

# דירוג חברות ביטוח אשראי

הזמנה להגיש הערות מהציבור | מאי 2023

## אנשי קשר:

### דימה כץ

אנליסט, מוסדות פיננסיים  
[Dima.K@midroog.co.il](mailto:Dima.K@midroog.co.il)

### לידור אוזן

אנליסט, מוסדות פיננסיים  
[Lidor.U@midroog.co.il](mailto:Lidor.U@midroog.co.il)

### צביקה ארליכמן

אנליסט, מוסדות פיננסיים  
[Tzvika.e@midroog.co.il](mailto:Tzvika.e@midroog.co.il)

### איתי נברה, סמנכ"ל

ראש תחום מוסדות פיננסיים  
[Itay.navarra@midroog.co.il](mailto:Itay.navarra@midroog.co.il)

## הזמנה להגיש הערות מהציבור

הזמנה זו להגיש הערות מהציבור מתארת את השינויים שבכוונת מידרוג לבצע למתודולוגיה לדירוג חברות ביטוח אשראי שפורסמה על ידה במאי 2017 (להלן: "המתודולוגיה המוצעת" ו-"המתודולוגיה הקיימת") וכן נועדה, בין היתר, לחדד ולהסביר את הפרמטרים העיקריים המשפיעים על דירוג חברות ביטוח אשראי.

להלן עיקרי השינויים במתודולוגיה הקיימת:

- (1) עדכון הפרמטרים העיקריים במטריצת הדירוג ומשקלם, באופן שידגיש פרמטרים אשר להערכתנו משקפים בצורה נאותה את מכלול השיקולים לצורך הערכת כושר החזר האשראי של הגופים המדורגים. לדוגמא:
  - הסרת הפרמטרים פיזור עסקי ונכסים בלתי מוחשיים להון עצמי כפרמטרים מובילים במטריצת הדירוג מכיוון שפרמטרים אלו אינם מהותיים בשוק ביטוח האשראי המקומי. פרמטרים אלו ייבחנו במסגרת שיקול נוסף תחת תתי הפרמטרים נתח שוק כולל ונכסים בסיכון גבוה/הון מוכר, בהתאמה כיוון שאלו אינם מהותיים בשוק ביטוח האשראי המקומי.
  - שינוי משקולות תתי הפרמטרים בפרמטר הלימות ההון: הגדלת משקל תתי הפרמטר הלימות ההון הרגולטורי (סולבנסי 2), אשר להערכתנו משקף בצורה נאותה את הלימות ההון של המבטחים, והקטנת משקלם של תתי הפרמטרים מינוף תפעולי ומינוף חיתומי.
  - שינוי הפרמטרים למדידת רווחיות: הסרת ציון התקן לתנודתיות התשואה על מקורות המימון (ROC) ובמקומו מדידה של יחס ה-ROC כמדד לאמידת התשואה.
  - הסרת הפרמטרים חוב מותאם לחוב מותאם והון ורווח מותאם לפני ריבית ומס להוצאות ריבית, בשל היעדר צרכי חוב בקרב החברות בענף. במקום זאת נבחן את המדיניות הפיננסית של החברה.
- (2) חישוב נתח השוק של המבטח בענפי הפעילות השונים, הן ביטוח אשראי מקומי והן ביטוח סיכוני סחר חוץ, ביחס להיקף השוק המקומי, וזאת חלף אבחנה בין נתח השוק בביטוח האשראי המקומי ובין נתח השוק בביטוח האשראי לסחר חוץ בשוק הבינלאומי. כאשר באחרון החישוב התייחס להיבט התחרותיות של המבטח בשוק ביטוחי סחר החוץ הגלובלי. להערכת מידרוג, בחינה ביחס להיקף הפרמיות בשוק המקומי משקפת בצורה מספקת את המיצוב העסקי של המבטח וזאת עקב היעדר התקשרות מהותית של לקוחות מקומיים ישירות עם מבטחי אשראי בשוק הגלובלי, לביטוח סחר חוץ.
- (3) העברת הפרמטר "ממשל תאגידי" לבחינה במסגרת השיקולים הנוספים הרלוונטיים לנושא ממשל תאגידי.
- (4) פירוט משקולות הפרמטרים ומטריצת הדירוג כהגדרתה להלן כמפורט בנספח לדוח זה.

ככל שהמתודולוגיה המוצעת תיכנס לתוקף, תיבחן מידרוג את השפעתה על כלל הדירוגים הרלוונטיים המדורגים על ידה. מידרוג מעריכה כי השינוי המתודולוגי לא צפוי להשפיע על הדירוגים הקיימים.

המתודולוגיה המוצעת מוצגת כטיוטה בתקופת ההערות לציבור. בתום תקופה זו ייבחנו ההערות שיתקבלו, ובהתאם יגובש הנוסח הסופי של המתודולוגיה החדשה. הציבור מוזמן להעביר את התייחסותו באמצעות דואר אלקטרוני [RFC@midroog.co.il](mailto:RFC@midroog.co.il) עד לתאריך 04.06.2023.

## הקדמה

מטרת דוח זה הינה להסביר את גישת מידרוג להערכת סיכוני אשראי הגלומים במכשירי חוב המונפקים ע"י חברות ביטוח הפועלות בענף ביטוח האשראי (להלן: "הענף"). הדוח נועד לשקף את המאפיינים האיכותיים והכמותיים העיקריים המשפיעים על דירוג החברות בענף.

בדוח מתודולוגי זה אנו מציגים את שלבי הניתוח העיקריים בתהליך קביעת דירוגי חברות ביטוח האשראי ומכשירי החוב הרלוונטיים הכוללים את: (1) מטריצת דירוג המפרטת פרמטרים עיקריים לדירוג חברות בענף האשראי (להלן: "מטריצת הדירוג"); (2) בחינת מדרג ההפסד הצפוי היחסי להתחייבויות של החברות בענף לפי תנאיהן. להערכתנו, מטריצת הדירוג הינה כלי פשוט יחסית, שיכול לשמש במקרים רבים על מנת להעריך בקירוב את פרופיל סיכון האשראי של חברות הפועלות בענף, ולסכם את הפרמטרים העיקריים שהינם, בדרך כלל, בעלי החשיבות הגדולה ביותר לקביעת דירוגים של חברות ביטוח האשראי. הערכת הפרמטרים במטריצת הדירוג יכול שתעשה בנתונים היסטוריים או בנתוני תחזית או באמצעות שילוב שלהם. לאור קיומם של מאפיינים ייחודיים למנפיקים ספציפיים, אנו עשויים להביא בחשבון שיקולי דירוג נוספים אשר עשויים להיות רלוונטיים לצורך קביעת הדירוג, וזאת בנוסף לרשימת הפרמטרים המפורטים במטריצת הדירוג. מדובר בשיקולים אשר עשויים להיות חשובים להערכת כושר החזר האשראי, אולם רק במקרים מסוימים. כמו כן, ייתכן כי שיקולים מתודולוגיים המפורטים במתודולוגיות דירוג רוחביות אחרות יהיו רלוונטיים לדירוגים בענף זה. יתרה מזאת, מכיוון שדירוגים הינם צופים פני עתיד, אנו לוקחים בחשבון הערכה של מגמות בדבר הסיכונים והגורמים הממתנים, באופן איכותי. כתוצאה מהאמור, ייתכן כי הדירוג בפועל לא יהיה בהכרח זה הנגזר ממטריצת הדירוג.

בדוח מתודולוגי זה נציג את הנושאים הבאים: (1) תחולת המתודולוגיה (2) תיאור ענף הפעילות (3) תיאור השלבים העיקריים בתהליך קביעת דירוגי חברות ביטוח האשראי (4) פרמטרים עיקריים לדירוג איתנות פיננסית של חברות ביטוח אשראי (IFSR) (5) פירוט הפרמטרים העיקריים לדירוג האיתנות הפיננסית של חברות ביטוח אשראי (6) שיקולים נוספים לדירוג האיתנות הפיננסית של חברות ביטוח אשראי (7) שיקולים עיקריים בבחינת מידרג ההפסד הצפוי היחסי להתחייבויות חברת ביטוח האשראי לפי תנאיהן (8) הנחות יסוד במתודולוגיית הדירוג (9) מגבלות (10) דוחות קשורים (11) נספח. מידרוג בוחנת ומעדכנת את מתודולוגיות הדירוג בהתאם לצורך.

## תחולת המתודולוגיה

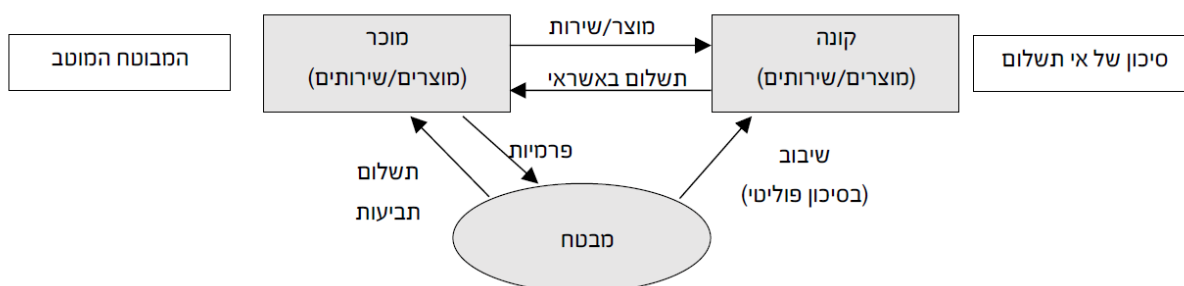
מתודולוגיה זו חלה על חברות ביטוח האשראי הפועלות בלפחות אחד מ-2 המגזרים הבאים: ביטוח אשראי מקומי וביטוח סיכוני סחר חוץ. מתודולוגיה זו אינה חלה על דירוג חברות ביטוח חיים, בריאות וכללי ועל דירוג חברות אחזקה בביטוח אשר להן מתודולוגיות ספציפיות ונפרדות.

## תיאור ענף הפעילות

חברות ביטוח האשראי הינן חברות העוסקות בניהול סיכונים באמצעות חוזי ביטוח. התפיסה הבסיסית היא שהמבטח יבטיח תשלום עבור אירוע עתידי, כאשר המבטח משלם למבטח פרמיה בתמורה להגנה מפני אותו אירוע סיכון, ככל ויתממש. חברות ביטוח האשראי המקומיות הינן מוסדות פיננסים הנתונים לרגולציה משמעותית ע"י רשות שוק ההון, ביטוח וחיסכון, אשר מפקחת על פעילותם. חברת ביטוח נדרשת לרישיון מטעם הממונה על שוק ההון, ביטוח וחיסכון (להלן: "הממונה") בכדי לעסוק בפעילות ביטוח ולהעניק שירותים פיננסיים נוספים. חברות ביטוח האשראי המקומיות מתמקדות בשני תחומי פעילות עיקריים: (1) ביטוח אשראי מקומי (2) ביטוח סחר חוץ. הכיסוי הביטוחי הנרכש במסגרת ענף ביטוח אשראי מקומי, מקנה לחברות המוכרות באשראי בארץ כיסוי לסיכונים מסחריים כנגד חדלות פירעון ואי פירעון מתמשך על ידי הקונה מהחברה המבטחת. הכיסוי הביטוחי המוצע בענף זה אינו כולל סיכונים פוליטיים בישראל. הכיסוי הביטוחי הנרכש במסגרת ענף ביטוח סיכוני סחר חוץ מקנה לחברות המוכרות ללקוחותיהן באשראי בחו"ל כיסוי לסיכונים מסחריים, כנגד חדלות פירעון ואי פירעון מתמשך על ידי הקונה מהחברה המבטחת ולסיכונים פוליטיים. סיכונים מסחריים כוללים פשיטת רגל, כינוס נכסים או מתן צו פירוק וכן אי פירעון מתמשך של חובות. סיכונים פוליטיים כוללים מורטוריום כללי שהוכרז על ידי המדינה ממנה אמור להתבצע תשלום התמורה למבטח ("מדינת היבוא"), איסור יבוא על ידי מדינת היבוא או ביטול רישיון יבוא המונעים ביצוע ההסכם בין המבטח ללקוח, אירוע מדיני או קושי כלכלי במדינת היבוא המונעים העברת התמורה ואי תשלום תמורה

על ידי לקוח ציבורי במדינת היבוא (היינו הממשלה או רשות מקומית כלשהי או גוף - המפוקח על ידי מי מהן). בנוסף לפעילות ביטוח האשראי, החברות בענף פועלות בתחום הערבויות, אך מגזר זה איננו מגזר עיקרי בפעילותן. ענף ביטוח אשראי בישראל ריכוזי יחסית (בדומה לעולם) ומבצע על ידי 4 חברות: בסס"ח - החברה הישראלית לביטוחי אשראי, כלל ביטוח אשראי, קופאס - הסניף הישראלי של קומפני פרנסיז ד'אשורנס פור לה קומרס אקסטריאר, ואשרא - החברה הישראלית לביטוח סחר חוץ.

