



דירוג חברות ביטוח חיים, בריאות וכללי

הזמנה להגיש הערות מהציבור | מאי 2016

1

אנשי קשר:

עומר פורמברג, אנליסט
omer@midroog.co.il

אבי בן-נן, ראש צוות בכיר
avib@midroog.co.il

סיגל יששכר, סמנכ"ל וראש תחום תאגידים ומוסדות פיננסיים
i.sigal@midroog.co.il

מגדל המילניום, רח' הארבעה 17 תל אביב 64739 טל. 03-6844700 פקס. 03-6855002 www.midroog.co.il

הזמנה להגיש הערות מהציבור

הזמנה זו להגיש הערות מהציבור מתארת את השינויים שבכוונת מידרוג לבצע למתודולוגית דירוג האיתנות הפיננסית (IFS) של חברות ביטוח שפורסמה על ידה בפברואר 2015 (להלן – "המתודולוגיה הקיימת"), וכן נועדה, בין היתר, לחדד ולהסביר את הפרמטרים העיקריים המשפיעים על דירוג מבטחים ואיכות האשראי שלהם. להלן עיקרי השינויים במתודולוגיה הקיימת:

- הכללת מדדים כמותיים מעודכנים לבחינת הפרופיל העסקי, פרופיל הסיכון ומדיניות ניהול הסיכונים.
 - שינוי בדגש שניתן למדדים הפיננסיים השונים, תוך מתן דגש להון הכלכלי של חברת הביטוח ולכריות הרווחיות.
 - אפיון מדדים שונים לרווחיות חברות הביטוח.
- נציין, כי לא חל שינוי בגישת מידרוג לדירוג חובות נחותים בחברות ביטוח.

מידרוג מעריכה כי השינוי במתודולוגיה איננו צפוי להוביל לשינוי בדירוגים של מרבית חברות הביטוח המדורגות על ידה, אולם ככל שהשינוי המתודולוגי יאומץ, תיבחן מידרוג את ההשפעה של המתודולוגיה החדשה על כלל הדירוגים של חברות הביטוח המדורגות על ידה, שכן ייתכן ולשינויים במתודולוגיה תהיה השפעה שלילית על הדירוגים של חלק מחברות הביטוח המדורגות. השינויים במתודולוגיה שעשויים להיות בעלי השפעה שלילית על הדירוגים של מבטחים מסוימים נובעים מהדגשים שמקנה המתודולוגיה המוצעת לפרופיל הסיכון ותיאבון הסיכון של המבטח הנגזרים מתמהיל מוצרי הביטוח שלו ומתמהיל תיק ההשקעות, וכריות הספיגה כנגד סיכונים אלה, בדגש על כרית הרווחיות וההון הכלכלי של המבטח. המתודולוגיה המוצעת מוצגת כטייטה בתקופת ההערות לציבור. בתום תקופה זו ייבחנו ההערות שיתקבלו, ובהתאם יגובש הנוסח הסופי של המתודולוגיה החדשה. עם פרסומה, תחליף המתודולוגיה החדשה את המתודולוגיה הקיימת לדירוג חברות ביטוח חיים, בריאות וכללי.

הציבור מוזמן להעביר את התייחסותו באמצעות דואר אלקטרוני RFC@midroog.co.il עד לתאריך 19/06/2016.

להלן רשימת חברות הביטוח המדורגות על ידי מידרוג הקשורות למתודולוגיה נכון לתאריך פנייה זו:

שם החברה	סוג דירוג/מכשיר מדורג	דירוג
איי. די. אי. חברה לביטוח בע"מ	IFS	Aa3.il
	הון משני מורכב	A2.il
איילון חברה לביטוח בע"מ	IFS	A2.il
	הון שלישוני מורכב	A3.il
הכשרה חברה לביטוח בע"מ	הון משני מורכב	Baa1.il
	IFS	A3.il
הפניקס חברה לביטוח בע"מ	הון משני מורכב	Baa2.il
	IFS	Aa1.il
	הון שלישוני מורכב ו/או משני נחות	Aa2.il
כלל חברה לביטוח בע"מ	הון משני מורכב	Aa3.il
	IFS	Aa1.il
	הון שלישוני מורכב ו/או משני נחות	Aa2.il
מגדל חברה לביטוח בע"מ	הון משני מורכב	Aa3.il
	IFS	Aaa.il
	הון שלישוני מורכב	Aa1.il
מנורה מבטחים ביטוח בע"מ	הון משני מורכב	Aa2.il
	IFS	Aa2.il
	הון שלישוני מורכב ו/או משני נחות	Aa3.il
	הון משני מורכב	A1.il

מטרת דוח זה הינה להסביר את גישת מידרוג להערכת סיכוני אשראי הגלומים בהתחייבויות ובמכשירי חוב המונפקים ע"י חברות הפועלות בענף ביטוח חיים, בריאות וכללי (להלן: "הענף") והדוח הינו בגדר בקשה להערות הציבור באשר למתודולוגיה המתוארת בו.

הדוח נועד לשקף את המאפיינים האיכותיים והכמותיים העיקריים המשפיעים על דירוג חברות בענף ויכול לשמש ככלי עזר לחברות, משקיעים ובעלי עניין אחרים בשוק ההון בהבנה כיצד גורמים כמותיים ואיכותיים עשויים להשפיע על דירוגי החברות בענף. הדוח לא מכיל דיון ממצה בכל הגורמים הגלומים בדירוג, אלא נועד לאפשר לקורא להבין את השיקולים האיכותיים, המידע והיחסים הפיננסיים שהינם בדרך כלל המשמעותיים והחשובים ביותר בקביעת הדירוגים בענף זה. במסגרת תהליך הדירוג נבחנו מאפיינים פרטניים עסקיים ופיננסיים של כל אחד ואחד מהמנפיקים בהתאם לפעילותם בראייה צופה פני עתיד. לפיכך, דירוג של מנפיק מסוים יכול שיושפע מפרמטרים נוספים והערכות אשר לא ניתן לצפתם מראש.

דירוג האיתנות הפיננסית של המבטח (INSURANCE FINANCIAL STRENGTH, להלן ולעיל: "דירוג IFS") הינה העוגן לדירוג יתר התחייבויות המבטח, ממנו מבוצעות התאמות לסיכון האשראי, לפי המאפיינים הספציפיים של מכשירי החוב השונים ומיקומם על סולם שבין חוב להון, בדגש על מידת הנדחות של המכשירים השונים ומנגנוני ספיגת הפסדים באם ישנם.

דירוג המבטח שואף לשקף את המחזור הכלכלי (Through The Cycle). כלומר, דירוג המבטח צריך לשקף גם תקופות של הרעה כלכלית ופיננסית ושחיקה בפרמטרים מרכזיים בטווח התחזיות של הדירוג, עובדה המשליכה על אופק הבחינה, הפרמטרים והתרחישים הנבחנו. בנוסף, נציין כי הדירוג משקף את הערכת מידרוג לגבי הסיכון היחסי הטמון בהתחייבויות שאמורות להיות משולמות לאורך תקופות ארוכות יחסית ועל כן מטבעו הוא צופה פני עתיד. מתודולוגיה זו אינה מתייחסת לבחינת דירוג חברות ביטוח אשראי ודירוג חברות אחזקה בביטוח אשר להן מתודולוגיות ספציפיות ונפרדות¹.

¹ אינדקס המתודולוגיות של מידרוג

פרמטרים עיקריים לדירוג האיתנות הפיננסית של חברות ביטוח (IFS)

ניתן לחלק את המתודולוגיה לדירוג האיתנות הפיננסית של חברות ביטוח לשלושה נדבכים עיקריים, אשר משלבים בתוכם פרמטרים איכותיים וכמותיים בפיזור רחב, כך שהמודל אינו מוטה עבור פרמטר ספציפי. להלן שלושת הנדבכים בבחינת האיתנות הפיננסית של חברות ביטוח:

1. פרופיל עסקי ויכולת השבת רווחים
2. פרופיל הסיכון ומדיניות ניהול הסיכונים
3. פרופיל פיננסי

נציין כי, ישנם מספר גורמים אקסוגניים, המשפיעים מהותית על הפרופיל העסקי והפיננסי של חברות הביטוח ובהם הסביבה הרגולטורית, הסביבה העסקית, המשפטית והמאקרו כלכלית. בהתאם למתודולוגיה שלנו, אלמנטים אלה לא מקבלים ציון ספציפי בדירוג, מכיוון שהם נתונים ואחידים לכל המערכת, והביטוי להשפעתם, לתחזיות ולציפיות לגביהם, משתקף במגוון רחב של פרמטרים, שנבחנו בכל אחד מהנדבכים המוזכרים לעיל (כאשר מידת ההשפעה ועוצמתה תלויה במאפיינים הספציפיים של כל מבטח).

