

דירוג חברות ביטוח אשראי

דוח מתודולוגי | מאי 2017

אנשי קשר:

עומר פורמברג, רו"ח - אנליסט
omer@midroog.co.il

אבי בן-נון, ראש תחום מוסדות פיננסיים
avib@midroog.co.il

1. הקדמה

מטרת דוח זה הינה להסביר את גישת מידרוג להערכת סיכוני אשראי הגלומים בהתחייבויות ובמכשירי חוב המונפקים ע"י חברות הפועלות בענף ביטוח אשראי¹.

הדוח נועד לשקף את המאפיינים האיכותיים והכמותיים העיקריים המשפיעים על דירוג חברות ביטוח אשראי 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 נבחנים מאפיינים פרטניים עסקיים ופיננסיים של כל אחד ואחד מהמנפיקים בהתאם לפעילותם. לפיכך, דירוג של מנפיק מסוים יכול שיושפע מפרמטרים נוספים והערכות אשר לא ניתן לצפתם מראש.

דירוג האיתנות הפיננסית של המבטח - Insurance Financial Strength ("דירוג IFS") הינו 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 הנבחנים.

דוח מתודולוגי זה מחליף את הדוח המתודולוגי שפורסם ביולי 2012. אין בפרסום מתודולוגיה זו משום שינוי בשיטת ההערכה או בהנחות היסוד ביחס למתודולוגיה שפעלנו לפיה בקביעת הדירוגים עד כה ואין בפרסומה בכדי לגרום לשינוי הדירוגים הקיימים. מטרת הפרסום הינה לעדכן ולחדד את התייחסותנו לפרמטרים ולשיקולים העיקריים הנבחנים במסגרת דירוג חברות בענף ביטוח האשראי וביצוע שינויי מלל ועריכה, לרבות מבנה הדוח.

¹ להרחבה על פעילות ביטוחי האשראי בישראל ראו נספח בהמשך

2. פרמטרים עיקריים לדירוג האיתנות הפיננסית של חברות ביטוח אשראי (IFS)
 במסגרת המתודולוגיה נבחנים מספר משתנים עיקריים המורכבים מתתי-פרמטרים, כמפורט להלן:

<ul style="list-style-type: none"> • נתח שוק • מערך הפצה • פיזור עסקי 	<ul style="list-style-type: none"> • מיצוב עסקי ויכולת ייצור הרווחים 	<p>הפרופיל העסקי</p>
<ul style="list-style-type: none"> • גמישות החיתום • פיזור סיכונים • איכות הממשל התאגידי • איכות מדיניות ניהול סיכונים 	<ul style="list-style-type: none"> • פרופיל סיכון ומדיניות ניהול הסיכונים 	
<ul style="list-style-type: none"> • שיעור ה"נכסים בסיכון" מההון המוכר • שיעור נכסי מבטחי משנה (נטו) מההון העצמי • שיעור הנכסים הבלתי מוחשיים ו-DAC מההון העצמי 	<ul style="list-style-type: none"> • איכות הנכסים 	<p>הפרופיל הפיננסי</p>
<ul style="list-style-type: none"> • מינוף תפעולי • מינוף חיתומי • הלימות הון רגולטורית 	<ul style="list-style-type: none"> • הלימות ההון 	
<ul style="list-style-type: none"> • היחס המשולב (Combined Ratio) • ציון תקן לתנודתיות התשואה על מקורות המימון (ROC) 	<ul style="list-style-type: none"> • רווחיות 	
<ul style="list-style-type: none"> • התפתחות השלילית ביותר של העתודות 	<ul style="list-style-type: none"> • הלימות העתודות 	
<ul style="list-style-type: none"> • יחס מינוף מותאם • רווח תפעולי להוצאות ריבית 	<ul style="list-style-type: none"> • גמישות פיננסית 	
<ul style="list-style-type: none"> • ראה פרק שיקולים נוספים בהמשך 	<ul style="list-style-type: none"> • שיקולים נוספים 	

3. הפרופיל העסקי

3.1 מיצוב עסקי ויכולת ייצור הרווחים

הערכת המיצוב העסקי ובתוכו חוזק המותג של מבטח אשראי מהווים אלמנטים חשובים בתהליך הניתוח. המיצוב העסקי משפיע על יכולת המבטח לייצר רווחים ברי קיימא וערך כלכלי בתחומים 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, מבטחי משנה 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, עובדה העשויה לתמוך בדירוג גבוה יותר. לעומת זאת, פרופיל עסקי חלש יכול להעיד על לחץ פיננסי שיוטל על החברה במקרה של רווחיות נמוכה, או תנודתיות, אשר עלולה להתרגם להגדלת תיאבון הסיכון של המבטח ולפגום בפרופיל הסיכון שלו.