תרשים 1: מבנה עסקת ביטוח אשראי בשוק המקומי



שיבוב: כניסה לנעלי המבוטח ותביעה של המזיק באמצעות המחאת זכות החוב

## תיאור השלבים העיקריים בקביעת דירוגי חברות ביטוח אשראי

להלן תיאור שלבי תהליך הדירוג.

1. קביעת דירוג האיתנות הפיננסית של מבטח (Insurance Financial Strength Rating או IFSR) - דירוג IFSR הינו הערכת מידרוג בדבר יכולת המבטח לעמוד בהתחייבויותיו לבעלי הפוליסות וכן הדירוג משקף גם את ההפסד הצפוי בקרות כשל.
2. בחינת מדרג ההפסד הצפוי היחסי להתחייבויות המבטח לפי תנאיהן - בשלב זה נבחן מדרג ההפסד הצפוי היחסי לכל אחד מסוגי המכשירים המדורגים בעקבות כשל של מבטח ו/או פגימה באחד או יותר מהמכשירים. דירוג ה-IFSR משמש כנקודת מוצא לדירוג מכשירי המבטח.

## פרמטרים עיקריים במתודולוגיה לדירוג IFSR

הפרמטרים העיקריים במטריצת הדירוג כוללים 3 קטגוריות עיקריות, בהן 9 פרמטרים, כאשר רוב הפרמטרים מכילים תתי-פרמטרים:

קטגוריה	משקל קטגוריה	פרמטר	משקל פרמטר	תת-פרמטר	משקל תת-פרמטר		
פרופיל עסקי	15%	מיצוב שוק ומותג	15%	נתח שוק כולל	8%		
				ערוצי הפצה וכניסה לשווקים	7%		
פרופיל הסיכון	15%	גמישות החיתום	5%		5%		
				פיזור לפי קונה	5%		
				ענף ומדינה	5%		
פרופיל פיננסי	70%	איכות הנכסים	20%	נכסים בסיכון גבוה/ הון מוכר	10%		
				נכסים נטו (חשיפה)/ הון מוכר	10%		
		הלימות ההון	20%	הלימות הון רגולטורית	הלימות הון רגולטורית	10%	
					מינוף תפעולי	5%	
					מינוף חיתומי	5%	
					יחס משולב בשייר	7.5%	
		רווחיות	15%	רווחיות	תשואה על מקורות מימון (Return On Capital – ROC)	7.5%	
					הלימות העתודות	5%	
		מדיניות פיננסית	10%	מדיניות פיננסית	10%	שיעור שינוי מקסימלי באומדן עלות התביעות המצטברת בגין שנות חיתום קודמות ליתרת פתיחה של העתודה בשייר	5%
							10%

\* יחסים בטבלה זו מוצגים כ- מונה/מכנה.  
 \*\* לפירוט בדבר אופן השימוש במטריצת הדירוג ראו נספח לדוח מתודולוגי זה.  
 \*\*\* מטריצת הדירוג אינה כוללת בהכרח את כל שיקולי הדירוג. להסבר ראו להלן בסעיפים: "שיקולים נוספים" ו"מגבלות".

### הנחות מרכזיות בבסיס הערכת מאפייני הסיכון של חברות ביטוח האשראי

ישנם מספר גורמים אקסוגניים המשפיעים מהותית על הפרופיל העסקי והפיננסי של מבטחים ובהם הסביבה הרגולטורית והמאקרו כלכלית. אלמנטים אלה בדרך כלל נתונים ואחידים לענף ולכן לא מקבלים ניקוד ספציפי בדירוג, אולם הביטוי להשפעתם, לתחזיות ולציפיות לגביהם, משתקף במגוון רחב של פרמטרים, כאשר מידת ההשפעה ועוצמתה תלויה במאפיינים הספציפיים של כל מבטח, כפי שמפורט להלן:

1. **סביבה רגולטורית** - חוזקו הפיננסי של מבטח מושפע מקיומו של רגולטור עצמאי, מהימן (גם כלפי חברות הביטוח וגם כלפי הציבור, המשקיעים השונים ובעלי החוב), בעל יכולת אכיפה, המפעיל פיקוח אפקטיבי, התואם את מאפייני המשק המקומי ואשר פועל בקו אחד עם הרגולציה על חברות הביטוח בעולם (כדוגמת סולבנסי 2). חלק מעקרונות הפיקוח על הביטוח נוגעים להגנה על בעלי הפוליסות ועידוד מערכת אפקטיבית להעברת סיכונים, שתוכל לתמוך בצמיחה הכלכלית. הרגולטור משפיע על מספר תחומים עיקריים בענף הביטוח, שנבחנו בתהליך הדירוג ובהם: מתן רישיון מבטח, רמות וניהול ההון, איכות הנכסים, ניהול סיכונים ועוד.

2. **סביבה מאקרו כלכלית** - לסביבה המאקרו כלכלית ולשוק ההון השפעה מהותית על ביצועיו של המבטח ועל איתנותו הפיננסית. פעילות חברת הביטוח ותוצאותיה מושפעות במידה רבה משווקי ההון, שיעורי הריבית והכלכלה אשר משליכים על הכנסותיה מהפעילות הביטוחית ומהשקעות, על היקף תביעות הביטוח ועל עלויות שונות הכרוכות בתפעולה בבחינת הסביבה המאקרו כלכלית. אנו בוחנים מספר מדדים, הן היסטורית והן מגמות צפויות ובהם: קצב צמיחת התמ"ג, שיעור הגירעון הממשלתי והחוב

של המשק יחסית לתמ"ג, שיעורי האבטלה, שיעור האינפלציה, סביבת הריביות, עקומי התשואה וצורתם, מחירי הנדל"ן, שע"ח, מדדי אמון צרכנים, כמו גם הערכות לגבי מצב הכלכלה העולמית והשפעתה על ישראל. פרמטרים אלה משפיעים על מגוון פרמטרים פיננסיים במטריצת הדירוג.

## פירוט הפרמטרים העיקריים לדירוג האיתנות הפיננסית של חברות ביטוח אשראי (IFSR)

בחלק זה אנו מפרטים את האופן בו נקבע הניקוד של כל אחד מהפרמטרים ואת חשיבותם לכושר החזר האשראי.

### פרופיל עסקי

הפרופיל העסקי משפיע על יכולת המבטח לייצר ערך כלכלי ורווחים ברי קיימא יחד עם יתרונות תחרותיים בשווקים בהם פועל המבטח. אלו בתורם משליכים על יכולתו לספוג הפסדים ולשקם פגיעה לא צפויה בהון העצמי, במידה ותתרחש כתוצאה מהפסדים חד פעמיים, ולכן מעידים גם על יציבותו לאורך המחזור הכלכלי. הפרופיל העסקי יכול לתת תחזית את מיצוב השוק והמותג ואת הפרופיל הפיננסי.

### מיצוב שוק ומותג

את מיצוב השוק והמותג אנו מעריכים הן איכותית והן כמותית באמצעות שני הפרמטרים הבאים: נתח שוק כולל וערוצי הפצה וכניסה לשווקים.

### נתח שוק כולל

נתח שוק משמעותי מעיד על מיצוב עסקי גבוה ומותג חזק, אשר לרוב מסבירים כוח תמחור גבוה. ענף ביטוח האשראי בישראל הינו ריכוזי יחסית לענפים אחרים וזה מהווה חסם כניסה משמעותי לענף, או לתחום פעילות ספציפי בתוך הענף. לכן, לנתח השוק יכולת הסבר טובה למיצוב המבטח, ליכולתו להתגונן מפני תחרות ולשמר או לייצר רווחים ברי קיימא מהפעילות הביטוחית. כמו כן, מיצוב עסקי גבוה נתמך ביתרונות יחסיים לאורך זמן בקווי הפעילות העיקריים והיכולת לשמרם, ומתחשב בחוזק המותג, בהצעת הערך ללקוחות, בחסמי הכניסה, ביתרונות לגודל ותרגומם ליעילות תפעולית ולשליטה בהוצאות, בכוח תמחור ובמגוון ערוצי הפצה, לרבות פיתוח ערוצי הפצה דיגיטליים יעילים ומידת השליטה בהם. חוזק המותג תומך ביכולת שימור והרחבת בסיס הלקוחות ומיצוי הערך מכל לקוח, ונתפס במוניטין הקיים לחברה בשוק, הכרת המותג והתפיסה לגביו על ידי מפיצים ולקוחות קצה, כפי שמשקף בשיעורי שימור ויצירה, עלויות הפצה.

בהערכת נתחי השוק, אנו מתייחסים לחברות הישראליות בענף אשר מבטחות אשראי מקומי ו/או ביטוח סחר חוץ. ידוע לנו כי מבטחים מחו"ל משווקים ביטוח אשראי ובעיקר ביטוח סחר חוץ לחברות בישראל באמצעות ברוקרים או בהפצה ישירה. כיוון ששיווק זה אינו משמעותי לא נתייחס לכך בחישוב נתח השוק המקומי. יחד עם זאת, כלל השוק הרלוונטי בפרמטר זה ייבחן בהתאם להתפתחויות במבנה התחרות בענף, בפרט התקשרות מהותית של לקוחות מקומיים ישירות עם מבטחי אשראי בשוק הגלובלי, לביטוח סחר חוץ. כשיקולים נוספים לפרמטר זה, אנו עשויים לשקלל בציון את שיעור הפרמיות מערבויות לסך הפרמיות ברוטו כמדד נוסף ליכולתו של מבטח לצלוח תקופות בעיתיות עם הכנסות יציבות וברות קיימא אשר תומכות בכרית ההון. בנוסף, נבחן האם החברה פועלת בשני המגזרים (סחר חוץ ומקומי) וכמה מהם מהווים מעל 10% מסך הפרמיות ברוטו. נשקול לשלילה כאשר הפרמיות באחד משני מגזרי פעילותה מהווה מתחת ל-10% מסך הפרמיות.

### ערוצי הפצה וכניסה לשווקים

השיטות והמנגנונים שבאמצעותם חברת ביטוח מספקת את מוצריה משפיעים ישירות על הפרופיל העסקי של החברה. נגישות של מבטח לערוצי הפצה, יכולתו לשלוט בהם ויחסיו עם המשווקים השונים משפיעים על יכולתו לייצר ולהגדיל הכנסות, לשמר קווי עסקים, להתאים ערוצי הפצה למוצר ספציפי/מגזרי ולקוחות ולשלוט טוב יותר במבנה העלויות.

מידרוג בוחנת את מגוון ערוצי ההפצה המייצרים הכנסות משמעותיות, כאשר אלה יכולים למתן דומיננטיות של ערוץ ספציפי ולתמוך במבטח לאורך המחזור ובעיקר בתקופות משבר. על אף שביטוח אשראי נמכר בעיקר דרך מערכי השיווק של החברות, חלקן עושות שימוש גם ביכולת השיווק של חברות האם שלהם (מקומיות או בינלאומיות) ויוצרות שיתופי פעולה עם מערך ההפצה בבנקים. ככל שלחברה ערוצי הפצה רבים יותר וללא הישענות על ערוץ הפצה ספציפי, כך הסבירות שתדורג גבוה יותר בפרמטר זה תגדל.

