארד ש"ח. תראו את

תכנית בחשבונאות

פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

ההפחתה ממה שהיה קודם ה-EV. העלאת את פרמיית הסיכון ל- 8%, מוסיפה 8-10 מיליארד שקל למרווח הסיכון, שזה כל ההפרש בין השווי הכלכלי לשווי השוק. האם זו הסיבה לפער? בהנחה שהשוק אינו מעריך בחסר פרמיה של 6% נמוכה מידי. מהם הסיכונים להם חשופות חברות הביטוח?

אומר לי יורם עדן – תראה מה קרה לקופות הגמל מאז ועדת בכר. בשנת ועדת בכר הם נמכרו ב- 2% מכלל הנכסים והיום בפחות מ- 0.5%. אולי בגלל סיכון הניוד. זה סיכון מעניין. היקף הסכום הכללי לא משתנה ברמה הענפית עקב ניוד, ורק מתבטא במעבר מחברה לחברה. סיכון הניוד מתבטא בהורדת העמלות. כך ירדו העמלות בכל החברות שמנהלות כספים. הרי כל הרעיון של ההון הכלכלי בנוי על תצפיות מהעבר, ויכול להיות שהעבר לא מלמד על השלכות הניוד לעומת זאת השוק רואה בפרספקטיבה של הזמן הלא רחוק הפחתה משמעותית בעמלות וברווחים. הניוד יפגע בעיקר בחברות הותיקות עתירות עובדים כאשר הטכנולוגיות החדשות מאפשרות ביטוח זול הן ברמת החיתום ע"י שימוש ב Big Data והן ברמת המפגש בין המבטח למבוטח שבעבר בוצעה באמצעות סוכנים.

מדידת מחיר ההון – אם ההכנסה ההשקעתית היא האלמנט המרכזי בהכנסות חברות ביטוח, כלומר אם הקשר לשוק ההון הוא צמוד דרך ההכנסה ההשקעתית שנובעת מהרווח של הקופות שנובעות מהרווחיות של הקופות, אז מדובר בביתא מאוד גבוהה, כי קונים שוק במינוף. יכול להיות שזה נותן הסבר מדוע 6% לא נותן ביטוי מלא לסיכונים השוק וצריך לקחת בחשבון אחוז גבוה.

יורם עדן

כמה הערות קצרות:

בזמנו ערכתי מחקר שבדק את הקשר בין ה- Embedded Value ומחירי מניות חברות הביטוח. מכפיל ה-EV היה נמוף באופן משמעותי מאחד. ההסבר היה שיש סיכונים רגולטורים שלא נמדדים ופוגעים בצורה משמעותית בשווי החברות.

לי גם מפריע דבר נוסף שהיה ב-EV, והוא חוסר יכולת האימות. שאני מסתכל על הדוחות של חברות נדלין להשקעה, יש הערכות שווי של שמאים, אני קורא, מבין ויכול לקחת את האקסל, לשחזר את החישוב, להציב מחיר הון יותר גבוה וכו'. כשאני מסתכל על המאזן הכלכלי אני צריך להאמין למה שכתוב. אני לא יכול לשחזר אף חישוב, ויכול להיות שלאנשים זה לא נוח כל כך. ביקשתי למשל לעשות

תכנית בחשבונאות

פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

חישוב שאומר מה יקרה ל- EV אם נוסף פרמיה סיכון של 1% לוקטור הריביות, אז היינו צריכים לקחת את האקטואר, שיעשה עוד חישוב שיקח שבועיים. הערה אחרונה – תמיד מעניין להשוות את מכפילי ההון של הבנקים וחברות הביטוח. אני רוצה להזכיר לכולם שהיו תקופות שהבנקים נסחרו ב- 0.4-0.5, תקופות משבר, והתאוששו. אני אישית חושב שחברות הביטוח נסחרות מתחת לערךן וזה כשל שוק מסיבות שונות.

עופר ברנדט

אחת – הפער בין השווי שוק לשווי הכלכלית לא כולל מספר מרכיבים, והגדול בניהם זה ערך העסקים העתידי של חברות הביטוח. נכון שמייבאים מאירופה את הכללים ומסגרת החישוב, אבל צריך לזכור שבאירופה מאפשרים הביטוח לבצע מודלים מותאמים לסיכונים הספציפיים של כל חברה וחברה. בארץ החליטו שאת זה לא מכניסים לישראל, אלא נשארים במודל כללי סטנדרטי שלא דווקא מתאים לכל חברה וחברה. נכון שיש את הפירוק של כל הסיכונים והמרכיבים, אבל למשל חברה א' לא מתאימה לחברה ב', לאותו סיכון. זה גם כן משהו שמבחינת דרישת ההון משפיעה על חברה אחת בצורה שונה מחברה אחרת. אני מתחבר לנושא של הסיכון הרגולטורי. הסיכון הרגולטורי בישראל מאוד גדול, מהסיבה הפשוטה שאנחנו מכירה את הגישה מוטת הצרכן ופחות גישה שאומרת מה ההשפעה של ההוראות האלה על היציבות של חברת הביטוח. אז יש לנו מצד אחד, דרישות מאוד גדולות של הון נדרש להחזיק כנגד כל הסיכונים והחשיפות. מהצד השני, חברות הביטוח, הלגסי, שיש להן תיק נתון, הן לא יכולות לעשות איתו שום דבר ולא יכולות למלא את הדלי הזה כדי לעמוד מול הדרישות האלה. ככל ששוחקים את התיק הקיים הזה חוזר אחרי חוזר, אתה לא יכול להתמודד עם כאלה דרישות הון. זה גם נותן ביטוי.

