

# השפעתם של מרבית המנהלים בחברות הביטוח על הרווח השנתי - נמוכה

אם מנטרלים את השפעת שוק ההון על תוצאות החברות, מגלים כי פרט להראל, ההשפעה של המנהלים ברווח הכולל של 2013 היה נמוך מ-20% ● התוצאות מראות שונות גבוהה בין החברות: בעוד שכ-54% מהרווח של הראל נמצא בשליטת המנהלים, במגרל הם שולטים ב-8% בלבד



הדוחות הכספיים של חברות הביטוח קשים לניתוח באופן כללי, ובפרט כשמנסים להבין את התוצאות העסקיות בהקשר של ביצוי עי המנהלים. ראשית, הקושי נובע מכך שלאור המורכבות הכספית של עסקי הביטוח, הדוחות מתבססים בעיקר על מודלים ואומדנים אקטואריים של ההתחייבות הביטוחית, ולקוראי הדוחות אין באמת יכולת להבין את איכותם וטיבם.

קושי שני הוא החשבונאות הרגולטורית המיוחדת של חברות הביטוח. חברות אלה אמנם עברו ליישם את ה-IFRS כבר ב-2008, אך נכון לעכשיו ה-IFRS מתיר להן להמשיך בדרך כלל עם הפי רקטיקות החשבונאיות שהשתרשו בעבר בישראל בליבת עסקי הביטוח. חשבונאות רגולטורית מקדישת יותר את היציבות, ולכן שמה דגש רב יותר על שמירה על ההון מאשר על דיוק במדידת הרווח.

לחשבונאות רגולטורית זו אין בהכרח קו קוהרנטי אחיד, והיא משלבת בין שמרנות מצד אחד להתחשבות ברווחים העתידיים מצד שני. דוגמה לכך, שהוצגה בעבר בטור היא פרישת ההש"פעה של הגידול בתוחלת החיים על ההתחייבויות החשבונאיות, שמובילה לדחיית ההשפעה כנגד קיוז רווחים עתידיים שגלומים בביטוחי מנהלים.

הדוחות הכספיים של הפניקס ל-2013 ממחישים עד כמה "תמי" חור מחדש" של האומדנים יכול להשפיע על התוצאות. הפניקס רשמה ברבעון הראשון של 2013 רווח מידי של 72 מיליון שקל כתוצאה מהחלפת מבטח משנה בחלק מפוליסות ביטוח הבריאות, שמהווה במהותה, כפי שהוסבר בטור בעבר, עקיפת המודל האקטוארי. בנוסף, הפניקס דיווחה ב-2013 על שחרור רווחה של 150 מיליון שקל בענפי החבויות, שסווגה כ"התאמות בגין שנים קודמות" ונומקה בעדכון ההערכות של תביעות תלויות בענפי מע"בידים צד ג' ואחריות מקצועית. שתי השפעות אלה בלבד הן, לאחר השפעת המס, כמעט 20% מהרווח

הכולל של הפניקס ב-2013. מעבר לכך שהחשבונאות הרגולטורית - שנמצאת בליבת הדוחות של חברות הביטוח ומביאה להסתתרווהים והפסדים על פני השנים - אינה ברורה לגמרי לקוראי הדוחות הכספיים, היא שלעיתים קרובות גם רמת השקיפות והבהירות שלה נמוכה יחסית. לצורך המחשה, בתום 2014 מתכנן הפיקוח על שוק ההון להכניס שינוי חשבונאי ביחס לעודף שנוצר בביטוח רכב חובה וחבויות. עד כה, עודף זה נדחה לשלוש שנים מתום שנת החיתום הרלוונטית, וכעת במקום זאת, תירשם התחייבות על בסיס אומדן אקטוארי בלבד. מבלי להיכנס לשאלה אם זהו שינוי מדיניות חשבונאית או שינוי אומדן, הרי שאף שהדבר צפוי להשפיע מהותית לטובה על הדוחות השנתיים הקרובים של חברות הביטוח, הרי שבדוחות הרבעון הראשון של 2014 עדיין לא נכלל אומדן השפעה הכספית של השינוי, לפחות לגבי הסיכום המקסימלי של ההשפעה אם עדיין לא ברור לתכונות מהו מרכיב השמרנות שידרוש הפיקוח. לצורך המחשה, מעיון בדוחות הכספיים של מגרל, ניתן להעריך כי מדובר בסכום מקסימלי חריג מאוד ביחס לחברות הביטוח האחרות - של 317 מיליון שקל נכון לתום 2013.