ההערכה של אפקטיביות ערוצי ההפצה נוגעת להתאמתם ביחס למוצרים הנמכרים לפלחי לקוחות הספציפיים, אופן ניהולם והיכולת לייצר ערך מוסף והכנסות ביחס לעלותם. העלויות הכרוכות בפיתוח ותחזוקה של ערוץ הפצה ספציפי, כמו גם נאמנות ויעילות המפיצים והשפעתם על לקוחות הקצה, מהווים שיקולים בהערכת ההצלחה של הערוץ. יחד עם זאת, מידרוג ערה לכך שלא כל ערוצי ההפצה זהים מבחינת חשיבותם ויתכנו מקרים בהם השליטה על ערוץ הפצה ספציפי חזקה כל כך שהיא תפצה על חוסר בגיוון שלהם. בתוך כך, בלעדיות או אי-בלעדיות בקשר מול המפיצים מצביעים הזדמנויות אך גם אתגרים, כאשר שיווק על ידי צדדים שלישיים עלול להגביל את יכולת המבטח לשלוט בצורה טובה על מהלך העסקים, בעוד שהיתרון התחרותי של מבטחים מסוימים יהיה ערוצי ההפצה הבלעדיים שלהם.

## פרופיל הסיכון

הערכת פרופיל הסיכון של מבטח אשראי מהווה נדבך חשוב בתהליך הדירוג, היות והמבטח כגוף פיננסי נוטל על עצמו סיכונים אינהרנטיים כדוגמת - סיכונים ביטוחיים, סיכונים שוק, אשראי, תפעוליים, מוניטין ואחרים. חברת ביטוח נדרשת להעריך ולתמוך את הסיכונים שבבסיס פעילותה והכנסותיה צריכות לפצות על הסיכונים הטבועים בעסקיה. לגישתנו, מטרת ניהול הסיכונים היא לזהות, למדוד, לנטר ולהפחית (בעיקר במידה וחורגים מהמגבלות שהוצבו) את הסיכונים אליהם חשוף המבטח בפעילותו השוטפת, במהלך מחזור העסקים, או כתוצאה מאירוע ספציפי, לשלוט בהם ולנצלם לטובתו עד כמה שניתן. ניהול כושל של סיכונים עלול לפגום בכריות הרווחיות והון, להגביר רעשים ותנודתיות בתוצאות, ובמקרה קיצון אף להביא לחדלות פירעון של המבטח. ביטוח אשראי הינו תחום פעילות ביטוחי מסוכן יותר במהותו, בשל היעדר פיזור (קו עסקים יחיד) וחשיפה גבוהה למחזוריות הכלכלית, כאמור. בנוסף, בניגוד לחברות ביטוח אחרות, חברות ביטוח אשראי אינן נהנות מהסבסוד הצולב המתקיים בין ענפי הביטוח השונים (חיים, כללי וכו'), לכן ישנה חשיבות רבה למבנה ופיזור תיק האשראי הן ברמת החשיפה ללקוחות גדולים והן בהיבט הפיזור הגיאוגרפי. בנוסף, ניתן דגש לאיכות מערכת החיתום וגמישות החיתום ולתהליכי הניטור, הבקרה וניהול הסיכונים.

## גמישות החיתום

בהערכתנו את גמישות החיתום, אנו בוחנים כיצד המבטח מנהל את פעילות החיתום ובייחוד עד כמה מהר הוא גמיש לשנות את התנאים וההתניות בפוליסות במטרה לצמצם חשיפות נוכח הידרדרות מהירה בסביבה הכלכלית, או העסקית ועלייה בסיכון האשראי כתוצאה מכך. במטרה להעריך את גמישות החיתום של החברה, אנו בוחנים מספר פרמטרים הכוללים את מח"ם הפוליסות וההגבלות שהציב המבטח (לרוב פוליסות ביטוח אשראי הן לזמן קצר של עד שנה, אך לעיתים קיימות פוליסות ארוכות יותר), אופציות ואפשרויות הביטול, הפיקוח שנעשה על עמידת המוכר (בעל הפוליסה) בתנאים ובהגבלות וכיצד מבוצעת בקרה על מכסות שניתנו.

## פיזור סיכונים (קונים, לקוחות, ענפים ומדינות)

ברמה התיאורטית והפרקטית תיק מפוזר פחות מסוכן ותנודתי מתיק ריכוזי ועל כן מהווה פרמטר חשוב בהערכת פרופיל הסיכון של מבטח. בניית פוזר סיכונים ברמת תמהיל הקונים, הענפים והמדינות, מידרוג מעריכה את מידת הריכוזיות בתיק בחתכים אלה ועד כמה חשיפה, או מספר חשיפות בודדות עלולות להשפיע על הרווח וההון של החברה. ניתוח החשיפות מבוצע בשני ממדים - הן ביחס לתמהיל התיק, כלומר באופן אבסולוטי והן ביחס לכרית הספיגה המרכזית - ההון העצמי של המבטח. בנוסף, נבחנת רמת הסיכון בתיק, תוך הערכת הסיכון הענפי של כל אחת מהחשיפות הגדולות. בנוסף לניתוח החשיפות, נתייחס בפרמטר זה גם לעשרת הלקוחות הגדולים של החברה ולחלקם בסך הפרמיות. פיזור טוב בין לקוחות יכול לצמצם סיכון עסקי ולתרום ליציבות בהכנסות. מידרוג רואה לשלילה יחס גבוה של הפרמיות מעשרת הלקוחות הגדולים לסך הפרמיות כמו גם תלות בלקוח משמעותי בודד.

פיזור גיאוגרפי ממתן את ההשלכות של פגיעה באחד מענפי ו/או אזורי הפעילות. למבטחי אשראי לרוב פיזור גיאוגרפי טוב אולם, לחברות המקומיות חשיפה משמעותית לשוק המקומי הפוגמת בפיזור הסיכונים.

### מדיניות ניהול סיכונים

בניתוח איכות מדיניות ניהול הסיכונים של מבטחים נבחנים מספר פרמטרים עיקריים ובהם: טיב המבנה הארגוני ויכולתו לתמוך בניהול, מדידה וניטור של סיכונים וטיבן של התשתיות והמערכות לניהול סיכונים. מידרוג בודקת את קיומם של מעגלי בקרה שונים במבטח, את מידת המעורבות של הדירקטוריון והנהלה הבכירה בנושא ניהול הסיכון, קביעת תיאבון הסיכון ובקרה אפקטיבית עליהם, את מידת העצמאות של יחידת ניהול הסיכונים ובראשה מנהל הסיכונים הראשי, מידת האינטראקציה בינה לבין היחידות העסקיות, ההנהלה הבכירה והדירקטוריון ותדירות המפגשים בנושאי ניהול סיכונים. אנו בוחנים גם את השימוש שהמבטח עושה במערכות ניהול הסיכונים, בסיסי הנתונים והיקף הכיסוי הגלובאלי, מודלים לדירוג אשראי וענפים, מדיניות ובקרת חשיפה למבטחי משנה ומדדי סיכון עיקריים במידה וקיימים (VAR, Return on Risk-Adjusted Capital (RORAC), Expected Loss (EL), הון כלכלי וכו'), מידת האפקטיביות שלהם, תדירות השימוש בהם והרובסטיות שלהם. בנוסף, מידרוג בוחנת את השימוש שהמבטח עושה בתרחישי לחץ - התרחישים וההנחות העיקריות, תוצאות ותדירות השימוש במוקדי הסיכון העיקריים ומסקנות הנובעות מהם.

### פרופיל פיננסי

הפרופיל הפיננסי של חברות הביטוח האשראי מהווה חלק מרכזי בדירוג ה-IFSR, ובתוכו אנו מעריכים את מוקדי הסיכון הפיננסיים של חברות ביטוח האשראי ואת הכריות הקיימות כנגד סיכונים אלו. הערכתנו מתמקדת בפרמטרים העיקריים המשפיעים על שרידותה של חברת ביטוח לאורך המחזור ובהם: איכות הנכסים, הלימות ההון, רווחיות, הלימות העתודות והגמישות הפיננסית של המבטח. בתוך כך, אנו סבורים כי כריות הספיגה כנגד הסיכון הגלום בשחיקת איכות הנכסים הינן יתרת הפרשה לתשלומים ושינויים בהתחייבויות המבטח, רווחיותו וכרית ההון של חברת הביטוח.

### איכות הנכסים

לרוב, החלק הארי של נכסי חברות ביטוח האשראי הינו נכסי השקעה סחירים באיכות גבוהה יחסית, בהתחשב בכך שבפוליסות הביטוח לרוב קיימת אי ודאות לגבי העיתוי וההיקף של תשלום ההתחייבויות. כדי לשפר את ביצועי תיקי ההשקעות ולתמוך בהתחייבויות החברה, המבטחים עשויים להקצות חלק מתיקי ההשקעות לרכיבי סיכון גבוהים יחסית. בעקבות כך, על המבטחים לנטר את החשיפות לנכסים מסוכנים על בסיס מתמשך וקבוע, משום ששינויים בסביבת השוק, בעיקר בתקופות של משבר, עלולים לפגום בשווי הנכסים ופוטנציאל הרווחיות, ובסופו של דבר, לשחוק את בסיס ההון של החברה.

### יחס "נכסים בסיכון" להון העצמי

נכסים בסיכון גבוה כוללים באופן כללי את כל נכסי ההשקעה הפיננסיים למעט מזומנים, אגרות חוב ממשלתיות ואגרות חוב קונצרניות בדירוג השקעה, כאשר האחרונות משוקללות בשיעור הישענות חלקי, המשקף סיכון לירידת ערך אפשרית לאורך מחזור האשראי כתוצאה מסיכונים אשראי, שוק או נזילות (להלן: "נכסים בסיכון"). אנו נצפה כי למבטחים בדירוג גבוה תהיה בדרך כלל חשיפה נמוכה יחסית לנכסים בסיכון. עם זאת, מבטחים בעלי מבנה יציב, ארוך טווח ובעל סיכון נמוך של התחייבויות לצד יכולת תפעולית טובה וחזקה יוכלו להכיל מידה גבוהה יותר של החזקה בנכסים בסיכון. כחלק מהשיקולים הנוספים למדד זה נבחן הרכב תיק הנכסים, הכולל את תמהיל הנכסים "מסוכנים" מסך התיק. ריכוזיות ענפית ולוויים ביחס לתיק ולכריות הספיגה פוגמת בפרופיל הסיכון ומגדילה את החשיפה לסיכונים שוק, אשראי ונזילות. בנוסף, נבחנת מדיניות ההשקעות והסיכון של הפוזיציות העיקריות, בין היתר, למבטחים החשופים לתיק אשראי משמעותי ולאגרות חוב ממשלתיות זרות. כמו כן, נרצה להתייחס תחת פרמטר זה גם לנכסים בלתי מוחשיים להון עצמי כנכסים מסוכנים כשיקול נוסף. למרות שאלו שוליים יחסית במבטחי אשראי (המקומיים) מידרוג מתחשבת בנכסים אלו כנכסים פחות ודאיים.



## שיעור נכסי מבטחי משנה (נטו) מההון העצמי

נכסי מבטחי משנה מהווים מרכיב משמעותי בהתפלגות הנכסים של חברות ביטוח אשראי, כאשר נכסים אלה אינם חסרי סיכון ואינם סחירים. על אף שמידת ההסתמכות על מבטחי משנה משתנה בין חברה לחברה, רובן מנהלות את החשיפה לסיכונים דרך שימוש נרחב בביטוחי משנה יחסיים ולא יחסיים וכמקור אלטרנטיבי להון ומשכך מעבירות סיכון לסיכון האשראי של מבטח המשנה (סיכון צד נגדי). ניתוח החשיפה לביטוחי משנה, מידת הריכוזיות ואיכות האשראי של כל מבטח הוא חשוב, משום שמחיקות של נכסים אלה עלולות לפגום הן בתמחור הפרמיות והן באיתנות הפיננסית של החברות וכן משום שאיבוד מכסת ביטוח משנה עלולה לגרום לחברה לשנות את המיקוד העסקי שלה (מוצר/מגזר) ולאבד יתרונות יחסיים.