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

3.1.1 נתח שוק

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 לתחום פעילות ספציפי בתוך הענף ולכן יש להם יכולת הסבר טובה למיצוב המבטח, ליכולת להתגונן מפני תחרות ולשמר, או לייצר רווחים ברי קיימא מהפעילות הביטוחית.

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 בתחום 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.

בהערכתנו את נתח השוק אנו מבדילים בין הנתח של ביטוחי סיכון אשראי בישראל אל מול ביטוחי סחר חוץ ומשקללים אותם לפי תמהיל הפעילות של המבטח. בעוד שביטוחי אשראי בישראל מוגנים במידה מסוימת מתחרות בינלאומיות ובכך שקיים מספר שחקנים קטן בשוק (ראה נספח בהמשך). בביטוח סחר חוץ היצע השחקנים רב יותר כולל חברות ביטוח אשראי גלובאליות ולחברות הישראליות יש פחות יתרונות יחסיים. למרות זאת, נבחן גם הערך המוסף הנובע משיתופי הפעולה מול חברות האם הגלובאליות, בין היתר גם בהיבטי בסיסי הנתונים והמומחיות בשווקים השונים. בנוסף, נלקחים בחשבון הסביבה התחרותית הגבוהה ורמת החדירה הנמוכה יחסית של ביטוחי האשראי בישראל. שיעורי החדירה הנמוכים נובעים מהיותו "מוצר רשות" בעל מודעות נמוכה יחסית, הגורם לכך ש"ביטוח עצמי" הינו המנגנון העיקרי הקיים בשוק. נציין כי הסביבה התחרותית אינה מוגבלת רק למבטחי אשראי, כי גם למוסדות פיננסיים נוספים ובהם בנקים וחברות מימון.

3.1.2 מערך ההפצה

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 ההפצה ביחס לקווי עסקיו, היתרונות היחסיים הנובעים מהם והשפעתם על מבנה ההוצאות ורווחיות החברה. בנוסף, בוחנת מידרוג 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 (חלקן בינלאומיות) ויוצרות שיתופי פעולה עם מערך ההפצה בבנקים.

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 מרכזיים 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 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 ההפצה הבלעדיים שלהם. להערכתנו מדד טוב לבחינת יעילות מערך ההפצה הינו יחס עלויות ההפצה והשיווק לפרמיות בברוטו ובשייר, כאשר ככל שהשליטה טובה יותר נצפה ליחס נמוך יותר.

3.1.3 פיזור עסקי

גיוון מקורות ההכנסה והרווחים בין מגזרי פעילות שונים מהווה, להערכת מידרוג, פרמטר חשוב נוסף ליכולתו של מבטח לצלוח תקופות בעייתיות, 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. גיוון זה מקבל משנה תוקף בענף ביטוח האשראי, נוכח החשיפה המשמעותית למחזוריות הכלכלית. להערכתנו, ככל שנתח הפעילות המופנה ע"י מבטח לשירותים נלווים גדול יותר ובפרט אם הם בעלי אופי חוזר, כך קטנה ההשפעה של החשיפה למחזוריות הכלכלית המאפיינת את ענף ביטוח האשראי ובהתאם מתמתנת גם תנודתיות הרווחים. לפיכך, מידרוג בוחנת את שיעור ההכנסות משירותים נלווים ביחס לסך ההכנסות כמדד מוביל למידת הפיזור העסקי. אנו מסתכלים על שירותים נלווים (כגון: פעילות גביית חובות, מחקרים ומידע על סיכון אשראי, ניהול ערבויות לייצוא הניתנות על ידי המדינה ועסקי פקטורינג) כתומכים בדירוג, משום שהם נוטים להביא יציבות גבוהה יותר בביצועי החברות בייחוד בתקופות האטה. בנוסף, נבחן גם שיעור תרומת השירותים הנלווים לרווח, ע"מ להעריך את מידת האפקטיביות של ההגנה על כרית הרווחיות וההון בזמנים של האטה במשק.

3.2 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, תפעוליים, מוניטין ואחרים. חברת ביטוח נדרשת להעריך ולתמחר את הסיכונים שבבסיס פעילותה והכנסותיה צריכות לפצות על הסיכונים הטבעיים 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 וההון, 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, בקרת וניהול הסיכונים.

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

3.2.1 גמישות החיתום

בהערכתנו את גמישות החיתום, אנו בוחנים כיצד המבטח מנהל את פעילות החיתום ובייחוד עד כמה מהר הוא יכול 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"מ 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.