## זרבות גבוהות מגבירות תלות בשוק

לגבי מגזר ביטוח חיים, הרי שבגין כל מוצרי החיסכון קיימות זרבות ביטוחיות גבוהות המי שקפות את כספי החיסכון של המבוטחים, ולכן נדרש להבחין לצורך המתודולוגיה בין שלושה דורות של ביטוחי חיים: פוליסות שהופקו עד 1990, פוליסות שהופקו עד 2003 ופוליסות שהופקו החל ב-2004. פוליסות מבטיחות תשואה עד 1990 אמנם מכוסות בעיקר באג"ח מיועדות, אך השפעת התשואה בשוק ההון קרדינלית בגין פע מאוד בשוק ההון. לגבי פוליסות שהופקו עד 2003, אמנם כל התשואה או ההפסד נוקפים למי בוטחים, אך חברת הביטוח זכאית לדמי ניהול משתנים של 15% מהרווח הריאלי, ולכן רווחיותה של מוצר זה רגישה מאוד להכנסות מהשקעות. לגבי המוצרים שהופקו מאז 2004, היות שהחברת

## הניהול הכי דומיננטי - בהראל הפרמטרים הניהוליים שניתן לגזור מהדוחות של חברות הביטוח ל-2013

חלקם של המנהלים בתוצאות	תשואה על ההון נטו ששייכת למנהלים	מספר שנים לבניית התיק*	יחס רווחיות של עסקים חדשים*
הראל 54%	8%	5.2	19.5%
הפניקס 19%	5.9%	9.9	11.4%
מנורה 19%	3.2%	16.6	12.5%
כלל 15%	2.8%	14.4	12.5%
מגדל 8%	1.4%	12.5	7.8%

\*לא כולל ביטוח כללי

## זה לא המנהלים עיקרי מתודולוגיית הפרדה - מידת תלות של המוצרים העיקריים בשוק ההון

תלות גבוהה	תלות נמוכה
<b>ביטוח חיים</b> פוליסות שהופקו עד 1990 פוליסות שהופקו ב-1991-2003 פוליסות שהופקו מ-2004	אין תלות
<b>ביטוח כללי</b> ענפי חובה וחבויות ענפי רכוש	אין תלות
<b>ביטוח בריאות</b> מוצרי סיעוד מוצרים אחרים	אין תלות
<b>פנסיה וגמל</b>	אין תלות

הביטוח גובה דמי ניהול קבועים מסכום החיסכון, ללא תלות בתשואה שנוקפה למבוטח, מוצר זה אינו תלוי בתשואה, להוציא הגי"דול בנכסים הנובע מהתשואה. לגבי ביטוח כללי, המתודולוגיה גיה מתייחסת בנפרד לענפים בעלי זנב ארוך של תביעות, שלהם תלות גבוהה בשוק ההון מפני שהם לרוב עתירי רווחה ביטוחית, ענפי חובה וחבויות; וענפים בעלי זנב קצר של תביעות (תלות נמוכה בשוק ההון, באופן יחסי קיימות עתודות נמוכות יותר) - ענפי רכוש. לגבי ביטוח בריאות, המתודולוגיה מתייחסת בנפרד למוצרי הסיכוי, שלו תלות גבוהה בשוק ההון מכיוון שענף זה הוא עתיר רווחה ולמוצרים אחרים בעלי תלות נמוכה בשוק ההון. לגבי פנסיה וגמל, דמי הניהול הם קבועים, ולכן אינם תלויים בשוק ההון. על בסיס מתודולוגיה זו, שמתבססת על הרווח הכולל, שהוא כיום

המרד המקובל להתייחסות לתוצאות חברות הביטוח, מתקבלות תוצאות מרתקות: ניתן ללמוד כי בכלל ענף הביטוח (חמש החברות הגדולות), החלק בתוצאות שלא שייך לשוק ההון ב-2013 הסתכם בכ-23% בלבד, לעומת כ-40% ב-2012. ניתן ללמוד עוד שככל שהיבורסה עולה יותר, הרי שחלק זה מצטמצם. כך, למשל, מרד ת"א 100 עלה בכ-14% ב-2013, לעומת כ-7% בלבד ב-2012. בהקשר זה, צריך לזכור כי הנתונים ל-2013 אמורים להיות מייצגים יותר מנתוני 2012. הסיבה לכך היא שב-2012 לא רשמו חברות הביטוח את כל ההכנסות משוק ההון, מאחר שהן עדיין סגרו את ה"בור" החשבונאי שנוצר להן מהירידות בבורסה ב-2011 בגין הפוליסות המשתתפות ברווחים (מלפני 2004).