בפרמטר זה אנו אומדים את היקף הנכסים נטו (החשיפה) של החברה למבטחי משנה ביחס להון העצמי. ככל שדירוג החברה יהיה גבוה יותר, כך אנו מצפים ליחס נמוך יותר. בנייתו שלנו אנו מתמקדים הן באיתנותם הפיננסית של מבטחי המשנה והן בפיזור מבטחי המשנה ביחס לחשיפות המשמעותיות ולאלו הצפויות לצוץ בעתיד. בנוסף, נבחנים גובה הכיסויים ותנאי ההתקשרות עימם. אנו מעריכים את איכות האשראי של מבטח המשנה על ידי: (1) דירוג האשראי שלו; (2) מידת החשיפה שלו לשוק המקומי ולשוקים המרכזיים אליהם חשוף המבטח; (3) ניסיון עבר בגין תשלומים עם מבטח המשנה; (4) ערבויות, מכתבי נוחות, חשבונות נאמנות וכלים נוספים שיכולים לשפר את מצבו של המבטח לאורך המחזור.

### הלימות הון

בדרך כלל רמות ההון בחברות ביטוח אשראי מנהלות בקפידה יחסית, תוך פיקוח רגולטורי ומערכת אינטרסים מורכבת, הכוללת את הרגולטור, ציבור בעלי הפוליסות ובעלי המכשירים השונים, אם ישנם, וכן בעלי ההון. בבסיס הבחינה שלנו בדבר סיכון האשראי של מבטח האשראי נמצאת הערכתנו לגבי הלימות ההון וכושר הפירעון (solvency) של המבטח.

מידורג רואה בהון מבטח האשראי כרית מרכזית לספיגת הפסדים. הלימות ההון משפיעה גם על מידת גמישותו העסקית של מבטח האשראי להרחיב פעילות באמצעות הגדלת נכסים ו/או שינוי בתמהיל הנכסים הקיימים, ניצול הזדמנויות עסקיות, רכישות ומהלכים אסטרטגיים.

חברות ביטוח האשראי בישראל כפופות למשטר כושר פירעון כלכלי מבוסס סולבנטי 2, אשר קובעות, בין היתר, מודל סטנדרטי לחישוב ההון העצמי המוכר וההון הנדרש לכושר פירעון, במטרה להביא לכך שחברת ביטוח האשראי תחזיק כרית לספיגת הפסדים הנובעים מהתממשותם של סיכונים בלתי צפויים שלהם היא חשופה. אי עמידה בדרישות ההון, תחייב את מבטח האשראי להגדיל את ההון העצמי עד לסכום האמור בתקנות ההון או להקטין את היקף עסקיו בהתאמה, לפי העניין, למעט בניסבות חריגות.

את הלימות ההון אנו בוחנים בין היתר על ידי המדדים הבאים:

### הלימות הון רגולטורית

כאמור, חברות ביטוח האשראי בישראל פועלות על פי דירקטיבת סולבנטי 2, הבנויה משלושה נדבכים, כאשר הנדבך הראשון עוסק בהלימות ההון הרגולטורית ודרישות ההון. בהתאם לכך, על חברת ביטוח האשראי לבנות ולשמר כרית הון כלכלית ככרית מרכזית לספיגת הפסדים ברמה הולמת כנגד הסיכונים אליהם היא חשופה, וזאת בתרחיש של 1 ל-200 שנים. כרית זו נמדדת כיחס בין ההון העצמי הקיים ביחס לדרישות ההון הרגולטוריות, כאשר היחס הנמדד הינו צופה פני עתיד בהתחשב בתרחישים שונים, בין השאר ביכולת ייצור הרווחים ובמדיניות הדיבידנדים. כמו כן, יחס זה משקף את יכולת העמידה של מבטח האשראי בהתייביותו הביטוחיות במהלך 12 החודשים הקרובים, וזאת בהסתברות של 99.5% (הסתברות לכשל של 0.5%), ומשכך מהווה כמדד לכרית הון כלכלית מרכזית המספק תובנה טובה יחסית לגבי הערכת הלימות ההון של מבטח האשראי. בנוסף לכך, אנו בוחנים את תכנית ניהול ההון של מבטח האשראי, וזאת בין היתר ביחס לתמהיל העסקים ולמוקדי הצמיחה הצפויים, מידת השימוש באמצעים שונים לצורך הקטנת דרישות ההון, תוך מתן דגש לתנודתיות הצפויה ביחס הסולבנטי, בחינת היקפי ההון של המבטח ופוטנציאל בניית הכרית ההונית שלו. נציין כי, שיעור עודף ההון ייבחן בהתאם לתיקון החוזר המאוחד לעניין הוראות ליישום משטר כושר פירעון כלכלי מיום 14 באוקטובר 2020. במסגרת תיקון החוזר, חברות ביטוח אשראי מגדילות את ההון הכלכלי באמצעות ניכוי מעתודות הביטוח, שילך ויקטן בצורה הדרגתית עד לשנת 2032 (להלן- "ניכוי בתקופת הפריסה").

### מינוף תפעולי - יחס חשיפות ביטוחיות בשייר להון עצמי מתואם

פוטנציאל ההפסדים המרכזי במבטח אשראי הינו היקף התיק המבטח, אשר חשוף למחזוריות הכלכלית, לסביבה העסקית, לסיכונים גיאופוליטיים ואחרים. לצורך הערכת היקף החשיפה, מידרוג בוחנת את סך כל מכסות האשראי המאושרות שיכולות להיות בשימוש על ידי המבטחים ("החשיפה הביטוחית"). היקף החשיפה הביטוחית בשייר נקבע לאחר שלקחנו בחשבון את מגבלת תקרת האחריות המקסימלית של המבטח בהתאם להסכמיו עם מבטחי המשנה, תוך התחשבות בסיכון אשראי צד נגדי בגין מבטחי משנה היכן שרלוונטי. ההון העצמי מותאם כך שמנוכים ממנו 10% מהנכסים בסיכון שבתרחישי קיצון עלולים לספוג הפסד משמעותי או להיות לא נזילים. מדד זה אומד את היקף המינוף התפעולי, המבטא את רמת הסיכון ה"מועמסת" על ההון העצמי. ככל שהחברה מדורגת גבוה יותר נצפה למינוף נמוך יותר.

### מינוף חיתומי- עתודות ופרמיות (בשייר) להון עצמי מותאם

מאחר ויחס המינוף התפעולי אינו מותאם סיכון, מידרוג משלימה יחס זה ע"י שימוש ביחס הפרמיות והעתודות בשייר להון העצמי המותאם. יחס זה מבטא את הסיכון הכרוך בהיקף הפעילות, היות ועל סמך הערכת הסיכון שמבצע המבטח לפוליסות, נקבעות הפרמיות ובהתאם גם העתודות. ככל שהסיכון גבוה יותר נצפה להיקף פרמיות ועתודות גבוהות יותר. גם ביחס זה מבוצעת אותה התאמה ביחס להון העצמי של מבטח האשראי. למרות בחינת היחסים על בסיס נטו, יש לקחת בחשבון שהסתמכות גבוהה על מבטחי משנה כמקור אלטרנטיבי להון עצמי עלולה לשמש כמגבלה למבטחי אשראי, בייחוד כאשר היקף המכסות של מבטחי המשנה יורד.

### רווחיות

יכולת מבטח האשראי לייצר ולשמר רווחים מהווה גורם מסביר משמעותי לשרידותו, ליכולתו לייצר ערך כלכלי ולתמרן בסביבה המשתנה. אנו רואים ברווחיות ליבה יציבה וברת קיימא ככרית ביטחון וקו הגנה כנגד הפסדים. כריות הרווח של המבטח, הן מבחינה כמותית והן מבחינה איכותית, מהוות מרכיב חשוב בהערכת סיכון האשראי, זאת משום שהרווחים מהווים את המקור העיקרי לבניית הכרית ההונית.

### היחס המשולב (Combined Ratio)

היחס המשולב הוא חיבור של יחס ההפסד (Loss Ratio) ויחס ההוצאות (Expense Ratio) והוא מוגדר כיחס שבין התשלומים ושינוי בהתחייבויות בגין חוזי ביטוח, עמלות ועלויות רכישה בניכוי הכנסות מעמלות ביטוח משנה והוצאות הנהלה וכלליות לבין הפרמיות שהרווחו. יחס זה הינו מדד טוב לרווחיות החיתומית של החברה ומשלב בתוכו את יכולת החברה לתמחר נכון את הסיכון הגלום בחשיפותיה כמו גם את מידת היעילות התפעולית והשליטה במבנה ההוצאות. זאת בעיקר, כאשר תשואת ההשקעות מהווה מרכיב פחות מהותי במודל העסקי בפרט ביחס לחברות ביטוח אחרות. יחס זה מאפשר להבדיל בין חברות עם משמעת חיתומית מחמירה לעומת אלו עם משמעת חיתומית מתירנית יותר ואת מדיניות העברת הסיכון למבטחי משנה. הכללת יחס ההוצאות (אשר מודד הוצאות הנהלה וכלליות לסך הפרמיות) בחישוב היחס נועדה לשקף את היעילות התפעולית של המבטח, אשר מושפעת גם מגודל החברה, כאשר ענף פעילות זה נהנה מיתרונות לגודל.

## תשואה על מקורות מימון (Return On Capital - ROC)

במדד זה אנו בוחנים את היחס שבין הרווח הכולל לבין ההון העצמי וההתחייבויות הפיננסיות של המבטח. יחס ה-ROC מהווה הערכה למידת יעילות השימוש של מבטח האשראי במקורות המימון שלו (העצמיים וההיצוניים) כדי להפיק תשואה, ומאפשר גם השוואה בין חברות בעלות מינוף שונה.

### הלימות העתודות

הלימות העתודות מעידה בין השאר על היכולת החיתומית של המבטח, המשפיעה על גמישותו הפיננסית, יכולת חיזוי הרווחיות ותגודתיות יחסי ההון והיכולת להסתמך על היחסים המדווחים. למרות שחישוב העתודות בביטוחי אשראי לרוב פשוט יותר מאשר תחומים אחרים בביטוח הכללי, לאור ההתפתחות המהירה יחסית של התביעות, מדד זה עדיין מהווה גורם חשוב לדעתנו.

באופן כללי, אנו סבורים כי חישוב עתודות בביטוח אשראי יכול להיות מבוצע ברמה גבוהה של וודאות, כאשר מביאים בחשבון כי רוב ההפסדים מדווחים תוך זמן קצר והתביעות מיושבות במהירות יחסית, לכן אנו מצפים להלימות עתודות גבוהה יחסית ובממוצע לעודף בעתודות. יחד עם זאת, בגלל החשיפה למחזוריות הכלכלית או עם עלייה בסיכון הענפי, אנו נתמקד בזנב בכדי להעריך את הלימות העתודות, על ידי חישוב שיעור שינוי מקסימלי באומדן עלות התביעות המצטברת בגין שנות חיתום קודמות ליתרת פתיחה של העתודה בשייר. כהשלמה ליחס האמור, אנו גם בוחנים את נהלי החיתום הקיימים אצל המבטח ומידת השמרנות בה הוא נוקט, בייחוד בהערכה של עתודות בגין תביעות שאירעו אך טרם דווחו (Incurred but not reported- IBNR). IBNR מהווה את המקור העיקרי להערכה בחסר של עתודות לאור המתאם החזק בין הסיכונים בתיק מבטח האשראי והעיכוב הפוטנציאלי (הכלול בתנאי הפוליסה) בגין התרחשות אירוע של כשל תשלום והזמן שבו המבטח דיווח על אותו כשל למבטח.