1. פרופיל עסקי ויכולת השבת רווחים

הערכת המיצוב העסקי ובתוכו חוזק המותג של מבטח מהווים אלמנטים מרכזיים בתהליך הניתוח. המיצוב העסקי משפיע על יכולת המבטח לייצר רווחים ברי קיימא וערך כלכלי בסגמנטים בהם הוא פועל ולכן גם על יציבותו לאורך המחזוריות הכלכלית. לגישתנו, היכולת לייצר רווחים ברי קיימא משליכה על היכולת לספוג הפסדים ולשקם פגיעה לא צפויה בהון העצמי, במידה ותתרחש כתוצאה מהפסדים חד פעמיים.

המיצוב העסקי נתמך ביתרונות יחסיים ברי קיימא בקווי הפעילות העיקריים והיכולת לשמרם, ומתחשב בנתח השוק; בחסמי הכניסה; ביתרונות לגודל ותרגומם ליעילות תפעולית ולשליטה בהוצאות; בכוח תמחור ובמגוון ערוצי הפצה 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 ורכישות צולבות של מספר מוצרים על ידי אותו לקוח.

מבטח עם פרופיל עסקי חזק צפוי לשרוד טוב יותר תקופות של תנאי שוק בעייתיים ויכול לנצל הזדמנויות רווחיות חדשות שעשויות להתפתח בעתיד. אנו סבורים כי חברות בעלות פרופיל עסקי חזק יעמדו בהתחייבויות שלהן בסבירות גבוהה יותר לאורך המחזור הכלכלי, מה שעשוי להשתקף בדירוג גבוה יותר. לעומת זאת, פרופיל עסקי חלש יכול להעיד על לחץ פיננסי שיוטל על החברה במקרה של רווחיות נמוכה, או תנודתית, אשר עלולה להתירגם להגדלת תיאבון הסיכון של המבטח ולפגום בפרופיל הסיכון שלו.

מידרוג בוחנת שלושה אלמנטים עיקריים להערכת המיצוב העסקי ויכולת השבת הרווחים של חברות ביטוח:

1.1 נתח שוק יחסי- סך הפרמיות ברוטו של המבטח ביחס לסך הפרמיות ברוטו הממוצעות בענף

נתח שוק (אבסולוטי ויחסי) משמעותי מעיד על מיצוב עסקי גבוה ומותג חזק, אשר לרוב מסבירים כוח תמחור גבוה. פרמטרים אלו מהווים חסם כניסה משמעותי לענף, או לסגמנט פעילות ספציפי בתוך הענף ולכן יש להם יכולת הסבר טובה למיצוב המבטח, ליכולתו להתגונן מפני תחרות ולשמור, או לייצר רווחים ברי קיימא מהפעילות הביטוחית. יחד עם זאת, הערך המושג מנתח שוק עשוי להשתנות בהתאם לתחומים בהם פועלת החברה והיכן שהיתרונות לגודל הינם המשמעותיים ביותר.

בהערכת פרמטר זה מידרוג בוחנת את המגמות ארוכות הטווח והצפי להתפתחות העתידית, תוך התחשבות בתאבון לסיכון של החברה ובמידת האיזון שבין הרצון להרחיב את הפעילות, לבין ניהול סיכונים וביצוע חיתום ותמחור הולמים ביחס לסיכון. ישנם מצבים בהם צמיחה אגרסיבית בקו עסקי תחרותי מאוד או במוצר ספציפי עשויה להוות גורם שלילי, כאשר לחלופין נתח שוק משמעותי בסגמנט נישתי יכול להוות גורם חיובי בדירוג. כמו כן, יתכנו מקרים בהם יכולת החברה למכור מוצרים בעלי ערך מוסף גבוה וסיכון נמוך יחסית, תקזז ציון נתח שוק יחסי כולל נמוך. בנוסף, כחלק מהשיקולים הנוספים למדד זה, אנו בוחנים גם את שיעורי השימור והיצירה של עסקים ויכולת מכירה צולבת של מוצרים.

1.2 ערוצי הפצה

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 לקוחות, ולשלוט טוב יותר במבנה העלויות. בהקשר זה מידרוג בוחנת את השליטה וההשפעה של המבטח על ערוצי הפצה ביחס לקווי עסקים, היתרונות היחסיים הנובעים מהם והשפעתם על מבנה ההוצאות ורווחיות החברה. בנוסף, בוחנת מידרוג את מגוון ערוצי הפצה, המייצרים הכנסות משמעותיות, כאשר אלה יכולים למתן דומיננטיות של ערוץ ספציפי ולתמוך במבטח לאורך המחזור ובעיקר בתקופות משבר.

ההערכה של אפקטיביות ערוצי הפצה 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 מרכזיים בהערכת ההצלחה של הערוץ. יחד עם זאת, מידרוג ערה לכך שלא כל ערוצי הפצה 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 מציבים 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 הפצה הבלעדיים שלהם.

1.3 פיזור הכנסות ורווחים

גיוון מקורות ההכנסה והרווחים בין מגזרי פעילות שונים מהווה, להערכת מידרוג, פרמטר חשוב נוסף ליכולתו של מבטח לצלוח תקופות בעיתיות, לייצר הכנסות ברות קיימא ולתמוך בכריות ההון. חברות ביטוח התלויות בקו עסקים עיקרי פגיעות וחשופות יותר לשינויים בסביבה העסקית, אשר עלולים להיות פתאומיים ולא צפויים ולשחוק משמעותית את זרם ההכנסות ללא יכולת פיצוי וכריות ביטחון מקווי עסקים אחרים. גיוון במוצרים הוא בדרך כלל מאפיין של חברות בדירוג גבוה. יש לסייג, כאשר חברה נכנסת לקו עסקים חדש ללא מידע מספק, מומחיות בחיתום וניהול סיכונים הולמים, הגיוון עשוי להוות גורם שלילי דווקא.

מידרוג בוחנת את גיוון המוצרים כמספר קווי העסקים המשמעותיים במונחי פרמיות ברוטו ודמי ניהול מתוך סך הפרמיות ודמי הניהול. יחד עם זאת, הבחינה של גיוון המוצרים כוללת גם את מידת התרומה לרווח הכולל והערכתנו לרמת התחרות בסגמנטים השונים; את האטרקטיביות של מוצרים מסוימים תחת תרחישי שוק שונים; את הקורלציה בין הרווחים בין מוצרים שונים וכן באם המוצר נתפס כמוצר "קומודיטי" או ככזה בעל ערך מוסף. בנוסף, אנו מתסכלים על יכולת החיתום, תמחור, טכנולוגיה וצוות ניהולי בהתייחס לתחומי הפעילות העיקריים של החברה והפרופיל העסקי שלה. במבטחים הפועלים הן בתחומי חסכון ארוך טווח וחיים והן בביטוח כללי ובריאות, אנו גם בוחנים את איכות פיזור קווי העסקים, את יכולת החברה לנהל קווי עסקים מגוונים השונים מאלה המהווים את ליבת הפעילות, את הסינרגיה בין קווי העסקים השונים ואת המידה שבה קווי העסקים השונים מושכים את המימון מליבת העסקים של המבטח, או מוסיפים ערך מוסף משמעותי. בנוסף, כחלק מהשיקולים הנוספים למדד זה אנו בוחנים את גודל מגזר הפעילות הגדול ביותר ביחס לשאר

מגזרי הפעילות. ככל שהמבטח פחות תלוי במגזר פעילות מסוים כך יכולתו להגיב לשינויים בענף, ברגולציה, בתנאי השוק ובתחרות הינה טובה יותר, דבר אשר עשוי להשפיע לחיוב על הדירוג.