הניתוח המעניין יותר הוא של השונוות בתמהיל העסקים של חברות הביטוח, שמוביל להבדלים ניכרים בתלות של החברות בשוק ההון. כך, למשל, החלק בתוצאות של מגרל שהושפע משוק ההון ב-2013 הסתכם בכ-92%, לעומת כ-46% בלבד בהראל. הפער נעוץ בכך שעיקר הפעילות של מגרל היתה במגזר ביטוח החיים בפוליסות מלפני 2004, בעוד שההראל יתרון ברור בביטוחי הריסק - ביטוחי חיים ללא רכיב חיסכון, וגם שני פרמטרים נוספים שני תן לגזור מדוחות חברות הביטוח לגבי אופן הניהול (ובהן עסק הטור בעבר) ונגעים לשיעור הצמיחה ושיעור הרווחיות על בסיס דוח הערך הגלום, שכולל את ביטוח החיים ואת ביטוח הבריאות, אך אינו כולל את הביטוח הכללי.

הנתון על הערך הגלום ביישראל סובל מבעיות רבות, ולכן יש קושי להישען עליו כמספר אבסולוטי, אך בהחלט ניתן לגזור ממנו שני יחסים מעניינים וחשודים שמעידים על אופן הניהול של חברת הביטוח: יחס הרווחיות, שמחושב כחלוקה של ערך העסקים החדשים (VNB) בפרמיה המשונונת (פרמיה של פוליסות חדשות במונחים שנתיים) המוכיח פלת במח"מ של 10 שנים. קצב הייצור של התיק חושב כיחס בין ה-VNB לבין שווי התיק שבתוקף (VIF), בניכוי ה-VNB.

שני פרמטרים אלה מעידים על החזקה הכוללת של הראל מצד אחד ועל חולשתן של מנורה, כלל ומגרל מצד שני. הפניקס, על פי שני הפרמטרים, נמצאת מבחינת דומיננטיות הניהול בתוך בין הראל ליתר החברות. תוצאות אלה עומדת מעט בסתירה לכך שחלק מהרווח הכולל של הפניקס ב-2013 שלא נובע משוק ההון הסתכם בכ-19% בלבד. התוצאה המוזרה יכולה להיות מוסברת באופן חלקי בלבד בעיותים חריפעמיים ברי וחויות, כמו שחרור הרורכה בענפי החבויות, שסווגה בהתאם למתודולוגיה המוצעת ככזו ששייכת לשוק ההון, כך שכפוף להתאמות החלק הניהולי יכול להגיע גם לכ-30%. אגב, ב-2012 עמד אמנם החלק שאינו תלוי בשוק ההון בהפניקס על כ-50%, אך כי כפי שהוסבר לעיל, לא מדובר בשנה מייצגת.

## חברת ביטוח - כמו נושאת מטוסים

המתודולוגיה המוצגת להפרידת התוצאות אינה מושלמת, שהי רי לאיכות החיתומית של העסקים וליעילות התפעולית בנייהול התיביעות, עמלות והוצאות יש מש"קל גם במגזרים שהוגדרו כבעלי מתאם גבוה עם תוצאות שוק ההון. עם זאת, ניתן להניח כי השפעתם של אלה על התוצאות הכספיות קטנה בהרבה מהתשואה שהושגה על ההשקעות. מנגד, חשוב לזכור כי גם החלק שנמצא בשליטת המינהלים במתודולוגיה המוצעת מורשפע אקסוגנית מהרגולציה הרבה בתחום, כמו בחס הגבלת דמי הניהול בפנסיה ובגמל. ניתן לדמות את מידת ההישענות של חברות הביטוח על שוק ההון לנושאת מטוסים שקשה לשנות במהירות את כיוון השיט שלה. הרי חלק ניכר מפוליסות הביטוח, בעיקר חיים וסיעוד, נמי כרו בעבר ויוצרות בכל שנה רווח או הפסד מבלי שהמנהלים הנוכחיים יכולים להשפיע עליהן. בכל מקרה, הניתוח המוצע בהחלט מאפשר לבצע הבחנה חשובה שמורבילה לאפיון חברות הביטוח על פי אופן הניהול שלהן, גם בהיבט ארוך הטווח, ולא פחות חשוב - מאפשר לזהות שינוי מגמה בו. הכותב הוא יועץ IFRS וסגן רקאן (חשבונאות) בית ספר אריסון למינהל עסקים במרכז הבינתחומי הרצליה