### מדיניות פיננסית

על-פי גישתנו לאורך זמן, המינוף והגמישות הפיננסית הנגזרת ממנו הינם עניין של מדיניות (בחירה). מכך, נגזרים מגוון הכלים הקיימים למבטח להתמודדות עם שחיקה ביחס הסולבנטי. המדיניות הפיננסית, כדוגמת רמת המינוף ומדיניות הנזילות, נקבעת על ידי הנהלת החברה והדירקטוריון ומשפיעה על גמישותה העסקית והפיננסית של החברה. פרמטר המדינית הפיננסית נועד גם להעריך את מידת האיזון שבה נוקטת החברה בין האינטרסים של בעלי המניות לבין אלו של בעלי החוב ואת מידת השמרנות של הנהלת החברה בנוגע לניהול הנזילות, רכישות ממונפות וניהול סיכונים באופן כללי. פרמטר המדיניות הפיננסית מוערך על ידינו באופן איכותי בעיקר בהתבסס על ניתוח מאפייני הפעולה של החברה והנהלתה לאורך השנים האחרונות (טרק רקורד), ולפי תתי הפרמטרים העיקריים כדלקמן:

- **חלוקת דיבידנד** - לרוב, מדיניות החלוקה הינה עקבית וניתן לצפות אותה. כל עוד המימון לחלוקה מתבסס על מקורות פנימיים, שלא דרך הגדלת חוב, המדיניות הפיננסית לא תיחשב אגרסיבית מדי. סיכון החלוקה מתעצם במקרים של רכישה ממונפת של אמצעי שליטה בחברה, רכישות ומיזוגים בקבוצת בעלי המניות או קשיים פיננסית בחברה קשורה. כמו כן, אנו נבחן האם מדיניות החלוקה ו/או החלוקה בפועל מאפשרת לחברה לבנות ולשפר את כריתה ההונית.
- **מיזוגים ורכישות** - רכישת חברות או פעילות הינה צעד בעל סיכון מסוים בשל האתגרים בהטמעת פעילות חדשה, ביצירת סינרגיה ובכניסה לשווקים חדשים. רכישות המבוססות על מינוף גבוה מעצימות אתגרים אלו ויכולות להעיד על מדיניות אגרסיבית.
- **ניהול נזילות וסיכונים שוק** - אנו מקנים חשיבות לניהול מושכל של הנזילות אשר מותיר שולי נזילות מספקים להחלקת צרכי אשראי המושפעים משינויים בסביבה העסקית ומאירועים בלתי צפויים אחרים. אנו בוחנים את מדיניות ניהול סיכונים השוק של המנפיק, למשל בקשר עם חשיפות מטבעיות, חשיפה לריבית וחשיפה והשקעות בניירות ערך.

- **מידת הנראות והיציבות של המדיניות הפיננסית** - בבואנו להעריך את פרופיל המדיניות הפיננסית אנו לוקחים בחשבון את הצהרות המדיניות של החברה בנושא או היעדרן ואת היסטוריית המדיניות הפיננסית. אנו מקנים יתרון לחברות בעלות מדיניות פיננסית שקופה, ובפרט כאשר זו מבטאת מחויבות ערכית לשמירת רמת דירוג גבוהה של המנפיק ועמידה במדיניות לאורך זמן. לרוב חוסר שקיפות של החברה לגבי המדיניות הפיננסית שלה מהווה גורם סיכון אשר לו השפעה שלילית על הדירות.

## שיקולים נוספים לדירוג האיתנות הפיננסית של חברות ביטוח (IFSR)

דירוגים עשויים לכלול פרמטרים נוספים שאינם כלולים במטריצת הדירוג. בדרך כלל, מדובר בפרמטרים אשר חשובים להערכת כושר החזר האשראי, אולם רק במקרים מסוימים הם ייחשבו בעינו כגורם מבדל משמעותי יחסית בקביעת הדירוג. שיקולים אלו כוללים את איכות ההנהלה והניהול, מאפייני האסטרטגיה העסקית, ממשל תאגידי ועוד. לעיתים קיימים פרמטרים אשר באים לידי ביטוי רק בנסיבות מיוחדות כגון איכות יכולת ההטמעה של פעילות שנרכשה, ניהול כוח אדם, תמיכה ממשלתית, סיכונים גולטוריים וסיכונים מוניטין. פרמטרים אלו חשובים ביותר ושיקולם בדירוג מעניק ערך מוסף.

יש לציין, כי ישנם פרמטרים הנבחנים במסגרת מטריצת הדירוג של מבטחי האשראי עשויים לקבל משקל נוסף במסגרת השיקולים הנוספים במידה והינם חריגים לשלילה.

להלן מספר דוגמאות לשיקולים נוספים אשר עשויים לקבל ביטוי בדירוג של חברות בענף ביטוח האשראי ובכך הדירוג שנקבע עשוי להיות שונה מזה הנגזר ממטריצת הדירוג:

- **איכות ההנהלה** - לרוב נבחן את הניסיון, הכישורים והתיאבון לסיכון של ההנהלה אשר הינם שיקולים בדירוג האשראי של המנפיק. כאשר מדובר בהנהלה יציבה אשר נבחנה תחת מצבי שוק שונים ניתן להעריך את דפוס פעילותה בעתיד בהינתן תרחישים שונים. איכות ההנהלה והמנפיק נבחנים גם בהיבטים של שקיפות, עמידה בתחזיות, איכות ניהול המידע והנתונים ויכולתו להוציא לפועל את תוכניותיו העסקיות המשפיע על מידת סיכון הביצוע (Execution Risk). במקביל לאמור, אנו עשויים לבחון האם קיימת תלות באנשי/נשות מפתח ו/או בבעלי/בעלות השליטה במנפיק. תלות כאמור עלולה להשפיע לשלילה על הדירוג וזאת במקרים שבהם להערכתנו תלות זו הינה חריגה לעומת מנפיקים דומים.
- **אסטרטגיה עסקית** - נבחן את אסטרטגיית המנפיק בקשר עם מדיניות ההתרחבות, כניסה לשווקים חדשים ומיזוגים ורכישות. האסטרטגיה העסקית נבחנת על סמך העבר ועל סמך הצהרות המנפיק ותוכניותיו לעתיד (ככל שרלוונטי).
- **בעלי מניות** - השפעת איכות בעלי המניות על דירוג המנפיק - מעבר למדיניות העסקית והפיננסית הנבחנת בפרמטרים שהוזכרו לעיל - אנו בוחנים מאפיינים כגון מבנה השליטה במנפיק ויציבותו, מימון השליטה ומצבם הפיננסי של בעלי השליטה וההשלכה של כל אלו על התמריצים לחלוקת דיבידנדים. בנוסף, לעיתים נבחנת התנהלות בעלי השליטה בנוגע לעסקאות בין צדדים קשורים והממשל התאגידי בכללותו, לרבות מבנה הדירקטוריון ומידת עצמאותו. הדירקטוריון ומידת עצמאותו ואיכות הממשל התאגידי, תורמים להפחתת הסבירות לאירועי כשל עתידיים ולשיקום מאירוע כשל במידה והתרחש. נושא הממשל התאגידי מקבל משנה תוקף בחברות ביטוח היות והן כגוף פיננסי רגישות גם לסיכון מוניטין. ממשל תאגידי אינו מתמצה רק ביחסים שבין הדירקטוריון, ההנהלה והבעלים, אלא במידה שבה פועלים הדירקטוריון והנהלה לאזן בין האינטרסים של בעלי העניין השונים. באופן איכותי, אנו מתמקדים במספר היבטים בבחינת הממשל התאגידי ובוחנת האם התרחשו בהם אירועי כשל, אשר מדליקים "אורות אדומים".
- **אירוע סיכון (Event Risk)** - אנו לוקחים בחשבון סיכוי לאירוע בלתי צפוי אשר עלול לסכן את איכות האשראי של המנפיק. לרוב אנו בוחנים סיכויים למיזוגים ורכישות, שינויים במבנה ההון או רכישה עצמית של מניות. להערכתנו, ענף ביטוח האשראי ימשיך להיות מושפע בשנים הקרובות מכמה גורמי סיכון עיקריים, ובפרט סיכונים תפעוליים וסיכונים אבטחת מידע (לרבות סייבר). האחרון חושף את החברות בענף (ובמשק) לסיכונים אשראי ומוניטין מתפתחים, כאשר אנו עדים לעלייה במספר האירועים בשנים

האחרונות, בין היתר לאור הסתמכות הולכת וגוברת על טכנולוגיה בפעילות העסקית.

- **תמיכה מהחברה האם או בעל המניות** - במקרים מסוימים אנו בוחנים את סבירות התמיכה במנפיק מצד חברת האם כאשר קיימות אינדיקציות לקיומה של תמיכה כזו. הערכת סבירות התמיכה כוללת שני מרכיבים - נכונות לתמיכה ויכולת תמיכה. בהיעדר מנגנון משפטי של תמיכה מחייבת, כגון ערבות, הערכת הנכונות לתמיכה משלבת שיקולים של אסטרטגיה, מוניטין ואמון משקיעים, אינטגרציה תפעולית ותשואה שולית פוטנציאלית על ההשקעה הנדרשת. אנו נבחן את היסטוריית התמיכה במנפיק, מידת המעורבות של חברת האם בניהול ובהתוויית האסטרטגיה של המנפיק, הקשר העסקי והפיננסי בין המנפיק לחברת האם ועוד. בבחינת היכולת לתמוך, יתכן ונבצע הערכה לסיכון האשראי של חברת האם ככל שהדבר אפשרי. לצד זאת נעריך את המגבלות לתמיכה של חברת האם (מגבלות פיננסיות ורגולטוריות ככל שרלוונטי) ואת השפעת התמיכה על מצבה של חברת האם.
- **סיכון סביבת הפעילות** - לסביבת הפעילות (ובעיקר הסביבה המאקרו כלכלית ושוק ההון) השפעה מהותית על ביצועיו של המבטח ועל איתנותו הפיננסית. פעילות חברת ביטוח האשראי ותוצאותיה מושפעות במידה רבה מהמצב המאקרו כלכלי בשווקי היעד, הסביבה העסקית בענפים שונים, שיעורי הריבית ושוקי ההון אשר משליכים על הכנסותיה מהפעילות הביטוחית ומהשקעות, על היקף תביעות הביטוח ועל עלויות שונות הכרוכות בתפעולה. בבחינת הסביבה המאקרו כלכלית בוחנת מידרג מספר מדדים (מגמות וצפי קדימה לטווח הזמן הקצר והבינוני) ובהם: קצב צמיחת התמ"ג, שיעור הגירעון הממשלתי והחוב של המשק יחסית לתמ"ג, שיעורי האבטלה, שיעור האינפלציה, סביבת הריביות, עקומי התשואה וצורתם, מחירי הנדל"ן, שע"ח, מדדי אמון צרכנים, כמו גם הערכות ממקורות שונים לגבי מצב הכלכלות להן חשופים מבטחי האשראי.
- **סיכון מדינת הפעילות** - במקרים מסוימים, יתכן ויילקח בחשבון סיכון פעילות המנפיק במדינות או אזורים המאופיינים בפרמטרים חלשים, אי ודאות ו/או חוסר יציבות גבוהה, שיש בה כדי להשפיע בצורה משמעותית על פרופיל הסיכון של המנפיק, וזאת מעבר למאפיינים שנלקחו בחשבון במטריצת הדירוג.
- **תמיכה ממשלתית** - גופים קשורים לממשלה (GRI) עשויים ליהנות מתמיכה ממשלתית ובמקרה זה אנו מפעילים מתודולוגיה של חדלות פירעון משותפת (JDA) על בסיס הערכת האשראי הבסיסית של המנפיק.
- **אחר** - אנו עשויים לבחון מדדים איכותיים ופיננסיים נוספים שלא הוזכרו לעיל ואשר ייבחנו בכל מקרה לגופו בהתאם לשיקול הדעת שלנו. במסגרת השיקולים האחרים אנו עשויים לבחון גם שיקולים חברתיים, כדוגמת השפעות שליליות על מוניטין המנפיק, חוזק מותג, יחסי עבודה, וכן שיקולים סביבתיים כדוגמת סטנדרטיים רגולטוריים שעשויים לחול על המנפיק ועוד.