2. פרופיל הסיכון ומדיניות ניהול סיכונים

הערכת פרופיל הסיכון של מבטח מהווה נדבך חשוב בתהליך הדירוג, היות והמבטח כגוף פיננסי נוטל על עצמו סיכונים אינהרנטיים כדוגמת- סיכונים ביטוחיים, סיכונים שוק, אשראי, מסחר, תפעוליים, מוניטין ואחרים. חברת ביטוח נדרשת להעריך ולתמחר את הסיכונים, שבבסיס פעילותה והכנסותיה צריכות לפצות על הסיכון האינהרנטי הטבוע בעסקיה. מידרוג, בוחנת עד כמה "משמעת" ניהול הסיכונים והתהליכים הכרוכים בה מושרשים ומקבלים ביטוי בפעילות השוטפת של היחידות העסקיות של המבטח, ולצורך כך נבחנים מספר פרמטרים איכותיים וכמותיים. לגישתנו, מטרת ניהול הסיכונים היא להפחית 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 וההון, להגביר רעשים ותנודתיות בתוצאות, ובמקרה קיצון אף להביא לחדלות פירעון של המבטח.

מידרוג בוחנת ארבעה אלמנטים עיקריים להערכת פרופיל הסיכון ומדיניות ניהול הסיכונים של חברות ביטוח:

2.1 ממשל תאגידי, ניהול ובעלות

איכות הממשל התאגידי תורמת להפחתת הסבירות לאירועי כשל עתידיים ולשיקום מאירוע כשל במידה והתרחש. נושא הממשל התאגידי מקבל משנה תוקף בחברות ביטוח היות והן כגוף פיננסי רגישות לסיכון מוניטין. ממשל תאגידי אינו מתמצה רק ביחסים שבין הדירקטוריון, ההנהלה והבעלים, אלא במידה שבה פועלים הדירקטוריון וההנהלה לאזן בין האינטרסים של בעלי המניות לבעלי החוב. מידרוג, מתמקדת במספר היבטים בבחינת הממשל התאגידי ובוחנת האם התרחשו בהם אירועי כשל, אשר מדליקים "אורות אדומים". הפרמטרים העיקריים אותם מידרוג בוחנת הם: **א. בעל המניות ומורכבות מבנה האחזקות** - תלות בחלוקת דיבידנדים מהמבטח לצורך שירות חובותיו, מידת השפעתו על שינוי תמהיל הסיכון של המבטח בכדי להשיג תשואה עודפת ובהקשר הזה נבחן גם יחס התשואה על ההון (ROE) והלחץ שיכול לייצר על הנהלת המבטח ועל תגמוליה, השפעתו על תהליך קבלת החלטות בחברה, על הפיקוח העצמאי של הדירקטוריון הרכבו וגודלו, יכולתו לנהל ניגודי עניינים מבניים הקיימים בין בעלי המניות ובעלי החוב ועוד; **ב. הנהלה ותלות באנשי מפתח** - תרומת ההנהלה משתקפת במגוון פרמטרים במטריצה ובהם מיצוב העסקי של המבטח ותוצאותיו הפיננסיות. בסעיף זה בוחנת מידרוג את הניסיון והמומחיות של ההנהלה, מידת העמידה של ההנהלה ביעדים אסטרטגיים שהוגדרו ובאם קיימת תלות באיש מפתח, או במספר אנשי מפתח בהנהלה הבכירה.

2.2 מדיניות ניהול סיכונים

בניתוח מדיניות ניהול הסיכונים של מבטחים נבחנים מספר פרמטרים עיקריים ובהם: טיב המבנה ארגוני 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 וההנהלה הבכירה בנושא ניהול הסיכון, קביעת תיאבון וסיבולת הסיכון ובקרה אפקטיבית עליהם, את מידת העצמאות של יחידת ניהול סיכונים ובראשה מנהל הסיכונים הראשי, מידת האינטראקציה בינה לבין היחידות העסקיות, ההנהלה הבכירה והדירקטוריון ותדירות המפגשים בנושאי ניהול סיכונים. אנו בוחנים גם את מערכות ניהול הסיכונים, בסיס הנתונים, מודלים ומדדי סיכון עיקריים במבטח (Return, VAR), on Risk-Adjusted Capital (RORAC), Expected Loss (EL), הון כלכלי וכו'), מידת האפקטיביות שלהם, תדירות השימוש בהם והאיתנות (רובסטיות) שלהם. בנוסף, מידרוג בוחנת את השימוש שהמבטח עושה בתרחישי לחץ - התרחישים וההנחות העיקריות, תוצאות ותדירות השימוש במוקדי הסיכון העיקריים ומסקנות הנובעות מהם. חברות הביטוח בישראל חשופות לשווקים הבינלאומיים באמצעות מבטחי משנה בינלאומיים, בעיקר בענף הביטוח

הכללי. תביעות משמעותיות נגד מבטח המשנה (כתוצאה לדוגמא, מאירוע קטסטרופה מחוץ לישראל) ופגיעה ביכולתו לשלם תביעות עתידיות מערערות את חוסנו הפיננסי ועלולות להשליך על חברות הביטוח המקומיות, הן בתמחור הפרמיות והן בהיבט האיתנות הפיננסית. קיימת חשיבות לניתוח החשיפה למבטחי משנה, מידת הישענות על מבטחי משנה בודדים והדירוג שלהם, זאת משום שמחיקה של חובות מצד מבטחי משנה עשויה לפגוע ברווחים ובהון של המבטח, והן משום שאיבוד קיבולת של מבטחי משנה עלול לגרום למבטח לשנות את המיקוד העסקי שלו. לאור כך, כחלק מהשיקולים הנוספים לבחינת ניהול הסיכונים, אנו גם בוחנים את מידת השימוש במבטחי משנה ופיזורם כגורם להעברת סיכונים, כמו כן נבחנת החשיפה למבטחי משנה ביחס להון העצמי של המבטח ונתח הפרמיות ששולמו למבטחי משנה ביחס לפרמיות ברוטו. הניתוח שלנו לרוב יתמקד במבטחי המשנה הגדולים ביותר בדגש על דירוג האשראי שלהם, ניסיון העבר עם אותם מבטחי משנה, ניהול החשיפה לאירועי קטסטרופה בברוטו ובשייר ועוד.

2.3 סיכון מוצרים

לקווי העסקים ולמוצרים המוצעים על ידי המבטח השפעה גבוהה על פרופיל הסיכון שלו, משום שלמגזרי פעילות שונים קיימים מאפיינים שונים בהתייחס למשך תקופת הביטוח, מבנה הסיכונים והיכולת לאמוד אותם במידה רבה של וודאות, סוגי הפרמטרים האקסוגניים המשפיעים על הסיכון הביטוחי ומאפייני החיתום. כל אלו מייצרים רמות וודאות משתנות לגבי מידת הסיכון הביטוחי הגלומה במוצרי הביטוח השונים והתנודתיות של סיכון זה. בנוסף, הסיכון הגלום במוצר מסוים אינו תמיד ברור לחלוטין בזמן שהוא מובא לשוק וכתוצאה מכך עלולה להתהוות תוצאה לא מכוונת של תמחור חסר, שעשוי להיות בעל השפעה מהותית על רווחיות ודרישות ההון של החברה.

