

"הסיכוי כיום לקריסה של חברת ביטוח גדולה בישראל עומד על 1.05%"



האקטואר **רועי פולניצר** חושף בטור מיוחד נתוני מחקר על סיכויי הקריסה של 5 חברות הביטוח הגדולות בישראל ואיך זה משפיע על עריכת חוות דעת אקטואריות בדבר שווי זכויות פנסיוניות שונות

חברות בטוחות

חברות ביטוח	שיעורי התשואה	הסיכון לקריסה
הראל אג"ח	1.94%	1.05%
מגדל אג"ח	1.18%	1.01%
כלל אג"ח	1.05%	0.87%
הפניקס אג"ח	1.00%	0.75%
מנורה אג"ח	0.82%	0.67%

פירעון = תשואה של אג"ח ממשלתית.

חברות בטוחות

זהו חישוב פשטני מעט, אבל הוא מספיק מדויק כדי לספק הערכת סיכון כללית לחברות. ההיגיון מאחורי המשוואה הזו טמון בהשוואה לתשואה של איגרות החוב הממשלתיות, שאמורות להיות כמעט בטוחות סיכון. ככל שהסיכון של חברה להגיע לחדלות פירעון הינו גדול יותר, כך התשואה של האג"ח שלה צריכה להיות גבוהה יותר כדי לקזז את ההפסד במקרה שהגעה לחדלות פירעון אכן תתרחש.

אם ניצוק לתוך התבנית הזו את נתוני השוק מיום חמישי שעבר, מתקבלת התמונה הבאה: תשואת האג"ח של מגדל חברה לביטוח היא 1.18%, בהשוואה לאג"ח ממשלתיות שמבטיחות 0.16% בלבד. אם נסמן את הסיכון להגעה לחדלות פירעון בתור A, נקבל את המשוואה הבאה: $0.16\% = 1.18\% \times A + (1-A) \times 0.0101\%$. כשבמקרה הזה הרבר שווה ל-0.0101. במילים אחרות, השוק צופה סיכוי של 1.01% שמגדל תגיע למצב של חדלות פירעון. ממחקר שביצע מחלקת המחקר של שווי פנימי, המתמחה בביצוע הערכות שווי וניהול סיכונים פיננסיים, עולה כי מצבן של 5 חברות הביטוח הגדולות הוא די בטוח (כפי שאפשר לראות מהטבלה המצורפת).

תרחיש בלתי אפשרי

מעבודת המחקר ניתן לראות בבירור שככל שהתשואה על האג"ח גבוהה יותר, השוק מייחס לחברה סיכון גבוה יותר להגעה לחדלות פירעון.

יום חמישי בשבוע שעבר נשאלתי מדוע בעת עריכת חוות דעת אקטואריות בדבר שווי היסכון פנסיוני מסוים, לצרכי איוון משאבים בין בני זוג, אני, כאקטואר גירושין, אינני נותן ביטוי לסיכויי שחברת ביטוח בישראל אשר מנהלת את אותו היסכון פנסיוני לא תעמוד בהתחייבויותיה כלפי המבוטח. ראשית, על פי גילויי הדעת של לשכת מעריכי השווי והאקטוארים הפיננסיים בישראל, בעת עריכת חוות דעת אקטואריות בדבר שווי חשבונות ופיקדונות בבנקים לצרכי איוון משאבים אין לתת ביטוי לסיכויי לקריסת הבנק – הוא הדין גם לגבי חוות דעת אקטואריות בדבר שווי זכויות פנסיוניות שונות.

שנית, המדינה לא תיתן לחברות הביטוח להגיע לחדלות פירעון. קיים רגולטור שתפקידו לברוק את כושר הפירעון של חברות הביטוח, כך שגם בקרות אירוע של קריסת חברה ביטוח גדולה ההנחה היא שהמדינה תחליף אותה.