## שיקולים עיקריים בבחינת מידרג ההפסד הצפוי היחסי בין סוגי מכשירי החוב/המכשירים היברידיים השונים

דירוג האיתנות הפיננסית של המבטח (IFSR) משמש את נקודת המוצא לדירוג מכשירי חוב שונים שמבטחים מנפיקים, באמצעות הפחתת דרגות דירוג ("notching") בהתאם למאפייני מכשיר החוב.

### שלבי קביעת הדירוג של מכשירי החוב הנחותים/מכשירים היברידיים:

#### 1. רמת דירוג האיתנות הפיננסית של המבטח (IFSR)

ככלל, אנו מניחים כי ככל שהמבטח הינו בעל איתנות פיננסית נמוכה יותר, כך גדלה הסבירות לכשל פירעון ו/או פגימה בהתחייבות השונות של המבטח, ומכאן לספיגת הפסדים על ידי המכשירים הנחותים והיברידיים. אנו מחלקים את רמת ה-IFSR לשני טווחים, A3.il ומעלה ו-Baa1.il ומטה, על מנת לקבוע את מספר הדרגות שיופחתו בהתאם לתנאי המכשיר (כמפורט בטבלה 1).

## 2. שיקולים בבחינת מאפייני החוב

בבחינת מספר הדרגות שיופחתו בהתאם לנקודת המוצא - קרי טווח ה-IFSR, נביא בחשבון, בין היתר, את השיקולים הבאים על פי מאפייניו החוזיים של המכשיר:

**מידת הנדחות החוזית של המכשיר ביחס ליתר התחייבויות המבטח וחומרת ההפסד הצפוי בקרות כשל/פגימה בשל מנגנון ספיגת ההפסדים** - ככל והמכשיר נחות יותר ובעל חומרת הפסד בקרות כשל/פגימה גבוהה יותר, ההפסד הצפוי היחסי כתוצאה מתנאי המכשיר, עלול להיות גבוה יותר ועל כן יגולם בהפחתת מספר דרגות דירוג רב יותר. אנו בוחנים את הנחיתות המשפטית-חוזית של המכשיר ביחס לשאר חובות המבטח, כלומר את הסולם ההיררכי במדרג חובות המבטח (בשוטף ובאירוע כשל). זאת היות ומיקום החוב בסדר הנשייה עלול להשפיע לשלילה על שיעור השיקום של החוב ויכולתו להוות כרית ספיגה ביחס למכשירים בכירים יותר. כמו כן אנו בוחנים את מנגנוני ספיגת ההפסדים הגלומים בו במידה וקיימים. מנגנונים אלו עשויים לכלול חומרת הפסד נמוכה יחסית כגון - דחיית וצבירת תשלומי קרן וריבית ועד למחיקה מלאה של קרן וריבית, המהווה את דרגת ההפסד בקרות הפעלת מנגנון ספיגת ההפסדים הגבוהה ביותר.

- בגין תנאי המכשיר, קרי נחיתות ומנגנון ספיגת ההפסדים, היכן שקיים, עבור כל רמת IFSR תופחת לפחות דרגת דירוג אחת בהתאם לסוג המכשיר, ההפחתות הינן כמפורט בטבלה 1.
- כאשר תנאי המכשיר כוללים ביטול/מחיקה תשלומי ריבית/קרן, אנו עשויים להפחית דרגת דירוג נוספת עבור IFSR של Baa1.il ומטה למכשירי הון ראשוני מורכב/ הון רוברד 1 נוסף, וזאת כדי לשקף חומרת הפסד יחסית גבוהה יותר ביחס למכשירים שאינם כוללים תנאי מחיקה.

**מידת הסבירות והחומרה של הטריגרים לדחיית התשלום** - ככל שסבירות האירועים המאפשרים דחייה של התשלום למשקיעים גבוהה יותר, דירוג המכשיר יהיה נמוך יותר יחסית לדירוג ה-IFSR. הסבירות לדחיית תשלום ו/או הפעלת מנגנון ספיגת הפסדים נבחנת על ידי הערכת סבירות ההגעה לטריגר המכני (החוזי), התערבות רגולטורית ו/או החלטת המבטח. אנו סבורים, כי מכשירים הכוללים הן טריגר מכני והן טריגר רגולטורי, לרוב הטריגר הרגולטורי יהיה האפקטיבי, כלומר המחמיר יותר ועל כן נבחן את סבירות, או את המרחק מהטריגר האפקטיבי להבנתו.

- **בחינת סבירות הפעלת הטריגר המכני (חוזי) ואי הודאות בנוגע לנקודת התערבות הרגולטורית** - אנו נבחן את הסבירות להפעלת מנגנון ספיגת ההפסדים כתוצאה מהגעה לטריגר המכני ו/או שיקול דעת רגולטורי בהפעלת מנגנון ספיגת ההפסדים (להלן: "התערבות רגולטורית"). בחינה זו תעשה בהתחשב ברמת ה-IFSR של המבטח, ברמת כושר הפירעון הכלכלי הקיימת והצפויה להערכתנו, תוך בחינת פרמטרים כלכליים ופיננסיים, שאנו מעריכים ששחיקה בהם עלולה להוביל להתערבות רגולטורית. אלה כוללים בין היתר את: (1) בחינת המרחק של יחס כושר הפירעון הכלכלי הקיים והצפוי ביחס לדרישה הרגולטורית האפקטיבית עבור המכשיר; (2) מידת יציבות יחס כושר הפירעון הכלכלי וצפי להתפתחותו בעתיד. לרוב, אנו מעריכים כי אי הוודאות לגבי הסבירות להגעה ל"נסיבות המשוות" הינה נמוכה במבטחים המדורגים בדירוג A3 ומעלה ולכן לא תגולם בהורדת נוסף עבור מכשירי הון רוברד 2. ברמות IFSR של Baa1.il ומטה תופחת לפחות דרגת דירוג אחת בשל סבירות גבוהה יותר להתערבות רגולטורית והפעלת מנגנוני ספיגת ההפסדים. ברמות IFSR אלו, אנו עשויים להפחית דרגות דירוג נוספות ככל ונעריך כי הסבירות עלתה בהתאם לשיקולים, שצוינו לעיל.
- **בחינת הרכב השליטה של המבטח והשפעתו על המוטיבציה של המבטח לפריצת הטריגר** - אנו נבחן את תנאי המכשיר בקשר עם מנגנון ספיגת ההפסדים והאם כולל מחיקה מלאה, מחיקה חלקית, או המרה והשפעת סוג המנגנון על המוטיבציה של המבטח לפריצת הטריגר. כאשר מנגנון ספיגת ההפסדים כולל המרה למניות ודילול בעלי השליטה הקיימים, ייתכן והמבטח

<sup>1</sup> השימוש במונח הון רוברד 2 מתייחס לסוג המכשיר שהונפק ולא להוראות הרגולטור לצורכי הכרה בהון.

יתאמץ יותר לא לפרוץ את הטריגר וזאת ללא קשר לחומרת ההפסד. הערכת המוטיבציה תתבסס על הרכב השליטה במבטח. מוטיבציה זו, בהינתן מנגנון מחיקה, עלולה ליצר פער דירוגי באופן שבו בטוח הערכת IFSR של Baa1.il ומטה בדירוגי מכשירי הון ראשוני מורכבהון רובד 1 נוסף, תופחת דרגת דירוג נוספת, זאת במידה ונעריך כי בהינתן מנגנון מחיקה מלאה והרכב שליטה ריכוזי, המוטיבציה לפריצת הטריגר עשויה להיות גבוהה יותר בהשוואה למנגנון מחיקה חלקית/המרה.

**אחר -** אנו עשויים לבחון מדדים נוספים שלא הוזכרו לעיל ואשר ייבחנו בהתאם לשיקול הדעת שלנו כאשר להערכתנו עלולים להשפיע על סבירות הפעלת הטריגר במכשיר ובפרט שיקול הדעת הרגולטורי.

יש לציין, כי ככל שהיקפן של שכבות החוב הנחותות גדול יותר, כרית הספיגה לחובות בכירים יותר עמוקה יותר ועשויה להיות לכך השפעה חיובית על דירוגי החובות הבכירים יותר, כתלות בהערכת מידרוג ובעומק הכרית.

להלן המאפיינים העיקריים של מכשירי החוב הנחותים המוכרים בהתאם לרגולציה הקיימת על פי מדרג בכירות יורד, וטווח הפחתות הדירוג הנהוג עבורם ביחס לדירוג ה IFS:

**טבלה 1 - סיכום הפחתת דרגות הדירוג הסטנדרטיות עבור מכשירי חוב נחותים והיברידיים של מבטחים:**

הפחתת דרגות דירוג ביחס ל-IFSR		שיקולי הפחתת דרגות דירוג	מאפייני המכשיר	מידת הנדחות החוזית	הגדרה רגולטורית	מכשיר חוב
Baa1.il ומטה	1	נדחות ומנגנוני ספיגת הפסדים	תקופה לפדיון מעל 5 שנים עם אופציה לפירעון מוקדם אחרי 3 שנים	מנגנון ספיגת הפסדים	נדחה בפני כל התחייבות אחרת של המבטח למעט בפני הון ראשוני	הון שלישי מורכב <sup>2</sup> ומשני נחות <sup>3</sup>
		הסבירות להפעלת מנגנון ספיגת הפסדים				
לפחות 1	0 או 1 <sup>5</sup>	הסבירות להפעלת מנגנון ספיגת הפסדים	סה"כ	1 או 2	נדחות ומנגנוני ספיגת הפסדים	כתבי התחייבות נדחים עם מנגנון לספיגת הפסדים
לפחות 2	2 או 1	סה"כ	מנגנון ספיגת הפסדים	2	הון משני מורכב / הון רוברד 2	
לפחות 1	0 או 1 <sup>10</sup>	נדחות ומנגנוני ספיגת הפסדים	מקל 8 שנים עם אופציה לפירעון מוקדם אחרי 5 שנים	מנגנון ספיגת הפסדים	נדחה בפני כל התחייבות אחרת של המבטח למעט בפני הון ראשוני	הון רוברד 2
		הסבירות להפעלת מנגנון ספיגת הפסדים				
לפחות 3	3 או 2	סה"כ	מחלטת דירקטוריון (באישור המפקח)	3	החלטת דירקטוריון (באישור המפקח)	שטרי הון נדחים
לפחות 1	0 או 1	חומרת ההפסד בקרות כשל/פנימה	מחלטת דירקטוריון (באישור המפקח)	3	החלטת דירקטוריון (באישור המפקח)	
לפחות 1	0 או 1 <sup>10</sup>	נדחות ומנגנוני ספיגת הפסדים	מקל 10 שנים	מנגנון ספיגת הפסדים	נדחה בפני כל התחייבות אחרת של המבטח שהינם זמינים לספוג את הפסדי המבטח הן במהלך עסקיו השוטפים והן במצב של חדלות פירעון או פירוק ואשר הינם צמיתים ואינם כוללים מגבלות, תנחיות והעמסות	הון רוברד 1 ונוסף / הון רוברד 1
		הסבירות להפעלת מנגנון ספיגת הפסדים				
לפחות 4	3 או 4	סה"כ	מחלטת דירקטוריון (באישור המפקח)	4	החלטת דירקטוריון (באישור המפקח)	שטרי הון נדחים
לפחות 1	0 או 1	חומרת ההפסד בקרות כשל/פנימה	מחלטת דירקטוריון (באישור המפקח)	4	החלטת דירקטוריון (באישור המפקח)	

<sup>2</sup> נדחה בפני כל התחייבויות (פיננסית או ביטוחית) אחרת של המבטח למעט בפני הון ראשוני והון משני. על פי חוזר הרכב הון 03-1-2011, 4 באוגוסט 2011 - ניתן לקבוע כי ההון השלישי לא יקדם להון המשני ויהיה שווה לו בסדר הנשייה.