את סיכון המוצרים מידרוג בוחנת בין היתר על ידי המדדים הבאים:

- **סיכון המוצרים בביטוח כללי ובריאות לזמן קצר**

פרמטר זה בא לבחון את הסיכון הגלום בתמהיל פעילות הביטוח הכללי של המבטח. מידרוג בוחנת פרמטר זה באמצעות היחס שבין פרמיות הברוטו של ענפי "זנב קצר" מתוך סך הפרמיות ברוטו בביטוח כללי ובריאות לזמן קצר. ענפי "זנב קצר" (הכוללים את ענפי רכב רכוש, רכוש אחר וביטוח בריאות לזמן קצר) מאופיינים לרוב בסיכון אקטוארי והערכת תביעות נמוכים יחסית. לעומת זאת, בענפי "זנב ארוך" (הכוללים את ענפי רכב חובה, חבויות ואחרים), התבררות הנזק והתביעות מתרחשת לאורך מספר שנים ולכן קיימת אי וודאות גבוהה יותר ונדרשות הפרשות משמעותיות מראש המגלמות אמידה של התביעות שהוגשו, תביעות שבדרך ותביעות עתידיות צפויות. התחייבויות אלו לזמן ארוך, מגבילות את יכולתו של המבטח להגיב בצורה מהירה לשינויים מאקרו-כלכליים בענף, סיכונים שוק, השפעות רגולטוריות ולחצים תחרותיים. לכן, להערכתנו הישענות גבוהה יותר על ענפי "זנב קצר" תשפיע לחיוב על רמת הסיכון ודירוג המבטח לעומת הישענות גבוהה יותר על ענפי "זנב ארוך". בנוסף, כחלק מהשיקולים הנוספים למדד זה אנו בוחנים גם את החשיפה בברוטו ובשייר לאירוע קטסטרופה של המבטח לאור חשיפתו לענפים השונים כאמור. חשיפה משמעותית לא מגודרת של המבטח לאירוע קטסטרופה עשויה להשפיע לשלילה על רמת הסיכון שלו.

- **סיכון המוצרים בביטוח חיים וחסכון ארוך טווח, ביטוח סיעודי ובריאות לזמן ארוך**

פרמטר זה בא לבחון את הסיכון הגלום בתמהיל הפעילות של המבטח בענפי ביטוח חיים וחסכון לז"א, ביטוח סיעודי וביטוח בריאות לז"א. מידרוג בוחנת את מדד זה כיחס שבין רזרבות המוערכות על ידינו בסיכון נמוך בביטוח חיים וחסכון ארוך טווח, בביטוח סיעודי וביטוח בריאות לזמן ארוך מתוך סך הרזרבות האמורות של המבטח בניכוי אגרות חוב מיועדות (ח"ץ). תמהיל הסיכון של הרזרבות נבחן לפי הערכתנו לגבי תכונות המוצר המשלב את יכולתו של המבטח להעביר סיכון למבטחים, כמו גם את הסיכונים הספציפיים הגלומים במוצר-לדוגמה, סיכון שיעורי ריבית, תמותה, תחלואה או סיכון אריכות ימים, סיכון נזילות, סיכון אשראי, סיכון שוק, אופציות גלומות ובטחונות. האבחנה

העקרונות בין מוצרים בסיכון נמוך לבין מוצרים בסיכון גבוה יותר נעשית בין מוצרים תלויי תשואה ללא מקדמים מובטחים או שנושאים בסיכונים שוק ודמוגרפיים נמוכים, לבין כאלו שאינם תלויי תשואה ו/או כוללים מקדמים מובטחים או בעלי סיכון שוק ודמוגרפיים משמעותיים. להערכתנו, ככל שהמבטח נוטה לקווי עסקים בסיכון גבוה יותר, יכולתו להגיב לשינויים מאקרו-כלכליים, בענף, סיכונים שוק, השפעות רגולטוריות ולחצים תחרותיים מוגבלת יותר דבר אשר עשוי להשפיע באופן שלילי על הדירוג.

2.4 ריכוזיות לקוחות

המדד שאנו בוחנים בפרמטר זה הינו שיעור הפרמיות מקולקטיבים/קבוצתיים/מפעלים גדולים מסך הפרמיות המרווחות. אנו סבורים כי הישענות המבטח על מספר קבוצות גדולות של מבטחים עלולה לחשוף את המבטח לסיכונים ביטוח, אשראי וענף משמעותיים יותר אשר מעלים את סיכון המבטח. מנגד, חברות להן שיעור פרמיות מקולקטיבים נמוך יחסית הן לרוב בעלות יכולת פיזור סיכונים טובה יותר ומיצוב תחרותי חזק יותר. עם זאת, אנו לוקחים בחשבון כי שיעור הכנסות גבוה מלקוחות גדולים עשוי לעיתים לשמש כגורם מייצב בהכנסות החברה וזאת בתלות ביכולת התמחור והמעמד התחרותי של המבטח בענף המשתקף בשיעורי שימור ותחלופה של אותם לקוחות גדולים.

3. פרופיל פיננסי

3.1 איכות הנכסים

לרוב, החלק הארי של נכסי חברות הביטוח הינו נכסים נזילים באיכות גבוהה, בהתחשב בכך שבפוליסות הביטוח לרוב קיימת אי ודאות לגבי העיתוי וההיקף של תשלום ההתחייבויות. בנוסף, בפוליסות ביטוח רבות מתקיימים תנאים ואופציות למבטח (למשל מקדמים/תשואה מובטחים), אשר עלולים ליצר פוטנציאל אי ודאות נוסף לגבי תזרים התשלומים העתידי. כדי לשפר את ביצועי התיק ולתמוך בהתחייבויות החברה, חברות ביטוח עשויות להקצות חלק מתיקי ההשקעות לרכיבי סיכון גבוהים יחסית. להערכתנו, את החשיפות לנכסים מסוכנים חשוב לנטר על בסיס מתמשך וקבוע, משום ששינויים בסביבת השוק, בעיקר בתקופות של משבר, יכולים להקטין את ערכי הנכסים, הרווחים, ובסופו של דבר, את בסיס ההון של החברה.

את איכות הנכסים מידרוג בוחנת בין היתר על ידי המדדים הבאים:

3.1.1 יחס נכסים מסוכנים מותאמים להון המוכר

נכסים בסיכון גבוה כוללים באופן כללי את כל נכסי ההשקעה הפיננסיים למעט מזומנים, אגרות חוב ממשלתיות ואגרות חוב קונצרניות בדירוג השקעה, כאשר האחרונים משוקללים בשיעור הישענות חלקי המשקף סיכון לירידת ערך אפשרית לאורך מחזור האשראי כתוצאה מסיכונים אשראי, שוק או נזילות (להלן: "נכסים מסוכנים"). במדד זה לרוב איננו לוקחים בחשבון את ההשקעות העומדות כנגד התחייבויות תלויות תשואה, שכן לתנודות בנכסים אלה תהיה לרוב השפעה מקזזת מצד ההתחייבויות, ולכן השפעתן על ההון העצמי תהיה מוגבלת יחסית. אנו נצפה כי לחברות בדירוג גבוה תהיה בדרך כלל חשיפה נמוכה יחסית לנכסים מסוכנים. עם זאת, חברות בעלות מבנה יציב, ארוך טווח ובעל סיכון נמוך של התחייבויות לצד יכולת תפעולית טובה וחזקה יוכלו ל"הכיל" מידה גבוהה יותר של החזקה בנכסים מסוכנים. כחלק מהשיקולים הנוספים למדד זה נבחן הרכב תיק הנכסים, הכולל את תמהיל הנכסים המסוכנים מסך התיק ובנוסף את מידת הפיזור והקורלציות בתיק הנכסים. ריכוזיות ענפית ולוויים ביחס לתיק ולכריות הספיגה פוגמת בפרופיל הסיכון ומגדילה את החשיפה לסיכונים שוק, אשראי ונזילות. בנוסף נבחנת מדיניות ההשקעות ומידת הנזילות של הפוזיציות העיקריות. נציין כי בתרחישי הקיצון אותם מידרוג מבצעת, קיימת התייחסות נפרדת לסיכון הגלום בכל אחד מקבוצות הנכסים השונים כגון מניות, השקעות אלטרנטיביות, נדל"ן, הלוואות משועבדות, אגרות חוב ממשלתיות, אגרות חוב קונצרניות ומוצרים מובנים.