שלומי שוב

עופר, מה ההיגיון ב- 6%? למה זה לא יותר?

עופר ברנדט

כמו שאמרת, זה ייבוא אישי. יש מחקר שנעשה באירופה, אני חושב שהוא לא היה מי יודע מבוסס, אבל זה היה הקונסנזוס. אני חושב שזה שמרנות. גם 1 ל- 200 זה שמרנות.

תכנית בחשבונאות

פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

עמית גל

אני לא חושב שנמצא כל כך בקלות את ה"אקדח המעשן פה". נכון שה-6% של ה-Risk Margin זה ה"חשוד המיידני", אבל אני חושב שיש נקודות שהן קצת שונות... נכון שהמאזן הכלכלי הזה מזרים הרבה מידע לשוק ההון, אבל אסור לשכוח את הפילוסופיה שהיתה מאחוריו שבנו אותו. זהו מאזן פיקוחי לצורך יציבותי שנבנה לא בהכרח לשימוש שוק ההון. בראייה פיקוחית צריך לאפשר לחברת ביטוח לשרוד את השנה הקרובה ובמצב שהיא נקלעת לקשיים לוודא שיש מישהו שקונה את ההתחייבויות שלה. יכול להיות שזאת צורת מדידה שהיא שונה, למשל לעניין עלות ההון ואחרים. בכלל, צריך לזכור של הדבר הזה כוייל באירופה בשוק שאמור להיות יותר משוכלל וגדול שכל חברה זניחה ביחס לשוק וכשיש כשלים, חברה בקלות יכולה להיבלע על ידי אחרים. אצלנו השוק לא גדול לא ולא משוכלל מהרבה סיבות, ואין שקילות מול אירופה, יש פה גם עניין של הגבלים, רצון ויכולת של חברות לקנות מתחרות. בהשוואה למאזן לצורך יציבותי, אין ספק שנכנס לשוק ההון ציפיות לגבי רגולציה, שאנחנו רואים שהולכת לכיוון מאוד ברור, חוזרים שראינו לסייעוד וניוד קצבאות. סיכון הרגולציה הוא גבוה. אנחנו רואים שיש דברים שיכולים להוות איום על המודל העסקי. למשל, חוזרים והנחיות לגבי תשלום עמלות, שיכול מאוד להשפיע על היכולת של החברות המסורתיות להתחרות, זה גם יכול להסביר את הפער בחברות הישירות. מאחר ואלה דברים שמבחינת פיקוח הם בתחום אחריותו, בפוזיציה הוא לא יכול לשקף אותם בתוך המאזן, ואז לשוק יש מידע נוסף.

אמיר ברנע

בהמשך למה שאתה אומר, נדרש ניתוח של המתאם בין תשואות מניות חברות הביטוח לבין תשואות השוק. נניח שחברת אחזקות מחזיקה במניות קונגלומרט ריאלי שמושפע מאוד מהריבית באופן שלילי, האם ההשפעה הזאת בחברה כמו מגדל או כלל, תהיה באותו כיוון?

אני קורא בדוחות חברות הביטוח את ההערה הבא: "בשל היעדר נתונים מספקים, החברה לא בדקה את רמת המתאם בין הנחות דמוגרפיות ותפעוליות לבין הנחות הנוגעות לתנאי השוק, למשל שיעור הריבית, מתאם אשר עשוי להשפיע על ההערכה המיטבית באופן מהותי". זאת אומרת, הניתוח של מחיר ההון הוא מורכב. יש לי תחושה ש-6% זה נמוך.

תכנית בחשבונאות

פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

שלומי שוב

אתה גם יכול לראות שבזה שאנחנו עושים "העתק הדבק" מאירופה בלי לעשות התאמות וגם בלי לעשות התאמות בתוך החברות, זאת סיטואציה מוזרה. אפשר לעשות פה התאמה ליניארית – לצורך העניין, אם במגדל היינו לוקחים 8%, היינו מאוזנים עם השוק אך עדיין צריך להוסיף עוד כמה אחוזים כדי לשקף את המוניטין של מגדל. יכול להיות שה- 2% זה סיכון יתר של הרגולטור הישראלי. אם היתה שונות בין האחוז שנלקח בין חברות שונות, יכול להיות שהבעיה היתה נפתרת.

אלון גלזר

אני חושב שהשוק לא טיפש. השוק יודע לכוון לא רע את המספרים. אם החברות היו באמת זולות, היינו רואים עסקאות. אם היינו מתמחרים בניין בשליש מהשווי שלהם, היו קונים יותר.

בעיניי, הסיכון הוא הרבה פחות של רגולציה והרבה יותר אקטואריה. אני חושב שמה שאנחנו לא מבינים, ולכן הסיכון צריך להיות יותר גבוה.. לא למדנו שהפרישו מעט מידי עתודות, תמיד יש עוד גידול. ... זה לא דומה לבנקים.

שלומי שוב

אתה מחזק את מה שיוזרם אמר. כשאני מלמד את הסטודנטים שלי מסגרת מושגית, אני מסביר להם שאחד מהמאפיינים התוספתיים נקרא יכולת אימות. יכולת אימות משפרת את השימושיות של הדוחות הכספיים. כל חברה מפרסמת דוח מבוקר, איך אתם מנתחים אותו? הוא משפיע עליכם?

אלון גלזר

כמעט אפס השפעה. אם היינו משתמשים ב-EV, היינו עושים הפוך – נותנים שווי יותר גבוה לחברות שמחזיקות ביטוח חיים, ולא היינו נותנים מספיק שווי לטווח הקצר. דווקא קיבלנו הפוך – החברות עם הזנבות הארוכים הן אלה שחטפו בגלל הסולבנסי. בדרך כלל נהיה מופתעים לרעה בכל מה שקשור לגירעונות האקטואריים.