<sup>3</sup> לפי דירקטיבת סולבנסי 2 לא יונפקו יותר מכשירים מסוג זה.

<sup>4</sup> הון נדרש יפורש בהתאם להגדרת המונח סף הון מינימאלי (MCR - Minimum Capital Requirement) בחוזר הסולבנסי, בגבולו העליון (45% מ-SCR), כשהוא מחושב ללא ההוראות בתקופת הפריסה וללא התאמת תרחיש מניית. לפי עמדת הממונה: הגדרת הון מוכר והון נדרש במכשירי הון מורכב, 4 במרץ 2018.

<sup>5</sup> התאמה של נוטש עלולה להתרחש, כאשר מידורג צופה הידרדרות בפרופיל הפיננסי של חברת הביטוח ועלייה בסבירות להתערבות רגולטורית.

<sup>6</sup> 80% מההון נדרש לכושר פירעון (SCR- Solvency Capital Requirement) ולהון משני מורכב בדומה לאמור בה"ש 14.

<sup>7</sup> על פי הדוח הכספי הקודם לדוח הכספי האחרון שפורסם.



## הנחות יסוד במתודולוגית הדירוג

הנחות היסוד במתודולוגיות הדירוג החלות על ענף הביטוח כוללות את הערכתנו כי: (1) סיכון המדינה הינו במתאם גבוה יחסית ביחס למנפיקים אשר עיקר פעילותם במדינה זו (2) סדר הקדימויות בין חובות שונים וקיומן של בטוחות יכול שישפיע במקרים מסוימים על שיעור השיקום הממוצע באופן משמעותי ויכול להצדיק פער דירוגי בין חובות שונים של אותו המנפיק (3) ההנחה שנגישות לנזילות הינה גורם משמעותי בכושר החזר האשראי.

ההערכות המשמשות בדירוג מבוססות על הנחות, אשר עלולות להסתבר בדיעבד כשגויות. הסיבות לכך כוללות שינויים בלתי צפויים בכל אחד מהגורמים הבאים: הסביבה המאקרו-כלכלית, תנאי השוק המימון, התרחשות אירועי קיצון, שינויים בסביבת התחרות, חידושים טכנולוגיים, שינויים רגולטוריים שונים או הליכים משפטיים.

## מגבלות

בחלקי הדוח הקודמים הוצגו הפרמטרים במטריצת הדירוג ורבים מהשיקולים הנוספים אשר עשויים להיות חשובים בקביעת הדירוג וכן הנחות יסוד מסוימות. בחלק זה, מוצגות מגבלות מטריצת הדירוג ומגבלות כלליות של המתודולוגיה.

### מגבלות מטריצת הדירוג

ישנן סיבות שונות לשוני בין התוצאה המשתמעת ממטריצת הדירוג לבין הדירוגים בפועל. מטריצת הדירוג במתודולוגיה זו הינה כלי פשטני המתמקד בגורמי כושר החזר האשראי היחסי. שיקולי הפסד צפוי ושיעורי שיקום, אשר בדרך כלל חשובים יותר ככל שהמנפיק מתקרב לכשל פירעון, ייתכן ולא ישתקפו בצורה מלאה במטריצת דירוג זו. כמו כן, השימוש במטריצת הדירוג עשויה להתאים פחות למנפיקים ברמות דירוג גבוהות מאוד או נמוכות מאוד.

המשקלות לכל תת-פרמטר ופרמטר במטריצת הדירוג מייצגות את חשיבות הפרמטר בהחלטות וועדת הדירוג בקביעת הדירוגים בענף, אך החשיבות שניתנת בפועל לפרמטר מסוים עשויה להיות שונה מהותית כתלות בנסיבות הספציפיות של המנפיק.

פרמטרים שאינם מופיעים במטריצת הדירוג, לרבות אלו המפורטים בסעיף השיקולים הנוספים לעיל, עשויים להיות בעלי חשיבות לדירוג והחשיבות היחסית שלהם עשויה להיות שונה בין מנפיק למנפיק. כמו כן, ייתכן כי שיקולים מתודולוגיים המפורטים במתודולוגיה או במתודולוגיות דירוג רוחביות יהיו רלוונטיים לדירוגים בענף זה. דוגמאות לשיקולים כאלו כוללות: תמיכה של ישויות אחרות, מדרג הקדימויות בין החובות השונים ומכשירים היברידיים, קביעת דירוגים לזמן קצר.

כאמור, אנו עשויים לעשות שימוש במטריצת הדירוג לתקופות היסטוריות שונות או צופות פני עתיד. יתרה מזאת, מכיוון שדירוגים הינם צופים פני עתיד, אנו לוקח בחשבון הערכה של מגמות בדבר הסיכונים והגורמים הממתנים, באופן איכותי.

### מגבלות כלליות של המתודולוגיה

דוח מתודולוגי זה לא מכיל את פירוט כל הגורמים האפשריים אשר אנו עשויים לשקול בקביעת דירוגים בענף זה. חברות בענף זה עלולות לעמוד בפני סיכונים חדשים או שילוב חדש של סיכונים, ועשויות לפתח אסטרטגיות חדשות על מנת למתן סיכון. מטרתנו הינה לגלם בדירוגים את כלל שיקולי כושר החזר האשראי המהותיים וזאת מנקודת מבט צופה פני עתיד, ככל שניתן לאמוד את הסיכונים והגורמים הממתנים.

דירוגים משקפים את הערכתנו לביצועים העתידיים של המנפיק, יחד עם זאת ככל שעתיד זה הינו בטוח ארוך יותר, אי הוודאות גדלה והיכולת להערכות מדויקות הן במטריצת הדירוג והן בשיקולים הנוספים, יורדת בדרך כלל ובכל מקרה, ניתוח צופה פני עתיד הינו כפוף לאי וודאות משמעותית.

## דוחות קשורים

דירוגי מידרוג נקבעים בהתבסס על מתודולוגיות הרלוונטיות לענף הפעילות. יחד עם זאת, שיקולים מתודולוגיים רחביים (המתוארים במתודולוגיה או מתודולוגיות דירוג רחביות) עשויים להיות רלוונטיים לקביעת הדירוג של ישות או מכשיר פיננסי. רשימת המתודולוגיות העדכנית מופיעה [כאן](#).

לנתונים היסטוריים ביחס למשמעות ודיוק הדירוג ראו [דוחות ביצועי הדירוג](#).

למידע נוסף ראו [סולמות והגדרות הדירוג של מידרוג](#).  
הדוחות מפורסמים באתר מידרוג [www.midroog.co.il](http://www.midroog.co.il)

תאריך הדוח: 04.05.2023

## נספחים

## נספח 1 - אופן המדידה או ההערכה של הפרמטרים במטריצת הדירוג

לצורך מדידה והערכת הפרמטרים בדירוג, אנו לרוב משתמשים במידע ונתונים מהדוחות הכספיים של המנפיק או דיווחים אחרים של המנפיק, כמו גם מנתונים אחרים ומהערכות מידרוג. אנו עשויים לעשות שימוש גם במידע שאינו פומבי. הדירוגים הינם צופים פני עתיד וכוללים את ציפיותינו לביצועים הפיננסיים והתפעוליים של המנפיק. יחד עם זאת, הנתונים ההיסטוריים מאפשרים לנו לזהות דפוס פעילות ומגמות של ביצועי המנפיק וכן השוואה למנפיקים אחרים. הפרמטרים במטריצת הדירוג יכולים להתבסס על נתונים היסטוריים ותחזיות. כחלק מהניתוח, אנו עשויים לבחון תרחישי רגישות שונים ביחס לגורמים שלהערכתה עשויים להשפיע על ביצועי המנפיק. תרחישים אלו עשויים לכלול, לדוגמה - שחיקות בשווי נכסים, שינויים בשערי ריבית ו/או שערי חליפין ועוד. אנו יכולים אף לבצע התאמות לפרמטרים שלפי דעתה משקפים בצורה נאותה יותר את כושר החזר האשראי של המנפיק ו/או מאפשרות השוואה אל מול מנפיקים אחרים.

נספח 2 - מטריצת דירוג האיתנות הפיננסית של חברות ביטוח האשראי (IFSR)

קטגוריה	פרמטר	תת-פרמטר	משקל	Aaa.il	Aa.il	A.il	Baa.il	Ba.il	B.il ומטה	שיקולים נוספים
פרופיל עסקי	מיצוב שוק ומותג	נתח שוק כולל	8.0%	>40%	40%-30%	30%-20%	20%-10%	10%-5%	<5%	פרמיות מערביות ופיזור הכנסות
		ערוצי הפצה ושוקים	7.0%	חמישה או יותר ערוצי הפצה נפרדים ללא ריכוז באף ערוץ אחד למקור עסקים	שימוש מאוזן בברוקרים, שימוש בסוכנים, שותפויות וביטוח משנה	מתווכים, סוכנים, ואפיק שלישי כגון שותפויות או לטובת משנה לנישה לשוקים מתועריים	ערוצי הפצה כוללים השענות על סוכנים ומשווקים ישירים בלבד	הסתמכות על ערוץ הפצה יחיד (סוכנים או שיווק ישיר)		
פרופיל הסיכון	פיזור לפי קונה ענף ומדינה	החיתום	5.0%	אין חשיפה לתקופות קצרות מאוד. אין פוליסות רב שנתיות והן ניתנות לביטול בקלות יחסית וכמעט כל אישור מראש	חשיפה לתקופות קצרות כמעט אין פוליסות רב שנתיות והן ניתנות לביטול בקלות יחסית וכמעט כל המכסות דורשות אישור מראש	חשיפה לתקופה רב שנתיות ורובן אינן ממוצעת מעט פוליסות רב שנתיות ורובן אינן ניתנות לביטול בקלות וחלק מהמכסות ניתנות ללא אישור מראש	חשיפה לתקופה של כשנה מעט פוליסות רב שנתיות ורובן אינן ניתנות לביטול בקלות ודורשות אישור מראש	חשיפה לתקופה גדולות משנה רוב הפוליסות רב שנתיות ואינן ניתנות לביטול בקלות המכסות אינן דורשות אישור מראש		
		פיזור לפי קונה ענף ומדינה	5.0%	פיזור יוצא מן הכלל בין מבטחים ענפים ומדינות	פיזור מצוין בין מבטחים ענפים ומדינות	פיזור טוב מאוד בין מבטחים ענפים ומדינות	פיזור טוב בין מבטחים ענפים ומדינות	פיזור מספיק בין מבטחים ענפים ומדינות	פיזור נמוך בין מבטחים ענפים ומדינות	עשרת הלקוחות הגדולים
פרופיל פיננסי	איכות נכסים	מדיניות סיכונים	5.0%	פרקטיקות ניהול סיכונים מצוינות; חשיפה מבוזרת למבטחי משנה בעלי איכות אשראי גבוהה	פרקטיקות ניהול סיכונים טובות מאוד; פיזור טוב של מבטחי משנה בעלי איכות אשראי גבוהה	פרקטיקות ניהול סיכונים סבירות; פיזור נמוך של מבטחי משנה ולא עלולה להיות חשיפה פסיבית למבטחי משנה בעלי איכות אשראי נמוכה	פרקטיקות ניהול סיכונים ירודות; תלות גבוהה במספר מצומצם של מבטחי משנה ולא חשיפה למבטחי משנה בעלי איכות אשראי נמוכה	פרקטיקות ניהול סיכונים ירודות; תלות גבוהה במספר מצומצם של מבטחי משנה ולא חשיפה למבטחי משנה בעלי איכות אשראי נמוכה		
		איכות נכסים	10.0%	נכסים בסיכון גבוה / הון מוכר	נכסים נטו (חשיפה) בגין מבטחי משנה / הון עצמי	נכסים בלתי מוחשיים	>250%	250%-175%	175%-100%	100%-50%
הלימות ההון	הלימות ההון	הלימות ההון	10.0%	>200%	200%-150%	150%-100%	100%-70%	70%-35%	<35%	
		הלימות ההון (פריסה הדרגתית)	10.0%	110%-105%	130%-110%	150%-130%	200%-150%	>200%		