3.1.2 נכסים בלתי מוחשיים והוצאות רכישה נדחות (DAC) להון עצמי

המדד מספק אינדיקציה לחוזק ואיכות בסיס ההון של החברה. מוניטין ונכסים בלתי מוחשיים אחרים נגזרים מתוך רכישות ויצירת עסקים חדשים. הערך הכלכלי של נכסים אלו לרוב אינו ודאי ויתכן ולא יהיה ניתן למימוש בערכים בהם הוא נוצר בעת הרכישה. כמו כן, צמיחה מהירה באמצעות רכישות, לרוב מעלה את סיכון האשראי של החברה בשל אתגרי שילוב הפעילויות ואי הוודאות לגבי העלויות הסופיות והתמורות, וכן הרווחים הצפויים בהתייחס למחיר הרכישה והמימון. ירידת ערך של נכסים בלתי מוחשיים היא בדרך כלל אינדיקציה לכך שהרווחים מפעילות מסוימת שנרכשה בעבר צפויים לרדת מעבר להערכות ההנהלה המקוריות. למרות שההפסדים בעקבות ירידות ערך אלה באופיים אינם תזרימיים, הם מהווים סיכון ואיתנות לשחיקה ביכולת יצור הרווחים וההון, אשר עלולים לפגוע באמון המשקיעים ובגמישות הפיננסית. אנו נצפה כי חברות המדורגות גבוה יותר ייטו להיות בעלות שיעור נכסים בלתי מוחשיים נמוך יותר ביחס להון לעומת חברות המדורגות נמוך יותר. על אף שלהוצאות רכישה נדחות (DAC) יש פחות אי וודאות לגבי אופן המדידה שלהן ויותר ערך כלכלי מאשר למוניטין, אנו מאמינים כי הון המשוך לכל נכס בלתי מוחשי פחות ניתן למינוף מאשר הון מוחשי. יחד עם זאת, אנו לוקחים בחשבון כי חלק מה-DAC משקף שוויו כלכלי ומשקללים עובדה זו כאשר אנו בוחנים את המדד.

3.2 הלימות הון

בבסיס הבחינה שלנו בדבר סיכון האשראי של המבטח נמצאת הערכתנו לגבי ההון הכלכלי של המבטח והלימות ההון שלו (Solvency). מידרוג רואה בהון המבטח כרית מרכזית לספיגת הפסדים לא צפויים, אשר מקבלת משנה תוקף כאשר כריות הרווחיות זניחות או תנודתיות. מטרת כרית זו לאפשר למבטח להמשיך ולפעול כעסק חי בעתות משבר ולקיים את התחייבויותיו למבוטחים ולנושים אחרים. חברות ביטוח הינם תאגידיים פיננסיים ממונפים, אולם רמות ההון בהם מנוהלות בקפידה יחסית, תוך פיקוח רגולטורי ומערכת אינטרסים מורכבת, הכוללת את הרגולטור, ציבור בעלי הפוליסות ובעלי החוב השונים וכן בעלי ההון. התקנות הקיימות בישראל ("תקנות הפיקוח על שירותים פיננסיים (ביטוח) (הון עצמי מינימלי הנדרש ממבטח)") קובעות את דרישת ההון המינימאלי מחברות ביטוח ואת אופן חישובה והפעילות בעסקי ביטוח מותנית בקיומו של הון מינימאלי נדרש. אי עמידה בתקנות ההון, תחייב את המבטח להגדיל את ההון העצמי עד לסכום האמור בתקנות ההון או להקטין את היקף עסקיו בהתאמה, לפי העניין, למעט בנסיבות חריגות.

את הלימות ההון מידרוג בוחנת בין היתר על ידי המדדים הבאים:

3.2.1 שיעור עודף ההון על הדרישות הרגולטוריות

במדד זה אנו בוחנים את השיעור הצפוי של עודף ההון של המבטח ביחס לדרישות ההון הרגולטוריות. היחס הנמדד הינו צופה פני עתיד בהתחשב בין השאר ביכולת יצור הרווחים ומדיניות הדיבידנדים. מדד זה משקף, לגישתנו, את מידת גמישותו של המבטח להרחיב את פעילותו או ולשנות את תמהיל פעילות, לנצל הזדמנויות עסקיות, רכישות ומהלכים אסטרטגיים. ככל שלמבטח עודף הון גבוה יותר כך הגמישות העסקית שלו רבה יותר והתמודדות עם תחרות טובה יותר. חברות בעלות עודף הון נמוך, צפוי שיתקשו להתמודד עם מצבי שוק משתנים ויהיו מוגבלות יותר בפעילות העסקית. מידרוג בוחנת את היחס כאמור לפי דרישות ההון הקיימות תוך התחשבות במצב ההערכות הנוכחי של חברת הביטוח לדירקטיבה החדשה (להלן: "סולבנסי II"). יחד עם זאת, עם כניסתה לתוקף של הדירקטיבה החדשה אנו נשקול לתת משקל גבוה יותר לעודפי ההון הרלוונטיים לפי סולבנסי II, כמדד להון כלכלי המשקף יכולת עמידה בהתחייבויות הביטוחיות במהלך 12 החודשים הבאים בהסתברות של 99.5% (הסתברות לכשל של 0.5%), ולאחר תקופת ההתאמה (כאשר יהיה Fully loaded).

3.2.2 הון מוכר מותאם לסך נכסים מותאמים

באופן כללי, שיעור ההון כאחוז מסך הנכסים מהווה מדד פשוט ושימושי בקביעת איכות כרית ההון הזמינה לחברה בכדי לתמוך בהתחייבויות כלפי המבוטחים והתחייבויות נוספות אחרות. אנו מתאימים יחס זה על ידי הפחתה - הן מהמונה והן מהמכנה - של 10% מהנכסים המסוכנים כהגדרתם לעיל אשר בעתות משבר, עלולים להפוך ללא נזילים ו/או עלולים לספוג ירידת ערך, או יימכרו בהפסד ולא יהיו יותר חלק מנכסי והון החברה. יחד עם זאת, אנו בוחנים את המדד גם לאור היקף הסיכון בתיק ההשקעות והן לאור אופי הפעילות של המבטח הגוזרים את היקף ההתחייבויות והנכסים שלו בהתאם.

3.2.3 עודף הון כלכלי

מידרוג מחשבת את כרית הספיגה ההונית הצפויה למבטח בטווח של שנה בתרחיש קיצון בעל הסתברות נתונה - זהו להגדרתנו "ההון הכלכלי". בנוסף, מחשבת מידרוג את היקף ההון הנדרש בתרחיש זה בגין סיכונים ביטוחיים, שוק, תפעוליים וקטסטרופה. היחס שבניהם מהווה את עודף ההון הכלכלי. ההון הכלכלי משמש ככרית ספיגה למצבי קיצון בהם יש עלייה משמעותית בהתחייבויות הביטוחיות לצד משבר בשוק ההון. דרישות ההון הכלכלי המחושב על ידנו מהכפלת מקדמים, המייצגים שינויים צפויים תחת תרחיש קיצון כאמור, בעתודות הביטוחיות והנכסים המסוכנים. המקדמים מביאים בחשבון את סוגי העתודות והסיכונים הביטוחיים הגלומים בהם לצד סיכונים שוק, נזילות ואשראי המשפיעים על תיק הנכסים. נציין שיחס זה לא לוקח בחשבון קורלציות שליליות בין סוגי הסיכונים השונים ושכזה מהווה יחס מחמיר להסתברות לכשל פירעון בטווח של שנה.

3.3 רווחיות

יכולת מבטח לייצר ולשמר רווחים מהווה גורם מסביר משמעותי לשרידותו, ליכולתו לייצר ערך כלכלי ולתמרון בסביבה משתנה. מידרוג רואה ברווחיות ליבה יציבה וברת קיימא ככרית ביטחון, או קו הגנה ראשון כנגד הפסדים בלתי-צפויים. 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 וגורם מפתח בנגישות לשוקי ההון בתנאים מועדפים.

את כריות הרווחיות מידרוג בוחנת בין היתר על ידי המדדים הבאים:

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

במדד זה אנו בוחנים את היחס שבין הרווח הכולל לבין ההון העצמי וההתחייבויות הפיננסיות של המבטח, והוא נמדד על ידינו בהתאם למגמה בשנים האחרונות והצפי בטווח הזמן הקצר והבינוני. יחס ה-ROC הוא מדד טוב להעריך עד כמה המבטח משתמש ביעילות במקורות המימון שלו (העצמיים והחיצוניים) כדי להפיק תשואה. ה-ROC גם מאפשר השוואה בין חברות בעלות מינוף שונה. כמדד תומך נוסף אנו בוחנים את הרווחיות כרווח כולל ביחס לסך ההכנסות ואת השליטה במבנה ההוצאות והיעילות התפעולית כפי שמשקף ביחס המשולב (Combined Ratio).