תכנית בחשבונאות

פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

דן בראון

מדובר בחישוב הון רגולטורי, לא כלכלי. באירופה עבדו קשה הרבה מאוד שנים לבנות כלי לנטר חברות שעלולות לפשוט רגל. סולבנסי מהווה כלי לראות סימני אזהרה לפשיטת רגל עתידית. מצד אחד סולבנסי אמור למדוד את היכולת של החברה תחת תרחישים שונים. מצד שני, החישוב אמור להאריך את השווי של התיק במקרה שחייבים למכור את התיק. עוד סיבה שלא לראות את סולבנסי כמדד הון כלכלי כי זה לא לוקח בחשבון את כל הפעילות של החברה.

לגבי הטענה שההערכות האקטואריות התבדו בעבר, נראה לי שצריכים להפריד בין החישובים המסורתיים של חישובי עתודות ובין חישובים כמו סולבנסי שכוללים תחזית קדימה שלא אמור לחזות כל שינוי חיצוני שיכול להתרחש אלא תרחישים שהוכתבו על ידי הרגולטור.

אמיר ברנע

איך קונים חברת ביטוח? איך מעריכים חברת ביטוח?

דן בראון

כשעושים עסקה ורוצים להגיע לערך של החברה או התיק, מה שבסוף היום קובע זה שיעור היוון. אפשר להגיע לערכים מאוד שונים על אותו תזרים. הכל תלוי בשיעור היוון שבחרים. אני מניח שמישהו שרוצה להשקיע בחברת ביטוח לא יסתפק בפרמיית סיכון של 6% שמוכתב בסולבנסי. השיעור של 6% אמור לתת מחיר שוק לתיק במקרה שרגולטור מוכרח לחייב חברת ביטוח למכור את התיק לחברה אחרת. אבל במקרה של רכישת תיק ומיזוג, בדרך כלל יש הרבה חיסכון בהוצאות כי רב ההוצאות קבועות וזה יכול להשפיע על התזרים. אם כי, סביר להניח שהפרמיית סיכון הגלום בפועל יהיה יותר גבוה מ-6%.

אמיר ברנע

מה דעתכם, WACC או מחיר הון עצמי? אולי משהו באמצע? מה צריך להיות הבסיס לקביעת פרמיית הסיכון?

תכנית בחשבונאות

פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

יורם עדן

ברגע שלצורך הסולבנסי אתה מאפשר לחברות הביטוח לגייס חוב שאתה קורא לו רובד שני ורובד שלישי ב- 2%-3%, איך שלא תסתכל על זה, זה WACC.

אמיר ברנע

מצד שני, כל ההתחייבויות האחרות כן מופיעות.

עודד שריג

אני לא יודע להתייחס לעניין ה-WACC וההון העצמי, כי בחברת מימון כמו בנק או ביטוח ההבחנה היא לא ברורה, כי בחברות כאלה הנכסים הם חובות.

אני רוצה להתייחס לנקודה אחרת. ברגולציה של סולבנסי יש שמות, ואנחנו לוקחים את השמות כאילו הם נכונים, ומתייחסים לנושאים בקונטקסט של השמות שניתנו. מאזן כלכלי – אמיר, אתה עשית הרבה הערכות שווי, בחיים שלי לא ראיתי הערכת שווי שלוקחים את תזרים המזומנים, מהוונים בריבית חסרת סיכון, ואז לוקחים את תוחלת תזרימי המזומנים, מוסיפים עליהם 6% ומהוונים בריבית חסרת סיכון כאיזה שהוא ניכוי לסיכון. אני לא מכיר שום תמיכה, לא תיאורטית ולא אמפירית לזה.

התפיסה שלנו כאילו מדובר על מאזן כלכלי מגיעה מהשם ולא מצורת החישוב. צורת החישוב של שווי לא מתאימה למה שהכלכלה אומרת שצריך לעשות. לכן, הציפיה שלנו שהמאזן הכלכלי ייתן שווי כלכלי היא בכלל לא נכונה. זה באמת מאזן רגולטורי.

הרגולטור קבע כללים איך מחזיקים את ההון, ולפי זה צריך להסתכל על זה. הקביעה של כמות ההון לא צריכה להיות קשורה לשווי השוק, כי היא נעשית בצורה אחרת.

אתן דוגמה – מחשבים את העתודות. הן אמורות להיות משהו שחברת ביטוח אחרת תהיה מוכנה לשלם תמורת העתודות האלה כדי לקחת אותן. אנחנו יודעים שהעתודות בסולבנסי יותר גדולות מהעתודות במאזן, ואנחנו יודעים שכשעושים עסקאות למכירת עתודות הן נעשות בפחות מהמאזן, חברות רושמות רווחים ב-LPT. זאת אומרת, מחירי השוק של העתודות הם לעין ערוך יותר נמוכים מאשר העתודות.

תכנית בחשבונאות

פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

משה שחף

ההתחייבויות הביטוחיות במאזן הכלכלי הן יותר נמוכות מהמאזן החשבונאי משתי סיבות: אחת – יורדים הרווחים העתידיים. שתיים – בביטוח כללי אין צורך במרווחי שמרנות, הולכים ל- best estimate.