קטגוריה	פרמטר	תת-פרמטר	משקל	Aaa.il	Aa.il	A.il	Baa.il	Ba.il	B.ii ומטה	שיקולים נוספים
		מינוף תפעולי (חשיפה בשייר להון המוכר)	5.0%	<150x	200x-150x	300x-200X	400x-300X	500x-400X	>500x	
		מינוף חיתומי (רזרבות להון עצמי)	5.0%	<1.0x	1.3x-1.0x	1.7x-1.3x	2.5x-1.7x	3.5x-2.5X	>3.5X	
		יחס משולב בשייר	7.5%	<60%	75%-60%	90%-75%	100%-90%	110%-100%	>110%	
רווחיות		תשואה על מקורות מימון (ROC)	7.5%	>10%	6%-10%	2%-6%	(2%)-2%		<(2%)	
הלימות העתודות	פרופיל פיננסי	שיעור שינוי מקסימלי באומדן עלות התביעות המצטברת בגין שנות חיתום קודמות ליתרת פתיחה בשייר העתודה בשייר	5.0%	<0%	2%-0%	5%-2%	7%-5%	9%-7%	>9%	מידת השמרנות ביחס להערכת תביעות שאירעו אך טרם דווחו

הסיכון הפיננסי הכרוך במדיניות החלוקה או במדיניות הרכישות של החברה הינו מעל הממוצע. לחברה היסטוריה של רכישות ממונפות או רכישות שאינן בליבת הפעילות במידה שיש בה להגדיל את סיכון האשראי; על בסיס הניסיון ההיסטורי, קיימת סבירות גבוהה לעסקאות בעלי עניין ולשינויים במבנה ההון של החברה. ניהול הנזילות וניהול הסיכונים אינם מספקים והנהלת החברה אינה מותירה שולי נזילות מספקים להתמודדות עם אירועים אקסוגניים

מדיניות פיננסית לא יציבה, חוסר עקביות במדיניות ההשקעות; על בסיס הניסיון ההיסטורי, קיימת סבירות לעסקאות בעלי עניין. ניהול הנזילות וניהול הסיכונים הנו ברמה מספקת אם כי זה הראשון אינו מותיר שולי נזילות מספקים להתמודדות עם אירועים אקסוגניים; מדיניות החלוקה ו/או החלוקה בפועל יכול ובאה על חשבון פגיעה בנמישות הפיננסית של החברה.

המדיניות הפיננסית של החברה צפויה להיות יציבה ושמרנית מאוד. מידת החשיפה לסיכון אירוע (event risk) שיוביל לשינוי בדירוג הינה נמוכה מאוד עד מתונה. ניהול סיכונים השוק וניהול הנזילות נעשים בצורה מושכלת והנם שמרניים במידה רבה מאוד/במידה רבה. קיימות הצהרות/מדיניות של החברה בנושא המדיניות הפיננסית אשר מוכחת לאורך זמן, מדיניות החלוקה ו/או החלוקה בפועל, אין בה לפגום בנמישות הפיננסית של החברה.

המדיניות הפיננסית של החברה צפויה להיות יציבה ושמרנית במידה גבוהה מאוד. מידת החשיפה לסיכון אירוע (event risk) שיוביל לשינוי בדירוג הינה נמוכה מאוד. ניהול סיכונים השוק וניהול הנזילות נעשים בצורה מושכלת והנם שמרניים במידה רבה מאוד. קיימות הצהרות/מדיניות של החברה בנושא המדיניות הפיננסית אשר מוכחת לאורך זמן, מדיניות החלוקה ו/או החלוקה בפועל, אין בה לפגום בנמישות הפיננסית של החברה.

10.0%

מדיניות פיננסית

\* יחסים בטבלה זו מוצגים כ- מונה/מכנה. \*\* הניקוד לכל פרמטר/תת פרמטר נקבע על סולם שבין 1-21 כמספר דרגות הדירוג ויכול שייקבע גם במספרים לא שלמים (0.5-20.5) וזאת באופן השוואתי לפרמטרים של מנפיקים.

© כל הזכויות שמורות לחב' מידרוג בע"מ (להלן: "מידרוג").

מסמך זה לרבות פסקה זו כולל זכויות יוצרים של מידרוג והינו מוגן על ידי זכויות יוצרים ודיני הקניין הרוחני. אין להעתיק מסמך זה או בכל דרך אחרת לסרוק, לשכתב, להפיץ, להעביר, לשכפל, להציג, לתרגם או לשמור אותו לשימוש נוסף למטרה כלשהי, באופן שלם או חלקי, בכל צורה, אופן או בכל אמצעי, ללא הסכמה של מידרוג מראש ובכתב.

#### **אזהרה הנוגעת למגבלות הדירוג ולסיכויי הסתמכות על דירוג וכן אזהרות והסתייגויות בנוגע לפעילות של מידרוג בע"מ ולמידע המופיע באתר האינטרנט שלה**

דירוגים ו/או פרסומים שהונפקו על ידי מידרוג הנם או שהם כוללים חוות דעת סובייקטיביות של מידרוג ביחס לסיכון האשראי היחסי העתידי של ישויות, התחייבויות אשראי, חובות ו/או מכשירים פיננסיים דמויי חוב, נכון למועד פרסומם וכל עוד מידרוג לא שינתה את הדירוג או הפסיקה אותו. פרסומי מידרוג

יכולים לכלול גם הערכות המבוססות על מודלים כמותיים של סיכויי אשראי וכן חוות דעת נלוות. דירוגי מידרוג ופרסומיה אינם מהווים הצהרה בדבר נכונותן של עובדות במועד הפרסום או בכלל. מידרוג עושה שימוש בסולמות דירוג לשם מתן חוות דעתה בהתאם להגדרות המפורטות בסולם עצמו. הבחירה בסימול כמשקף את דעתה של מידרוג ביחס לסיכון אשראי משקפת אך ורק הערכה יחסית של סיכון זה. הדירוגים שמנפיקה מידרוג הינם לפי סולם מקומי וככאלה הם מהווים חוות דעת ביחס לסיכויי אשראי של מנפיקים וכן של התחייבות פיננסיות בישראל. דירוגים לפי סולם מקומי אינם מיועדים להשוואה בין מדינות אלא מתייחסים לסיכון אשראי יחסי במדינה מסוימת.

מידרוג מגדירה סיכון אשראי כסיכון לפיו ישות עלולה שלא לעמוד בהתחייבויותיה הפיננסיות החוזיות במועד וכן ההפסד הכספי המשוער במקרה של כשל פירעון. דירוגי מידרוג אינם מתייחסים לכל סיכון אחר, כגון סיכון המתייחס לנזילות, לערך השוק, לשינויים בשערי ריבית, לתנודתיות מחירים או לכל גורם אחר המשפיע על שוק ההון.

הדירוגים המונפקים על ידי מידרוג ו/או פרסומיה אינם מהווים המלצה לרכישה, החזקה ו/או מכירה של אגרות חוב ו/או מכשירים פיננסיים אחרים ו/או כל השקעה אחרת ו/או להימנעות מכל אחת מפעולות אלו.

הדירוגים המונפקים על ידי מידרוג ו/או פרסומיה אף אינם מהווים ייעוץ השקעות או ייעוץ פיננסי, וכן אין בהם משום התייחסות להתאמה של השקעה מסוימת למשקיע מסוים. מידרוג מנפיקה דירוגים תחת ההנחה שכל העושה שימוש במידע המפורט בהם ובדירוגים, ינקוט זהירות ראויה ויבצע את ההערכות שלו (בעצמו ו/או באמצעות אנשי מקצוע המוסמכים לכך) בדבר הכדאיות של כל השקעה בכל נכס פיננסי שהוא שוקל לרכוש, להחזיק או למכור. כל משקיע צריך להסתייע בייעוץ מקצועי בקשר עם השקעותיו, עם הדין החל על ענייניו ו/או עם כל עניין מקצועי אחר.

**מידרוג איננה מעניקה שום אחריות, מפורשת או משתמעת, ביחס לדיוק, להיחוס מתאים למועד מסוים, לשלמות, לסחירות או להתאמה לכל מטרה שהיא של כל דירוג או חוות דעת אחרת או מידע שנמסר או נוצר על ידי מידרוג בכל דרך ואופן שהוא.**

דירוגי מידרוג ופרסומיה אינם מיועדים לשימוש של משקיעים פרטיים ויהיה זה בלתי אחראי ובלתי הולם למשקיע פרטי לעשות שימוש בדירוגים של מידרוג או בפרסומיה בקבלתה של החלטת השקעה על ידו. בכל מקרה של ספק, מן הראוי שיתיעץ עם יועץ פיננסי או מקצועי אחר.

כל המידע הכלול בדירוגים של מידרוג ו/או בפרסומיה ואשר עליו היא הסתמכה (להלן: "המידע"), נמסר למידרוג על ידי מקורות מידע (לרבות הישות המדורגת) הנחשבים בעיניה לאמינים. מידרוג איננה אחראית לנכונותו של המידע והוא מובא כפי שהוא נמסר על ידי אותם מקורות מידע. מידרוג נוקטת באמצעים סבירים, למיטב הבנתה, כדי שהמידע יהיה באיכות ובהיקף מספקים וממקורות הנחשבים בעיניה לאמינים לרבות מידע שהתקבל מצדדים שלישיים בלתי תלויים, אם וככל שהדבר מתאים. יחד עם זאת, מידרוג איננה גוף המבצע ביקורת ולכן היא איננה יכולה לאמת או לתקף את המידע. האמור בפרסומיה של מידרוג, למעט כאלה שהוגדרו על ידה במפורש כמתודולוגיות, אינם מהווים חלק ממתודולוגיה על פיה עובדת מידרוג. מידרוג רשאית לסטות מן האמור בכל פרסום כזה, בכל עת.

בכפוף לאמור בכל דין, מידרוג, הדירקטורים שלה, נושאי המשרה שלה, עובדיה ו/או כל מי מטעמה שיהיה מעורב בדירוג, לא יהיו אחראים מכוח הדין כלפי כל אדם ו/או ישות, בגין כל נזק ו/או אובדן ו/או הפסד, כספי או אחר, ישיר, עקיף, מיוחד, תוצאתי או קשור, אשר נגרם באופן כלשהו או בקשר למידע או לדירוג או להליך הדירוג, לרבות בשל אי מתן דירוג, גם אם נמסרה להם או למי מטעמם הודעה מראש בדבר האפשרות להתרחשותו של נזק או אובדן או הפסד כאמור לעיל, לרבות, אך לא רק, בגין: (א) כל אובדן רווחים, בהווה או בעתיד, לרבות אובדן הזדמנויות השקעה אחרות; (ב) כל הפסד ו/או אובדן ו/או נזק שנגרם כתוצאה מהחזקה ו/או רכישה ו/או מכירה של מכשיר פיננסי, בין אם הוא היה נשוא דירוג שהונפק על ידי מידרוג ובין אם לאו; (ג) כל הפסד ו/או אובדן ו/או נזק, אשר נגרמו בקשר לנכס פיננסי מסוים, בין השאר, אך לא רק, כתוצאה או בקשר עם רשלנות (להוציא מרמה, פעולה בזדון או כל פעולה אחרת שהדין אינו מתיר לפטור מאחריות בגינה), מצדם של דירקטורים, נושאי משרה, עובדים ו/או כל מי שפועל מטעמה של מידרוג, בין במעשה ובין במחדל.

מידרוג מקיימת מדיניות ונהלים ביחס לעצמאות הדירוג ותהליכי הדירוג.

דירוג שהונפק על ידי מידרוג עשוי להשתנות כתוצאה משינויים במידע שעליו התבסס הדירוג ו/או כתוצאה מקבלת מידע חדש ו/או מכל סיבה אחרת. עדכונים ו/או שינויים בדירוגים מופיעים באתר האינטרנט של מידרוג שכתובתו: <http://www.midroog.co.il>