3.2.5 יציבות הרווחים - סטיית תקן ה-ROC

במדד זה אנו בוחנים את סטיית התקן המשוקללת של ה-ROC, תוך מתן משקל גבוה יותר לתצפיות האחרונות. פרמטר זה מצביע על יכולת החיזוי של ההכנסות והרווחים של המבטח, כאשר לרוב ניתן לקשור בין תנודתיות לסיכון. ברמה הכללית, ישנה קורלציה חיובית בין מידת פיזור מקורות הרווח ותלות מועטה מרווחים בשוק ההון למידת היציבות ברווחי המבטח ויכולת חיזויה. מבטח בעל חלוקה טובה של מקורות רווח מכמה קווי עסקים ובעל תיק השקעות סולידי ופוליסות ביטוח שתלויות פחות בביצועי שוק ההון, יצליח לייצר רווחים ורווחיות מותאמת סיכון יציבים יותר לאורך המחזור הכלכלי, נתון אשר הינו חיובי לדירוג בעיקר בתקופות תנודתיות ומשבריות. יציבות הרווחים מושפעת לחיוב מרווחיות חיתומית גבוהה ויציבה לאורך זמן ומבנה הוצאות צר ויעיל, ומושפעת לשלילה

מחשיפה גבוהה לרווחים או הפסדים בשוק ההון, אם דרך תיק ההשקעות או דרך דמי ניהול משתתפים ברווחים. כחלק מהשיקולים הנוספים לבחינת מדד זה אנו בוחנים גם את מדד שארפ (ממוצע חלקי סטיית תקן) של ה-ROC כאינדיקטור לבחינת השוואה ענפית.

3.2.6 תשואה על הנכסים (Return On Assets-ROA)

התשואה על הנכסים מחושבת על ידינו כיחס שבין הרווח הכולל לסך הנכסים של המבטח. יחס זה בא לבחון את כלל המודל העסקי של המבטח והיכולת לייצר תשואה מסך הנכסים ומשמש כמדד משלים ל-ROC. לקווי העסקים בהם פועל המבטח יש השפעה משמעותית על היקף הנכסים וההתחייבויות שלו, כאשר לחברות הפועלות בתחום ביטוח החיים והחיסכון ארוך טווח היקף נכסים גדול משמעותית מחברות הממוקדות בביטוח כללי בלבד. יחד עם זאת, אנו מצפים כי חברות אלו ידעו להפיק תשואות גבוהות מספיק בהתאם להיקף הנכסים, תוך הסתכלות ובחינה של מספר שנים לאורך המחזור הכלכלי.

3.4 ניהול נזילות

במדד זה אנו בוחנים את היחס שבין הנכסים הנזילים של המבטח לבין ההתחייבויות הביטוחיות והפיננסיות הצפויות להיפרע בטווח זמן של 12 חודשים קדימה, תוך הנחת שיעורי מימוש פוליטות והתחייבויות אחרות לפי סוגיהן. הנכסים הנזילים מחושבים על ידינו בהכפלת מקדמים, בהתאם סוגי הנכסים השונים, המייצגים ניתוח רגישות למקרה של מימוש בתנאי לחץ.

ההתחייבויות ביטוח, מטבען, רגישות לאמון המבוטחים. חברת הביטוח חשופה לסיכונים הנובעים מהאי וודאות לגבי המועד בו תידרש לשלם ההתחייבויות, תביעות והטבות אחרות למבוטחים ולזכאים אחרים ביחס להיקף הכספים שיהיו זמינים לכך באותו מועד. צורך אפשרי לגיוס מקורות באופן בלתי צפוי ובזמן קצר עשוי לחייב מימוש נכסים משמעותי בתנאי לחץ ומכירתם במחירים הנמוכים ממחירי השוק. סיכון הנזילות עשוי להתעצם בעת התממשות אירוע קטסטרופה משמעותי. לאור זאת, בעיות פיננסיות, אמיתיות או נתפסות, יכולות להוביל את המבוטחים לדרוש את פדיון הפוליסות (חסכון). ותוך כדי כך, ליצור תרחיש של "ריצה אל הבנק", מה שעשוי לגרור התערבות רגולטורית, או חדלות פירעון של החברה, למרות שלהערכתנו ההסתברות לכך נמוכה, נוכח מח"מ ההתחייבויות הארוך והיעדר קורלציה לרוב בין סיכוני שוק לסיכונים הביטוחיים.

כחלק מהשיקולים הנוספים למדד זה מידרוג גם בוחנת את פערי המח"מ בין הנכסים וההתחייבויות, שעלול להשפיע על שיעורי הרווחיות, ניהול נכסים והתחייבויות (להלן: "נני"ה) של המבטח ותרחישי הקיצון שעורך. נני"ה הוא תהליך המבוצע על ידי חברות ביטוח חיים בעיקר על מנת להבטיח כי הנכסים תואמים את התחייבויות של המבטח לזמן הקצר והארוך. נני"ה שואף להשיג ולתחזק התאמה כוללת בין התזרים החזוי מהנכסים לבין התזרים החזוי של ההתחייבויות. הבחינה שלנו לגבי תהליך נני"ה של החברה כולל את הערכתנו לגבי הכלים והטכניקות הזמינים להנהלה כדי לבצע אותו באופן נאות. בנוסף, בבואנו לבחון את נני"ה של המבטח אנו מסתכלים על פרופיל ההתחייבויות של המבטח והסיכונים הגלומים בו לאור סוגי ההתחייבויות השונות והמאפיינים הייחודיים של כל מוצר.

3.5 הלימות העתודות הביטוחיות

את מדד הלימות העתודות הביטוחיות אנו בוחנים כסטיית תקן משוקללת של השינוי בעתודות בשנים האחרונות וכן לפי תרחישים עתידיים. נציין, כי אנו מבצעים התאמות גם בגין תנודות חריגות בגין מיזוגים ורכישות משמעותיים של תיקי ביטוח כללי וכן את ההשפעה של ההפקדות השוטפות בחסכון ארוך טווח. יציבות טובה במדד זה, מעידה כאמור לרוב על יכולת חיתומית טובה, תומכת בגמישות פיננסית וביכולת חיזוי טובה יותר וברווחיות יחסי הון פחות תנודתיים. חוסר ברזרבות היווה את הגורם העיקרי לקריסתן של חברות ביטוח (בעיקר כללי) בעולם בעשור האחרון, בביטוח הכללי השינויים בעתודות הינו גורם מכריע בתוצאות הפיננסיות של המבטח, בשל היחס הישיר בין השינוי בעתודה לרווחיות

המשפיעה על ההון העצמי. ההשפעה העיקרית נובעת מענפים בעלי זנב ארוך (חובה וחבויות), בהם התוצאות החיתומיות יתבררו רק מספר שנים לאחר החיתום. שינויים מהותיים על פני שנים הנובעים בעיקר מהערכות אקטואריות שאינן מתלכדות עם המציאות עלולים להוביל לשינויים חדים בעתודה ולא יציבות בתוצאות המבטח. סיכוני מודל וסיכוני פרמטר, כמו גם סיכונים ביטוחיים הן בענפי זנב קצר והן בענפי זנב ארוך עלולים לייצר לחץ על רווחיות החברות וההון שלהן ופגיעה בתוצאות לאורך תקופות זמן ארוכות. תחת ההנחה כי מבטחים אינם יודעים בוודאות גבוהה את עלות המוצר שלהם, אלא רק לאחר שהוא נמכר (לעיתים זמן רב לאחר מכירתו) - בקרה על מחירי הפרמיות, חיתום וטיפול בתביעות, הם גורמים חשובים ביותר לבחינה והערכה על ידנו. אנו בוחנים את יכולת החיתום ותוצאותיה בעבר (בהקבלה לניתוח התנודות בעתודות בגין חיתום זה) וכן את נהלי החיתום הקיימים בחברה שישפיעו בעתיד על רווחיה.