עודד שריג

אני דיברתי על החשבונאי. ה- LPT בדרך משחרר רווחים בחברות. לכן, אני חושב שהלשון שמשמשים בה של "מאזן כלכלי" מביאה אותנו לחשוב שהשוק צריך היה להתיישר לשם. אני לא חושב כך. היא מטעה אותנו בהרבה דברים. למשל, 1 ל-200 שנה – אם זה היה נכון, למה עשו quiz? כדי לכייל את המודל, כי אין לאף אחד מושג וזה לא רלוונטי. מה שרלוונטי שהמאזן הזה מייצג דרישת הון, הוא מאזן רגולטורי וזאת מטרתו.

דרישת ההון הזאת היא דרישת הון הרבה יותר גבוהה ממה שאנחנו היינו חושבים שצריך בכדי לשמור מהסיכונים. לדוגמא, הבסיס לתרחיש הפיננסי הוא מה שקרה ב-2008. אז למגדל היה רבע מכמות ההון שיש לה כיום והיא לא נדרשה לשום השלמת הון. ב-2008 היו מאות בנקים בעולם שפשטו רגל וחברות ביטוח אחת AIG שפשטה רגל, בגלל פעילות בנקאית שלה בלונדון שכמעט גמרה את החברה. כלומר, חברות ביטוח הן בכלל ברמת סיכון אחרת ממה שהמודל תופס, אבל זאת הרגולציה.

אמיר ברנע

אתה מציג את זה כאילו הרגולטורי מגדיל את המחוייבות?

עודד שריג

כן

אמיר ברנע

זאת אומרת השווי עוד יותר גדול?

שלומי שוב

אבל, עודד, יש פה סתירה, מצד אחד אתה אומר שהמאזן שמרני מידי, אבל הבעיה שלנו הפוכה.

תכנית בחשבונאות

פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

עודד שריג

המאזן הזה לא קשור בכלל לשווי שוק, הוא שמרני מידי, כי הוא דורש כמויות הון כאילו שחברת ביטוח היא מסוכנת ככל חברה אחרת או כמו בנק, והיא לא. זה מודל עסקי שונה לחלוטין. הציפיה שלך היא שהמספר הרגולטורי יתאים לאיזה שהוא שווי כלכלי והוא לא.

שלומי שוב

הוא יהיה איזה שהוא רף תחתון, כי אנחנו לוקחים פה הנחות שמרניות.

עודד שריג

קבעו כלל שככה מחשבים. למגדל יש 6 מיליארד VIF. מה זה אומר? שזה השווי של הפעילות שלה? הלוואי. זה נעשה בחישוב שאני לא מבין, אני לא מכיר שום בסיס תיאורטי ואמפירי לו, וזה לא מפתיע שהוא נותן מספרים שאינם קשורים למה שקורה בשוק ההון. כי הוא נעשה למטרה רגולטורית.

מאיר סלייטר

מנקודת המבט שלי, יש כאן שתי בעיות שקשורות אחת בשניה. הראשונה היא השפה – יש לנו שפה חשבונאית ופתאום אנחנו עוברים לשפה כלכלית, שאנחנו רק מתחילים להבין אותה. בסוף, הגילוי הזה הוא 10-15 עמודים, ובחשבונאי יש 500 עמודים. כלומר, יש לנו הרבה יותר מידע ברמה החשבונאית. למה זה חשוב? אנחנו מצפים משוק ההון להבין את מה שכתוב פה על סמך 10 עמודים וזה בלתי אפשרי. לא מפרטים לנו ולא נותנים לנו את הכלים להעריך מה יש שם. לכן, יש פה משהו שהשוק יצטרך ללמוד אם וכאשר המאזן הכלכלי הזה יהיה באמת השפה. אם המאזן החשבונאי ימשיך להיות השפה, ימשיך להיות ניתוק. ב-2021 יהיה מעבר של דיווח חברות הביטוח לשפה אחרת לחלוטין. זה דבר שלילי ביכולת של אנשים להבין, כי גם ככה העסק מסובך. השאלה היא אם יש יכולת להבין מה הולך להיות השינוי בהון ממנו יגזר הדיבידנד או יכולת הצמיחה בשנה הבאה. תראו מה קרה בהון מגדל – מעמידה בדרישות של 74% קפיצה ל-93%, ושנה אחר כך רק ל-95% - איך אפשר להבין מה יכולת ייצור הרווח או הגדלת ההון בתוך שנה מסויימת. זה המבחן המשמעותי הראשון. בסוף, משקיע בשוק ההון בוחן חברה ורוצה תשואה של 10%-12% בחברות ביטוח. קודם כל בואו נבין את מה שיש פה ואיך זה משתנה כל שנה.

תכנית בחשבונאות

פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

שלומי שוב

מחיר המניה של הפניקס מצדיק את מה שאתה אומר, התוצאות הטובות שלהם בשנים האחרונות מקבלות ביטוי בזה.

דן וייס

אני רוצה להמשיך בגישה של עודד. המטרה של הסולבנסי היא, כמו שעודד אמר, השגת יציבות של חברות הביטוח. הנקודה הראשונה שלי הינה כי סולבנסי לא נולד לצורך הערכות שווי. לכן, אני מסכים עם עודד שהלמאזן הכלכלי בסולבנסי אינו תואם הערכת שווי בשיטות המקובלות. בנוסף, כשעושים הערכת שווי צריך לקבוע הנחות ספציפיות על החברה. בישראל, בניגוד לאירופה, יש הנחות גורפות, לדוגמה הקורלציות בין הסיכונים שנקבעו בצורה אחידה לכל החברות. למה שמישהו יאמין שהקורלציה במגדל זהה לביטוח ישיר? אני סבור שהנחת הקורלציות שנקבעה על ידי הרגולטור לא נכונה לשתייהן. לכן, כשאני מסתכל על הנושא הזה, גם ביישום של המאזן הכלכלי יש קשיים בתמיכה בהערכת שווי.