3.2.2 פיזור סיכונים (קונים, ענפים ומדינות)

ברמה התיאורטית והפרקטית תיק מפוזר פחות מסוכן ותנודתי מתיק ריכוזי ועל כן מהווה פרמטר חשוב בהערכת פרופיל הסיכון של מבטח. בניתוח פיזור הסיכונים ברמת תמהיל הקונים, ענפים ומדינות, 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 והן ביחס לכרית הספיגה המרכזית- ההון העצמי של המבטח. בנוסף, נבחנת רמת הסיכון בתיק, תוך הערכת הסיכון הענפי של כל אחת מהחשיפות הגדולות והקורלציה בין החשיפות הגדולות והענפים השונים. מאחר ואין זה סביר שכל מגזרי הפעילות בכל האזורים הגיאוגרפיים יציגו חולשה באותה עת, 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.

3.2.3 איכות הממשל התאגידי

איכות הממשל התאגידי תורמת להפחתת הסבירות לאירועי כשל עתידיים ולשיקום מאירוע כשל במידה והתרחש. נושא הממשל התאגידי מקבל משנה תוקף בחברות ביטוח ובתוכן חברות ביטוחי אשראי היות והן כגוף פיננסי רגישות לסיכון מוניטין. ממשל תאגידי אינו מתמצה רק ביחסים שבין הדירקטוריון, ההנהלה והבעלים, אלא המידה שבה פועלים הדירקטוריון והנהלה לאזן בין האינטרסים של בעלי המניות לבעלי הפוליסות והחוב. 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, מורכבות מבנה האחזקות ופיקוח הדירקטוריון** - תלותו 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 ההחלטות 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 המובאים בחשבון בדירוג, ובהם מיצובו 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.

3.2.4 איכות 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 וסיבולת 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 (Expected Loss (EL, Return on Risk-Adjusted Capital (RORAC), VAR), 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.

4. הפרופיל הפיננסי

4.1 איכות הנכסים

לרוב, החלק הארי של נכסי חברות ביטוח אשראי הינו נכסי השקעה סחירים באיכות גבוהה יחסית, בהתחשב במרכיב אי הודאות בפוליסות בנוגע לעיתוי התביעות והיקפן. כדי לשפר את ביצועי תיקי השקעות, המבטחים עלולים להקצות חלק מתיקי ההשקעות לרכיבי סיכון גבוהים יחסית. בעקבות כך, יש 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.

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

4.1.1 שיעור "נכסים בסיכון" מותאמים מההון 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 בסיכון"). אנו נצפה כי לחברות בדירוג גבוה תהיה בדרך כלל חשיפה נמוכה יחסית לנכסים בסיכון. עם זאת, חברות בעלות 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 המסוכנים מסך התיק ובנוסף את מידת הפיזור והקורלציות בתיק הנכסים. ריכוזיות ענפית ולוויים גבוהה

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 מידורג מבצעת, קיימת התייחסות נפרדת מבוססת פקטורים לסיכון הגלום בכל אחד מקבוצות הנכסים השונים כגון מניות, השקעות אלטרנטיביות, נדל"ן, הלוואות מובטחות, אגרות חוב ממשלתיות, אגרות חוב קונצרניות ומוצרים מובנים.

4.1.2 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 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 באיתנותן 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. בניתוח שלנו אנו מתמקדים הן באיתנותם הפיננסית של מבטחי המשנה והן בפיזור מבטחי המשנה ביחס לחשיפות המשמעותיות ולאילו 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) ערביות, מכתבי נוחות, חשבונות נאמנות וכלים נוספים שיכולים לשפר את מצבו של המבטח לאורך המחזור.

4.1.3 שיעור נכסים בלתי מוחשיים והוצאות רכישה נדחות (DAC) מההון העצמי

המדד מספק אינדיקציה לחוזק ואיכות בסיס ההון של החברה. מוניטין ונכסים בלתי מוחשיים אחרים נגזרים מתוך רכישות ויצירת עסקים חדשים, ככאלה הם שוליים יחסית במבטחי אשראי (המקומיים) בטח ביחס לחברות ביטוח אחרות. למרות זאת, בעת ניתוח איכות הנכסים של החברה, מידורג מתחשבת בנכסם אלו, כאשר ערכם הכלכלי לרוב אינו ודאי ויתכן ולא יהיה ניתן למימוש בערכים בהם הוא נוצר בעת הרכישה וכתוצאה מכך עלולה להיפגם כרית הספיגה. 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 סימן ואיתות לשחיקה ביכולת ייצור 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.