3.6 גמישות פיננסית

גמישות לגורמי מימון והיכולת לממן צמיחה בפעילות, מיזוגים ורכישות, לעמוד בדרישות פיננסיות לא צפויות היכולות לנבוע הן מסביבת אשראי/שוק שלילית, תנודתיות ברווחים, או צרכי הון לא צפויים אחרים הינה גורם חשוב בדירוג. בנוסף, גיוס חוב נחות משמש בדרך כלל ככרית הוגית נוספת המוכרת על ידי הרגולטור שתפקידה יהיה לספוג הפסדים במקרי קיצון.

את מידת הגמישות הפיננסית מידרוג בוחנת בין היתר על ידי המדדים הבאים:

3.6.1 יחס מינוף מותאם

היחס מחושב על ידינו כיחס שבין ההתחייבויות הפיננסיות של החברה וההתחייבות בגין הטבות לעובדים לבין ההון העצמי בתוספת ההתחייבויות הפיננסיות וההתחייבות בגין הטבות לעובדים. ככל שהיחס נמוך יותר, הוא מעיד על גמישות גבוהה יותר של המבטח מבחינת קיבולת החוב שלו ורמת סיכון האשראי, כאשר לרמות חוב גבוהות מידי עשויות להיות השפעות אשר יגבילו את יכולת ההתרחבות העסקית וגמישות בתנאי משבר.

3.6.2 רווח תפעולי להוצאות ריבית

אנו בוחנים מדד זה כרווח התפעולי לפני מס לתשלומי הריבית בתקופה. לחברות בעלות יחס גבוה יותר במדד זה קיימת גמישות פיננסית טובה המאפשרת להם לגייס עוד חוב במידת הצורך וכן להשיג תנאים מועדפים בשוק ההון הן בשוטרף והן בתנאי לחץ.

שיקולים נוספים

1. משך חיים ממוצע (מח"מ) של התחייבויות ביטוחיות בחסכון ארוך טווח

מבטחים המאופיינים במח"מ התחייבויות ארוך וללא אופציות PUT לבעלי הפוליסה לקריאה לכסף פחות חשופים לסיכון נזילות וקיימת להם יכולת תגובה טובה יותר ולאורך זמן ארוך יותר להערכתנו, עובדה התומכת בשרידותם ובדירוגם. בנוסף, התנודתיות שעלולה להיווצר בשל רישום נכסים בשווי שוק (MTM) לעיתים אינה משקפת את השווי הכלכלי עבור חברות ביטוח עם מח"מ התחייבויות ארוך, נוכח היכולת להחזיק את הנכסים הרלוונטיים לפדיון, על כן ההון הכלכלי של חברות אלו עשוי להיות פחות חשוף לתנודתיות שוק קצרת טווח, להערכתנו.

2. תמיכה מהחברה האם או מבעל המניות

נבחנת סבירות התמיכה בחברה 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 בחברה, מידת המעורבות של חברת האם בניהול

ובהתוויית האסטרטגיה של החברה, הקשר העסקי והפיננסי בין החברה לחברה האם ועוד. בבחינת היכולת לתמוך, נאמד סיכון האשראי של חברת האם ככל שהדבר אפשרי. לצד זאת נעריך את המגבלות של חברת האם לתמוך (מגבלות פיננסיות ורגולטוריות ככל שרלוונטי) ואת השפעת התמיכה על מצבה של החברה האם.

3. **אחר**

ניתן מקום לבחינת מדדים איכותיים ופיננסיים נוספים שלא הוזכרו לעיל, ויבחנו ספציפית במידת הצורך.

להלן פירוט של שני גורמים אקסוגניים אשר אינם מקבלים ציון ספציפי בדירוג, אולם משפיעים מהותית על הפרופיל העסקי והפיננסי של מבטחים ולכן גם על איתנותם הפיננסית:

1. **סביבה רגולטורית**

לגישתנו, 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 II). חלק מעקרונות הפיקוח על הביטוח נוגעים להגנה על בעלי הפוליסות ועידוד מערכת בריאה להעברת סיכונים, שתוכל לתמוך בצמיחה הכלכלית. ככזה, לרגולטור יש זהות אינטרסים עם בעלי החוב של המבטח. 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 עסקית**

לסביבה העסקית (ובעיקר הסביבה המאקרו כלכלית ושוק 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. להתפתחויות בתחום הכלכלה הריאלית והדמוגרפיה השפעה מהותית על הפעילות במגזר חיסכון ארוך טווח, בקשר עם היקף החיסכון של הציבור, סך ההפקדות והיקף התביעות. בבחינת הסביבה המאקרו כלכלית בוחנת מידרוג 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 לגבי מצב הכלכלה העולמית והשפעתה על ישראל.

מידרג הסיכון של מכשירי החוב השונים - Notching Priority

דירוג האיתנות הפיננסית של המבטח (IFS) משמש את נקודת המוצא לדירוג מכשירי חוב שונים שמבטחים מנפיקים, באמצעות הפחתת דרגות דירוג ("notching") בהתאם למאפייני מכשיר החוב על מידרג שבין חוב להון- בדגש על מידת הנדחות של המכשירים השונים, מנגנוני ספיגת הפסדים באם יש- כלומר הסתברות לאירוע כשל/ או אירוע פנימה והפסד בקרות כשל ואי הודאות בנוגע לנקודת הפעלתם (בטריגר החוזי, או לפי שיקול דעת הרגולטור, כאשר רלוונטי).

מספר הדרגות (notches) שיופחתו בדירוג מכשיר החוב הנחות, ביחס לדירוג ה-IFS, נע בדרך כלל בין דרגה אחת לשלוש דרגות. בבחינת מספר הדרגות שיופחתו, מידרוג מביאה בחשבון את השיקולים הבאים:

1. האיתנות הפיננסית של המבטח - ככל שהמבטח בעל איתנות פיננסית נמוכה יותר, בהתאם להערכתנו, כך גדלה ההסתברות לכשל, ומכאן לספיגת הפסדים על ידי המכשירים המורכבים. יתר הדברים קבועים, ככל שהמבטח בעל איתנות פיננסית נמוכה יותר, מספר הדרגות שיופחתו בדירוג מכשיר החוב ביחס לדירוג ה-IFS יהיה גדול יותר.
2. מידת הנדחות של המכשיר ביחס ליתר התחייבויות המבטח.

3. מידת החומרה של הטריגרים לדחיית התשלום - ככל שסבירות האירועים המאפשרים דחייה של התשלום למשקיעים גבוהה יותר, דירוג המכשיר יהיה נמוך יותר יחסית לדירוג ה- IFS.

4. מידת שיקול הדעת של המבטח לגבי דחיית התשלומים - הנחת הבסיס היא שמוסד פיננסי מדורג לא יסתכן בדחיית תשלומים, על דעת עצמו, גם למשקיעים במכשירים מורכבים, שכן דחייה כזו תערער את מעמדו בשוק ההון. יחד עם זאת, מבטחים בעלי דירוג נמוך יחסית, עלולים להיקלע לקשיים להבטיח תשלומים למשקיעים בתקופות קשות. כאשר מבטח מדורג נמוך, או כאשר לרגולטור זכות להתערב בשיקול הדעת של המבטח לגבי תשלומים למשקיעים, דירוג המכשיר יהיה נמוך יותר בהשוואה ל- IFS.