הנקודה השנייה עוסקת בהעדר הנחות לגבי שינויים טכנולוגיים בתעשיית הביטוח. בתעשיית הביטוח, הסקת מסקנות לגבי שווי חברות בהתעלם משינויים טכנולוגיים הינה בעייתית. ושוב, כשאנחנו מסתכלים באירופה, אנחנו רואים חברות ביטוח שיותר מוכנות לשינויים טכנולוגיים. לכן, הנושא הזה מחייב התייחסות. באותה רוח - חברות ביטוח שלא ידעו להוריד הוצאות הקבועות ולהתאים עצמן לעולם הטכנולוגי החדש יפגעו בשווי שוק, כי צפויה השפעה דרמטית. בסולבנסי אין התייחסות לכך.

הנקודה השלישית היא ההתייחסות למצב הייחודי שאנחנו נמצאים בישראל בנושא הבעלות. בישראל יש מספר גדול של חברות ביטוח שנמצאות על המדף ועדיין לא ידוע מי יהיו הבעלים החדשים, אבל ברור שיהיו בעלים חדשים.

הרבה מחקר שעשיתי מראה השפעות שונות ממה שטוען הפיקוח כאשר הוא שואף לבעלות מבוזרת ללא בעל שליטה. בגדול, לבעל שליטה בעל מומחיות בביטוח יש ערך בחברה. מחקר מראה כי לחברות ציבוריות בבורסה בתל אביב שיש בהן שליטה משפחתית יש ערך לבעלות.

תכנית בחשבונאות

פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

אמיר ברנע

אתה אומר שהמאזן הרגולטורי בא למלא את צרכי הפיקוח על פי מה שהוא מבין, אבל יש ממשק ברור בין הרגולציה לשווי השוק – ביכולת לחלק דיבידנד, פעילויות אחרות וכו'. אם מחר המפקח על הבנקים יחליט שיחס הלימות הבנקים עולה, תהיה לזה השלכה מיידית על שווי השוק של מניות הבנקים. יש לרגולציה השלכות ישירות על היכולת של חברות הביטוח והבנקים להתמודד בשוק ההון. לכן, העובדה שאתם טוענים שאין קשר... מה מעריך השווי צריך לענות לך?

עודד שריג

אמיר, אתה יודע שרוב הבנקים מוערכים בעולם על בסיס מכפיל ההון העצמי שלהם בדיוק מהסיבה הזאת. הון זה לא עגבניות, הון לא נרקב, הוא עושה תשואה.

משה שחף

מהרגע שהונחה הטייטה הראשונה של ה-IFRS 17 והסולבנסי, הבנו שאנחנו בסרט אחר והענף הזה נכנס לביקורת, לא של נתונים היסטוריים או מציאות קיימת, אלא צריך לקחת בחשבון תחזיות עתידיות. תדעו לכם, זה הולך להיות חזק באותה עוצמה ב-IFRS 17. כדי לבקר דבר כזה, הבנו שכללי הביקורת ודוח המבקר שלנו בכלל לא משקף, לכן סירבנו להכניס את זה לדוחות הכספיים. כדי לבקר תחזיות עתידיות, אתה צריך לגייס אקטוארים שיבדקו את ההנחות שכל חברה מניחה לגבי התפתחות העתיד. עכשיו, כמו שאמר אמיר, עיקר ההנחות הן התבססות על העבר, כי עיקר ההנחות הן מה שהיה זה מה שיהיה. יכול להיות שהשוק לא מאמין בזה. לכן, הבדיקה המעמיקה היא בדיקה המחקרים האקטוארים וההנחות בחישוב העתידי. אנחנו עובדים עם מחלקת מערכות מידע כדי שתבדוק את נושא שלמות הנתונים. יש כאן ארבע מחלקות אצלנו שעובדות על זה – מחלקת אקטואריה, ניהול סיכונים, חשבונאות ומערכות מידע. זאת כדי להצליח לבקר ולהוציא דוח בהתאם לתקן המידע עתידי. אם תקראו את דוח המבקרים החדש שלנו, אנחנו ממש מסתייגים ואומרים את זה.

המהפכה הזאת הולכת להיות גם ב-IFRS 17. שאלו אותי מה יותר נכון הדוח החשבונאי או הדוח הכלכלי הזה? כאן אני מסכים עם אלו שאמרו שזה דוח רגולטורי. למעשה, מה שמפריע לי במאזן הכלכלי הזה הוא שעסקי הפנסיה לא מקבלים ביטוי, כמו שאמרת. כל תזרים מזומנים העתידי של פנסיה וגמל לא מקבל ביטוי וכל עלות הרכישה שלו נמחקה.

תכנית בחשבונאות

פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

הדבר השני ב- IFRS 17 לא תצטרך למחוק את כל הנכסים הבלתי מוחשיים. חברות הביטוח משקיעות הון עתק בתוכנה, והתוכנה הזאת נמחקת בהון הכלכלי. ב- IFRS 17 אין צורך כזה. זאת אומרת, כמו שאתה אומר, מחריף את המצב. אנחנו בעולם של בדיקת תחזיות. זה לא כמו בעולמות אחרים, שאתה חותם על חברה שאתה רואה את הנכסים.