4.2 הלימות ההון

בבסיס הבחינה שלנו בדבר סיכון האשראי של מבטח אשראי נמצאת הערכתנו לגבי הלימות ההון וכושר הפירעון (solvency) של המבטח. מידורג 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 גם בעתות משבר ולקיים את התחייבויותיו למבוטחים ולנושים אחרים ומשכך מידורג עושה שימוש בתרחישי קיצון ככלי מרכזי לבחינת פוטנציאל ספיגת הפסדים של הכרית הונית. הלימות ההון של מבטח אשראי מודדת את מינופו ביחס להיקפי פעילותו תוך התחשבות ברמות הסיכון בהן הוא פועל ומהווה אינדיקציה ללקוחות החברה ולמשקיעים באשר לאיתנותו הפיננסית ולגמישותו העסקית. זאת גם בשל חסם רגולטורי תחתון- דרישה להלימות הון מינימאלית מצד הרגולטור לצורך המשך פעילותה של החברה. התקנות הקיימות בישראל ("תקנות הפיקוח על שירותים פיננסיים (ביטוח) (הון עצמי מינימלי הנדרש ממבטח") קובעות את דרישת ההון המינימלי מחברות ביטוח ואת אופן חישובה והפעילות בעסקי ביטוח מותנית בקיומו של הון מינימלי 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:

4.2.1 מינוף תפעולי- יחס חשיפות ביטוחיות בשייר להון עצמי מותאם

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, המבטח את רמת הסיכון ה"מועמסת" על ההון העצמי. ככל שהחברה מדורגת גבוה יותר נצפה למינוף נמוך יותר.

4.2.2 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 ביחס להון העצמי המותאם. יחס זה מבטח 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 המבטח.

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. לכן אנו בנוסף מסתכלים גם על היחסים ברוטו בהערכה להלימות ההון.

בנוסף, כחלק מהבחינה שלנו להלימות ההון, נלקחים בחשבון, כאמור גם תרחישי קיצון (חלקם הוליסטים) בדרגות חומרה משתנות לגבי כריות ספיגת ההפסדים של המבטח ביחס לפרופיל הסיכון שלו, תוך הנחת שיעורי PD ו-LGD בענפי הפעילות השונים ובתרחישים השונים, סיכונים צד נגדי, חשיפה לסיכונים שוק כנגד יכולת בניית ההון.

4.2.3 הלימות הון רגולטורית

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 ייצור הרווחים ומדיניות הדיבידנדים. מדד זה משקף, לגישתנו, את מידת גמישותו של המבטח להרחיב את פעילותו או ולשנות את תמהיל פעילותו, 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 לפי דרישות ההון הקיימות תוך התחשבות במצב ההערכות הנוכחי של חברת הביטוח לדירקטיבת סולבנסי 2. יחד עם זאת, עם כניסתה לתוקף של הדירקטיבה החדשה אנו נשקול לתת משקל גבוה יותר לעודפי ההון הרלוונטיים לפי סולבנסי 2, כמדד להון כלכלי המשקף יכולת עמידה בהתחייבויות הביטוחיות במהלך 12 החודשים הבאים בהסתברות של 99.5% (הסתברות לכשל של 0.5%), ולאחר תקופת המעבר (כאשר יהיו Fully loaded).

4.3 רווחיות

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

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

4.3.1 היחס המשולב (Combined Ratio)

היחס המשולב 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. העובדה כי יחס ההוצאות (Expense Ratio) נכלל בחישוב תופסת את מכפיל היעילות התפעולית של המבטח, אשר מושפע גם מגודל החברה, כאשר ענף פעילות זה נהנה מיתרונות לגודל.

4.3.2 תגודתיות הרווחיות - ציון תקן של התשואה על מקורות המימון (Return On Capital - ROC)

ציון התקן של תשואת הרווח הכולל ביחס למקורות המימון, או שיעור התשואה ביחס ליחידת סיכון, מודד את התגודתיות הגלומה ביכולת יצור הרווחים של החברה ומשפיע על יכולת החיזוי והיציבות של רווחי החברה לאורך המחזור. היחס מחושב כתשואת הרווח הכולל על מקורות המימון (ROC) לסטיית התקן המשוקללת של ה-ROC, תוך מתן משקל גבוה יותר לתצפיות האחרונות. היחס משתמש ברווח הכולל, משום שהוא מניע את ייצור ההון העצמי של החברה, אך אנו מכירים בכך שחלק מרווחי/הפסדי הון והוצאות מיסים יכולים לעיתים להיות תגודתיים במידה מסוימת ובלתי צפויים, ולחילופין בזמנים אחרים משמשים להקטנת התגודתיות התפעולית הבסיסית. לערך האנליטי של היחס הזה יש מעט מאוד משמעות בפני עצמו, והוא גם בעל שימוש מוגבל אם המונה הוא שלילי ובמקרה זה, ניתן שקלול יתר למדד היחס המשולב בבחינת רווחיות המבטח. עם זאת, מדד זה שימושי ביותר בהשוואת תגודתיות הרווחים ביחס לקבוצת השוואה ובזיהוי מגמות ביחס לתמהיל העסקי.