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:

Notching Down מדירוג האיתנות הפיננסית		מנגנון ספיגת הפסדים	תקופה לפדיון	נחיתות	הגדרה רגולטורית
Baa1.il-C.il	Aaa.il-A3.il				
2	1	<ul style="list-style-type: none"> דחיית תשלומי קרן במקרה של אי עמידה בהון עצמי הנדרש לפי הוראות המפקח הוראת המפקח (אם קיים חשש לאי עמידה בדרישות) 	מעל 5 שנים עם אופציה לפירעון מוקדם אחרי 3 שנים	בכיר רק למכשירים הכלולים בהון משני והון ראשוני	הון שלישוני מורכב
3	2	<ul style="list-style-type: none"> דחיית תשלומי ריבית וקרן במקרה של אי עמידה בהון עצמי הנדרש לפי הוראות המפקח החלטת דירקטוריון (באישור המפקח) הוראת המפקח (אם קיים חשש לאי עמידה בדרישות) 	מעל 8 שנים עם אופציה לפירעון מוקדם אחרי 5 שנים	בכיר רק להון ראשוני	הון משני מורכב
מ- 4 עד 5	מ- 3 עד 4	<ul style="list-style-type: none"> דחיית תשלומי קרן וריבית אם אין רווחים לחלוקה. דחיית תשלומי ריבית וקרן במקרה של אי עמידה בהון עצמי הנדרש לפי הוראות המפקח. במקרה זה יומר החוב למניות החלטת דירקטוריון (באישור המפקח) הוראת המפקח (אם קיים חשש לאי עמידה בדרישות) 	מעל 10 שנים	בכיר רק לבעלי מניות רגילים	הון ראשוני מורכב

למידרוג יש זכויות יוצרים במסמך זה, לרבות בפסקה זו, והינו מוגן על ידי זכויות יוצרים ודיני הקניין הרוחני. אין להעתיק, לצלם, לשנות, להפיץ, לשכפל או להציג מסמך זה למטרה כלשהי, מסחרית או אחרת, ללא הסכמת מידרוג מראש ובכתב.

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

דירוגי מידרוג ו/או פרסומיה הנם בגדר חוות דעת סובייקטיביות, הנכונים למועד פרסומם (וכל עוד מידרוג לא שינתה את הדירוג או הפסיקה אותו) ביחס לסיכון האשראי היחסי העתידי של ישויות, ביחס להתחייבויות אשראי, לחובות ו/או למכשירים פיננסיים דמויי חוב. פרסומי מידרוג יכולים לכלול גם הערכות המבוססות על מודלים כמותיים של סיכונים אשראי, וכן חוות דעת נלוות ששימשו אותה בתהליך הדירוג. דירוגי מידרוג ופרסומיה אינם מהווים הצהרה בדבר נכונותן של עובדות במועד הפרסום או בכלל. מידרוג עושה שימוש בסולמות דירוג לשם מתן הערכות יחסיות של סיכונים אשראי ו/או של ישויות ו/או מכשירים פיננסיים בהתאם להגדרות המפורטות בסולם עצמו. יובהר כי הבחירה בסימול כמשקף סיכון אשראי משקפת אך ורק הערכה יחסית של סיכון זה. מידרוג מגדירה סיכון אשראי כסיכון לפיו ישות עלולה שלא לעמוד בהתחייבויותיה החוזיות הפיננסיות למועד פירעון, וכן כל הפסד כספי משוער 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.

כמו כן, הדירוגים המונפקים על ידי מידרוג ו/או פרסומיה אינם מהווים ייעוץ השקעות או ייעוץ פיננסי, וכן אין בהם משום התייחסות להתאמה של השקעה כלשהי למשקיע מסוים או המלצה להשקעה מכל סוג שהוא בהסתמך על הדירוג. מידרוג מנפיקה דירוגים תחת ההנחה שכל העושה שימוש במידע המפורט על ידה ובדירוגים וכל משקיע ינקוט זהירות ראויה ויבצע את כל הבדיקות המתאימות והנדרשות בעצמו ו/או באמצעות אנשי מקצוע המוסמכים לכך, על מנת להעריך בעצמו את הכדאיות של כל השקעה בכל מכשיר פיננסי שהינו שוקל לרכוש, להחזיק או למכור. על כל משקיע להסתייע בייעוץ מקצועי בקשר עם השקעותיו, עם הדן החל על ענייניו ו/או עם כל עניין מקצועי אחר. כל דירוג או חוות דעת אחרת שמעניקה מידרוג צריכים להישקל כמרכיב בודד בכל החלטת השקעה הנעשית על ידי משתמש במידע הכלול במסמך זה או על ידי מי מטעמו ועל ידי כל משקיע, ובהתאם לכך, כל משתמש במידע הכלול בדירוגי מידרוג ו/או בפרסומיה ו/או באמור במסמך זה וכל משקיע חייב ללמוד ולבצע הערכה של כדאיות ההשקעה מטעמו לגבי כל מנפיק, ערב, אגרת חוב או מכשיר פיננסי אחר שבכונתו להחזיק, לרכוש או למכור. "משקיע" - משקיע במכשיר פיננסי שנקבע לגביו דירוג או במכשיר פיננסי של תאגיד מדורג.

כל המידע הכלול בדירוגי מידרוג ו/או בפרסומיה, ואשר עליו היא הסתמכה (להלן: "המידע"), נמסר למידרוג על ידי מקורות מידע הנחשבים בעיניה אמינים, ובין השאר על ידי הישות המדורגת, מידרוג איננה אחראית לנכונותו והוא מובא כפי שהוא נמסר על ידי אותם מקורות מידע. מידרוג נוקטת בכל האמצעים הסבירים להבנתה כדי שהמידע יהיה באיכות ובהיקף מספקים וממקורות הנחשבים בעיניה אמינים, לרבות תוך הסתמכות על מידע שהינה מקבלת מצדדים שלישיים בלתי תלויים, אם וכאשר הדבר מתאים, אולם מידרוג איננה גוף המבצע ביקורת ולכן היא איננה יכולה לאמת או לתקף את המידע.

סקירות כלליות אשר מפורסמות על ידי מידרוג אינן מיועדות לשמש לשם הערכה של השקעה כלשהי, אלא לשם העברת ידע כללי ו/או נתונים המצויים בחזקת מידרוג, במגבלות האמור לעיל לגבי המידע ששימש בהכנתן. אין באמור בסקירות אלה כדי להוות חלק ממתודולוגיה על פיה עובדת מידרוג. מידרוג רשאית לסטות מן האמור בסקירה כללית ולשנות את עמדתה לגבי האמור בה בכל עת. אין לראות, להתייחס או להסתמך על האמור בסקירה כללית כאל חוות דעת או ייעוץ מכל סוג שהוא. סקירה כללית איננה מהווה חלק מהמתודולוגיה המקצועית של מידרוג, היא משקפת את דעתו האישית של כותב המסמך ואיננה משקפת בהכרח את דעתה של מידרוג.

בכפוף לאמור בכל דין, מידרוג, הדירקטורים שלה, נושאי המשרה שלה, עובדי החברה 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, לרבות בשל אובדן הזדמנויות השקעה אחרות; או (ב) כל הפסד או נזק הנגרם כתוצאה מהחזקה ו/או רכישה ו/או מכירה של מכשיר פיננסי, בין אם הוא היה נשוא דירוג אשראי מסוים שהונפק על ידה של מידרוג ובין אם לאו; (ג) כל הפסד ו/או אובדן ו/או נזק, אשר נגרמו, בין השאר אך לא רק, כתוצאה או בקשר עם רשלנות (להוציא מרמה, פעולה בזדון או פעולה אחרת שהדין אינו מתיר לפטור מאחריות בגינה), מצדם של דירקטורים, נושאי משרה, עובדים ו/או מי מטעמה של מידרוג, בין אם הייתה מודעת ובין אם לאו, בין במעשה ובין במחדל.

מידרוג מצהירה בזאת, שרוב המנפיקים של המכשירים הפיננסיים המדורגים על ידה או שבקשר עם הנפקתם נערך הדירוג, התחייבו לשלם למידרוג עבור הדירוג, טרם ביצוע הדירוג. מידרוג מקיימת מדיניות ונהלים ביחס לעצמאות הדירוג ותהליכי הדירוג.

מידרוג הינה חברת בת של מודי'ס Moody's (להלן: "מודי'ס"), המחזיקה ב-51% ממניות מידרוג. יחד עם זאת, תהליכי הדירוג של מידרוג הינם עצמאיים ונפרדים מאלה של מודי'ס, ואינם כפופים לאישורה של מודי'ס. למידרוג יש מדיניות ונהלים משלה וועדת דירוג עצמאית בשיקול דעתה ובהחלטותיה.

דירוג שמידרוג הנפיקה 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>. כמו כן, ניתן לפנות לאתר לשם קבלת מידע נוסף על נהלי מידרוג ו/או על עבודת ועדת הדירוג שלה.