שי קומפל

אחת – אני חושב שההון הכלכלי שמופיע בסולבנסי לא רלוונטי לשווי שוק בכלל. יש שם המון פרמטרים לנתח ולאבחן, כך שאני לא יודע אם זה נותן ערך מוסף. אני לא בטוח שזה ישפיע על השווי, השאלה איך זה ישפיע על ההתנהגות של החברות. פה, יכול להיות שזה ישפיע גם על הרגולציה וגם על האפשרות לחלוקת דיבידנדים, שאת זה יבואו ויראו משקיעים.

יש שאלה האם כתוצאה מהמעבר לסולבנסי אפשר יהיה לחלק יותר דיבידנדים, כי אתה מסתכל על רווחים עתידיים. אני לא בטוח שיש מישהו היום בשולחן שידע לענות על השאלות האלה, כי עוד אין ניסיון. זה גם לא יהיה זהה בכל חברה.

אני מעריך שיהיו שינויי במוצרים. אני חושב שעד היום חלק גדול מהחברות ראו מה הרווחיות שהמוצר מייצר, כשהמחיר הון שעמד למולם היה משני או אפילו לא נספר בצורה מלאה ופחות אפקטיבי להחלטה איזה מוצר לייצר. אבל אני חושב שהיום עברו לשפה אחרת של לבוא ולראות מה דרישה ההון שאני מייצר על אותם מוצרים. רואים שיש הבדל בין מוצרים שהם צרכני הון גדולים שיכול להיות שהמחירים היום לא תומכים במחירי ההון והרגולטור היום לא כל כך מקל. לא תמיד הרגולטור רואה במחירי המוצרים את מחירי ההון ששמים מולו, לפעמים לא ולפעמים כן. לא בהכרח תואם. בהחלט יכול להיות שיהיו שינויים במוצרים שיקטינו את דרישת ההון גם ישארו באותה רווחיות, אבל לפחות יקטינו את מחיר ההון. אז, המשמעות לכך תהיה אפשרות גבוהה יותר לחלוקת דיבידנדים.

זה משהו שלא יהיה ביום אחד. אם יהיו מוצרים שיראו את ההשפעה, יכול להיות שלטווח בינוני יותר זה ישפיע. אני יודע שאצלנו מוכנים לזה. אני מניח שאנחנו לא החברה היחידה. אני חושב שזה הדבר שאולי ישפיע על השוק, אבל אלה דברים שייקחו זמן.

תכנית בחשבונאות

פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

שלומי שוב

יש פה נקודה מאוד חשובה ומעניינת ששי מעלה, על מתח בין החשיבה של חברת הביטוח לחשיבה של הרגולטור ומעניין איך זה ישפיע. מה זה אומר לעניין היחס של חלוקת דיבידנדים. אתם, לדוגמה במנורה, לקחתם 115%, מה השיקול שצריך להיות לדעתך באופן כללי?

שי קומפל

אני אגיד לך מה עשינו, כל חברה עשתה את זה בצורה שונה. המודל הוא מודל תנודתי, עם המון הנחות קדימה, חלקן סובייקטיביות. החשש שלנו היה לרדת ביחס לעודפי הון, הנחנו מספר תרחישים שאנחנו רוצים לראות מה יעשו וראינו מה ההשפעה של זה. מזה גזרנו כמה אנחנו רוצים להשאיר. כל חברה חשבה אחרת... לכל אחד יש מדרגה שונה, כי על כל אחד התרחישים השפיעו בצורה שונה, ולכן המדרגות בין החברות שונות. זאת הסיבה שקבענו לעצמנו רף מסוים.

שלומי שוב

כן, אבל השאלה היא מה צריך להיות הרף במיוחד לאור כל מה שאתם מדברים על המדע הבדיוני הזה.

שי קומפל

הסברתי, הרצנו תרחישים סבירים על התיק בפועל שהנחנו שיכולים לקרות בטווח שנים מסויים.

שלומי שוב

יש פה שיקול דעת מאוד משמעותי של הדירקטוריון.

עודד שריג

שתי נקודות שאני רוצה להתייחס אליהן: אחת – בהינתן שכמות ההון הולכת לגדול, שווי המשקל יהיה עם פחות מוצרי ביטוח ויותר יקרים. להון יש מחיר. כמה זמן זה ייקח? אני לא יודע, אבל זאת התוצאה כשאתה מייקר את התשומות. שתיים, תקראו את הדירקטיבה. היא אומרת שאם ירדת מה-SCR, אתה צריך להגיש תוך חודשיים תוכנית להשלמת הון תוך שישה חודשים. זאת אומרת, לא מסתכלים על ה-SCR כעל רף קשיח שאי אפשר לחדור אותו. לכן, השאלה החשובה היא כמה קל לך

תכנית בחשבונאות

פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

לחזור בחזרה ל- SCR. כלי הניהול של ההון הם לא רק שמירת כרית, הם גם ביטוחי משנה והיכולת לנהל את התיק. כל הדברים האלה גורמים לך להבין איזה מרווח אתה רוצה לשמור.

אמיר ברנע

אבל, לפי מה שאמרת קודם, האם ביטוח משנה יוצר רווח? ההצעה שאקבל מביטוח משנה לכיסוי תשפר את מצבי מבחינה זאת לעומת העלות המובנית בסולבנסי. זה מוזר.

עודד שריג

לפי דעתי אתה צודק. אני חושב שזה נכון במקומות שלא חיים עם הרגולציה האירופאית.

אמיר ברנע

הקונספציה הבסיסית של הדוח הזה הוא מהו המחיר בו ניתן למכור את האלמנטים המסוכנים לגורם חיצוני.

שלומי שוב

נקודת המוצא של הסקטור הישראלי, בעיקר בגלל כל מיני ביטוחים של העבר, במיוחד בחברות מסורתיות שהתחייבו לכל מיני הבטחות קצבה, ביטוח סיעודי שלא מאפשרים החברה באוצר לעדכן מחירים, מכניס אותם לנחיתות בעמדת המוצא.