אומדן סיכויי הקריסה

שלישית, הואיל וחברות הביטוח בישראל קונות ביטוח משנה על החלק בביטוחי מנהלים שיש בו כיסוי ביטוחי, הרי שבקרות אירוע של קריסת חברה ביטוח, מבטח המשנה "יספוג" אף הוא חלק מהתביעות. למעשה, המבוטחים בביטוחי מנהלים אינם חשופים רק לחברת הביטוח שאצלה "יושבים" כספיהם אלא גם למבטח המשנה. למעשה, הסיכוי שהמבטח ומבטח המשנה יגיעו ברויזמנית לחדלות פירעון נמוך הרבה יותר מהסיכויי שכל אחד מהם יגיע לברו למצב של חדלות פירעון.

מכל הטעמים שמניתי לעיל, אינני סבור שיש לתת ביטוי לסיכויי הקריסה של חברת הביטוח בעת עריכת חוות דעת אקטואריות בדבר שווי זכויות פנסיוניות שונות.

אם בכלל זאת רוצים לעשות זאת, מתעוררת השאלה, כיצד אומדים את הסיכוי לקריסת חברה הביטוח? הדרך המקובלת לאמוד את סיכויי הקריסה של חברות היא בבדיקת התשואה שמניבות איגרות החוב שלהן בהשוואה לתשואה של איגרות חוב של ממשלת ישראל. ככל שהפער בתשואות גבוה יותר, קיימת פרמיה גבוהה יותר, שמשקפת את מה שהשוק דורש בעבור הסיכון שטמון בכך שהחברות האלה יגיעו לחדלות פירעון. יש דרך פשוטה להמחיש את הסיכוי שהשוק "חושב" שתרחיש כזה יתממש:

תשואת האג"ח X הסיכויי לאי הגעה לחדלות פירעון + מינוס 100% X הסיכויי להגעה לחדלות

מדוע אם כך חברות הביטוח נראות יציבות כל כך (עם תשואות אג"ח שגבוהות רק במקצת מהאג"ח המובטח של ממשלת ישראל), אף שברור שהן יכולות בתרחיש מסוים להגיע לחדלות פירעון? התשובה לכך נעוצה בתפקיד המרכזי שחברות הביטוח ממלאות כיום בשוק ההון.

קריסה של חברה ביטוח גדולה תביא לכאוס כלכלי במדינה, כשהממשלה ורשות שוק ההון לא ייתנו לזה לקרות. הנחת העבודה היא שבמקרה כזה הממשלה תחליף את חברות הביטוח, ממש כפי שעשתה במשבר מניות הבנקים של '83. גם חברות הביטוח יזכו למבצע חילוץ הרואי. כך לפחות מעריך השוק, כפי שמשקף משיעורי התשואה של האג"ח.

על פי נתוני המחקר, הסיכויי כיום לקריסה של חברת ביטוח גדולה בישראל הוא לכל היותר 1.05%. המשמעות היא שהגעה למצב של חדלות פירעון של חברת ביטוח גדולה בישראל היא, לפחות כרגע, תרחיש כמעט בלתי אפשרי.

לבסוף, במידה ורוצים לתת ביטוי בעת חוות דעת אקטואריות בדבר שווי זכות פנסיונית לצרכי איוון משאבים לסיכויי הקריסה של הגוף המנהל, הרי שיש לחשב את השווי התוחלתי של אותה זכות פנסיונית. השווי התוחלתי משקלל למעשה את השווי האמיתי של הזכות הפנסיונית בסיכויי לאי הגעה של הגוף המנהל לחדלות פירעון ובאופן דומה את השווי בר ההשבה של אותה זכות בסיכויי להגעה של הגוף המנהל לחדלות הפירעון.

הכותב הוא מייסד ויו"ר לשכת מעריכי השווי והאקטוארים בישראל והבעלים של פירמת שווי פנימי המתמחה בביצוע הערכות שווי וניהול סיכונים פיננסיים