מיכל גור כגן

הסיבה לזה באירופה היא שזה כולל את הוראות המעבר בפנים. זאת אומרת, הוראות המעבר מוכרות לצורך דיבידנד. בבריטניה, היחס הממוצע היה כ- 70% לפני הוראות המעבר. הם מחלקים דיבידנד, כי אחרי הוראות המעבר הם עומדים על 150%. שם זה מוכר לצורך דיבידנד. לחברות ביטוח חיים בבריטניה יש תיק עם הבטחות קצבה, אבל לרוב הן מיום הפרישה ולא מיום החיתום.

אמיר ברנע

מה אתם צופים כסיכון העיקרי הצפוי – הניוד או הטכנולוגיה? לצמצם את כוח האדם בחברות הביטוח והשימוש בסוכנים.

תכנית בחשבונאות

פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

אמיר ברנע

מה השינוי? הקשר מול המבוטח או הליך החיתום בתוך חברת הביטוח?

דן וייס

שינוי טכנולוגי בא בכמה מקומות. הכי בולט זה במוצרים עצמם. לדוגמא חברה סינית שהנפיקה לפני כמה חודשים והיא מוכרת ביטוח משלוחים של עליבאבא. שווי השוק שלה בהנפקה יותר גדול משווי כל השוק הישראלי והיא הוקמה לפני פחות מחמש שנים. יש פתאום חברה שעובדת אחרת, מוכרת מוצר אחר. יש כאן איום על התעשייה. בתעשיית הביטוח יש גישה אחרת, ומי שמייצג אותה בצורה הכי בולטת באירופה זה אליאנס, שאומרת שהיא תהיה המובילה בחדשנות. שווי השוק של אליאנס הרבה יותר גבוה מאשר ההון החשבונאי. חלק מהפער בשווי נובע מכך שאליאנס מאוד מתקדמת במושגי החדשנות וזה לא כלול בהון החשבונאי.

מירי סופרשטיין

אני רוצה להוסיף משהו בנוגע לסיכון הטכנולוגי. לדעתי הוא בא בעיקר מהכיוון של עולמות ה-data. היום קיימות יכולת טכנולוגיות גבוהה המאפשרות ביצוע חיתום פרטני ומדויק, בהתבסס על מידע רחב מאוד. יכולות אלו לא היו קיימות בעבר וקשה מאוד ליישם אותן היום על מסדי הנתונים של חברות הביטוח המסורתיות. לצורך העניין, אם ענקיות הדאטה כמו גוגל ואמזון ירצו להיכנס לעסקי הביטוח, יש להן הרבה יותר מידע שמנוהל הרבה יותר נכון, היכולת שלהם לעשות הסקות סטטיסטיות הרבה יותר מתקדמת משל חברות הביטוח המסורתיות. לדעתי הסיכון המרכזי של שחיקת הערך שלנו מגיע משם. גם חברות הביטוח הדיגיטליות שקמו יהיו סיכון דומה, במידה ויצליחו ליישם את הטכנולוגיה לניתוח הנתונים. חברות הביטוח המסורתיות מתמחות ויעילות בשלב התביעות, של תשלום התביעה. לדעתי, הערך יעבור לשלב חיתום ויתבסס על היכולת להתאים מוצר ופרמיה מדויקים לנתונים הספציפיים של הלקוח. ברגע שהחיתום יהיה פרטני ויתבסס, לא רק על מאגרי המידע שלנו, אפשר יהיה להגדיל את הרווחיות גם מעבר למרווח הסיכון ול-SCR הנדרש. מה שנדרש הוא לעשות את הקפיצה הטכנולוגית הזאת ולרכוש יכולות ניתוח DATA מתקדמות.

תכנית בחשבונאות

פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

אמיר ברנע

תגידו, נושא הניוד הוא לא מרכזי?

מירי סופרשטיין

נושא הניוד הוא מאוד מרכזי, ברגע שהחברות הדיגיטליות יציעו למישהו ביטוח מותאם אישית ויראו בו לקוח פחות מסוכן, בעוד אנחנו נמשיך עם תעריף אחיד לקבוצת מבוטחים רחבה ועם הסבסוד ההדדי והתעריף שלו בממוצע יהיה נמוך יותר, נהיה בבעיה. יכול להיות שהפער בין שווי השוק של החברות לשוויין לפי הסולבנסי, נובע בחלקו מכך שהשוק קונס אותנו על ההתפתחות הטכנולוגית העתידית.

שלמה אליהו

הבנתי דבר אחד שהמאזן הוא רגולציה, כתוצאה מרגולטור שהכתיב לנו איך לעשות מאזן. רגולטור זה לא אלוהים. צריך להתמודד נגד התופעה. שוני בין בנקים לביטוח הוא מהותי. בנק בהלימות הון ממונף 12 פעם מההון. תוך שעה כל בנק יכול להתמוטט. אין ביטוח פיקדונות במדינה. אין הגנה לבעלי הפיקדונות. כאן הכל הפוך. אין לנו שוק הון שמתמחר מה הוא עושה, יש לנו תקשורת, לוביסטים ועושי שוק. ביטוח שולט על שוק ההון העולמי. כל הבנקים נשלטים בסופו של דבר על ידי גופי ביטוח. הם היחידים שיש להם כסף לזמן ארוך. ביטוח מכוסה פר עסקה בביטוח משנה אינדיבידואלי, אין סכנה. אני לא תופס כלום. כל ביטוח, מעבר לשייר, מוגן. אין סכנה בכל אירוע שההון של חברת ביטוח מהווה ביטחון. היא צריכה להיות מוגנת מקצועית בביטוח משנה וגם השייר מוגן. אומרים לי היום שבשביל למכור מוצר צריך לעשות עלות הון. אני לא מבין. איך אני אמכור? אני צריך למכור מוצר מוגן בביטוח משנה, מכסה הוצאות, עמלות ומותיר לי רווח. איזה קשר להון? אני צריך לבדוק שהמודל עומד בפני עצמו. הנושא של שירות לא קיים היום, סוכנים נמחקים מהמפה.

אמיר ברנע

בחברות הביטוח לקחו על עצמם התחייבויות עם תשואה מינימלית, אין פה חשיפה לסיכונים ריבית?

תכנית בחשבונאות

פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

שלמה אליהו

כשיש הבטחת תשואה ואין הכנסה מקבילה, החברות מפרישות את כל הרווח לעתודה. הסולבנסי לא בא להפריש, עושים את זה בלי כל קשר. כל התחייבות שלי לבעל פוליסה שקנה בדור הקודם ביטוח שהבטחתי לו תשואה של 4% צמוד וריבית, ואין לנו back to back, זה מופרש. זה חלק קטן היום במאזן. הבעיה שלנו היא אחרת. אתם תופסים שבנקים הם יציבים וחברות ביטוח צריכות הון. זה בדיוק הפוך. בנק ברגע שאין לו ערבויות וביטוח לפיקדונות... לפני 15 שנה שאלתי את פרופ' ברנע מה יקרה אם אליהו תיתן לאדנים פקידון, והסברת לי שלא יפצו אותה. אין ויכוח שצריך הון, אבל הדרישה לא יכולה לשתק חברה מלעבוד. יש לנו בעיה, אנחנו גופים פיננסיים עם רגולציה. בנק ישראל אומר כל בוקר שהבנק יציב, מייצר דיבידנד ונותן הלימות הון. אף אחד לא שואל איך בנק ללא שליטה מפוקח ומנוהל. עוד מעט יהיה לנו בענף הביטוח אותו דבר. הרי, מה זה בעל שליטה בחברה? כל כספו מושקע, שמו בפנים וכל מה שהוא רוצה לעשות זה הכי טוב לבעלי המניות.

אמיר ברנע

שלומי, אתה אומר לי שדוח דרמטי התפרסם בדוחות ספטמבר 2018 של חברות הביטוח – דוח יחס כושר פירעון. אני מסתכל על המספרים ורואה הון כלכלי של מגדל על סך 8 מיליארד, לעומת שווי שוק של 4 מיליארד. אני שואל אם יש הסבר לפער הזה, ועונים לי – מה אתה משווה בכלל? אחד זה בקונטקסט של שווי שוק או שווי כלכלי, התייחסות קדימה, והשני אומר לי שזה צרכים רגולטוריים שמישהו חשב שהוא צריך לדרוש דרישות הון שיעבור את הקדנציה בשקט בלי שתקרוס לו חברת ביטוח. זה מה שאומרים לי כאן. אז מה אסכם?

שלומי שוב

אנחנו רוצים לסכם. היה דיון מעניין, גם אם אין תשובות, הדברים חודדו והשאלות עלו. אני לפחות אתן את הצד שלי. נכון שזה מאזן רגולטורי, אבל אני חייב להגיד שלא השתכנעתי שצריך להיות רף תחתון לשווי. כל הדברים שאתם מדברים עליהם, דווקא אמורים להוביל לזה שאם אנחנו לא מכירים בנכסים בלתי מוחשיים ולוקחים הנחות שמרניות, התוצאה הייתה אמורה להיות הפוכה. במיוחד כשאנחנו לא לוקחים את הפוטנציאל לעסקים חדשים. מוניטין בצירופי עסקים זה מאוד משמעותי. יש פה הרבה אלמנטים נוספים. אני זוכר שכשעודד היה מפקח, שאלתי אותו למה לצורך ההון הרגולטורי מפחיתים נכסים בלתי מוחשיים שהם מזוהים. אני מבין את הרציונל שמדברים על חברה

תכנית בחשבונאות

פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

בעת פירוק, המוניטין מתפוגג, אבל יכולים להיות נכסים לא מוחשיים מזהים, שלפי החשבונאות יש להם שווי. הסברת לי שכרגולטור אתם לוקחים את ההנחה השמרנית ביותר.

מצד שני, אנחנו נמצאים במצב קיים. אני חושב שהסיכון-סיכוי הטכנולוגי והרגולטורי, צריכים להשתקלל בשיעור היוון. כנראה ש-6% זה שרירותי ולא מדויק, ולדעתי נמוך מדי. זה מחבר אותנו להחלטות של הדירקטוריונים על הרף המינימלי של עמידה ברף יחס כושר הפירעון לחלוקת דיבידנדים. אם כל מה שאנחנו אומרים נכון, צריך לקחת פה מרווחי ביטחון. אפשר לעשות תרגיל פשוט לפי החישוב שעשינו כאן. בסוף, מרווח הסיכון אמור להתפלג ליניארית. אני לא יודע אם לקחת את השוק כדבר היחיד שנכון, אבל לקחת אותו כנקודת ייחוס ואולי להיעזר בזה לצורך קביעת רף הביטחון.

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, בייסודם של פרופ' אמיר ברנע, הדיקן המייסד של בית ספר אריסון למנהל עסקים, ורו"ח שלומי שוב, ראש תכנית חשבונאות וסגן דיקן, 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