4.4 הלימות העתודות הביטוחיות

הערכת עתודות מוטת היוותה גורם תומך ואף עיקרי, לקריסתן בעולם של רוב חברות הביטוח הכללי בעשור האחרון. לא ניתן להמעיט בחשיבות הלימות העתודות ביחס להתפתחות הסיכון, כאשר והלימות 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 ההתפתחות השלילית ביותר כתוצאה משינויים בהערכות האקטואריות ביחס לשנים הקודמות חלקי יתרת הפתיחה של העתודות בשייר. טווח הזמן שעליו נסתכל יהיה ארוך מספיק כדי לתפוס מחזור עסקי שלם, תוך מתן משקל עודף לתצפיות אחרונות במידת הצורך.

כששלמה 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). 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.

4.5 גמישות פיננסית

נגישות לגורמי מימון והיכולת לממן צמיחה בפעילות, מיזוגים ורכישות, דרישות פיננסיות לא צפויות היכולות לנבוע הן מסביבת אשראי/שוק שלילית, תגודתיות ברווחים, או צרכי הון לא צפויים אחרים הינה גורם נוסף בדירוג. בנוסף, למבטחי אשראי כלי נוסף

לספיגת הפסדים והשלמת הון רגולטורי במידת הצורך בדמות גיוס חוב נחות, אשר הינו נצרך כרגע בשוק המקומי נוכח עודפי הון גבוהים.

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

4.5.1 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 הגמישות העסקית והפיננסית בתנאי שוק שונים.

4.5.2 רווח תפעולי להוצאות ריבית

אנו בוחנים מדד זה כרווח התפעולי לפני מס לתשלומי הריבית בתקופה. אנו מעריכים כי 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 בשוטף והן בתנאי לחץ.

5. שיקולים נוספים**5.1 אסטרטגיה עסקית**

אנו בוחנים את אסטרטגיית החברה בקשר עם מדיניות ההתרחבות, כניסה לשווקים חדשים, מיזוגים ורכישות. האסטרטגיה נבחנת על סמך העבר ועל סמך הצהרות החברה ותכניתיה לעתיד ככל שרלוונטי, כולל בחינת תכנית ההון של החברה.

5.2 אירוע סיכון (Event Risk)

אנו לוקחים בחשבון סיכוי לאירוע בלתי צפוי אשר עלול לסכן את איכות האשראי של המנפיק. סיכונים שכאלו עלולים להתרחש, בין היתר, בתהליכי מיזוגים ורכישות, רכישה עצמית של מניות, שינויים רגולטוריים ושינויים במבנה ההון של המנפיק.

5.3 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.

5.4 אחר

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

בנוסף, קיימים 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 2). 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 הפוליסות והחוב של המבטח. הרגולטור משפיע על מספר תחומים עיקריים בענף הביטוח, שנבחנים 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 ביטוח האשראי ותוצאותיה מושפעות במידה רבה מהמצב המאקרו כלכלי בשוקי 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 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 הריבית, עקומי התשואה וצורתם, מחירי הנדל"ן, שע"ח, מדדי אמון צרכנים, כמו גם הערכות ממקורות שונים לגבי מצב הכלכלות להן חשופים מבטחי האשראי.

6. מדרג הסיכון של מכשירי החוב השונים - Notching Priority

דירוג האיתנות הפיננסית של מבטח אשראי (IFS) משמש את נקודת המוצא לדירוג מכשירי חוב שונים שמבטחים מנפיקים, באמצעות הפחתת דרגות דירוג ("notching") בהתאם למאפייני מכשיר החוב על מדרג שבין חוב להון- בדגש על מידת הנדחות של המכשירים השונים, מנגנוני ספיגת הפסדים באם יש- כלומר הסתברות לאירוע כשל/ או אירוע פגימה 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. יש לציין, כי מבטחי אשראי בישראל אינם מנפיקים חוב נחות, כאמור בשלב עודפי הון משמעותיים ביחס לנדרש.

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:

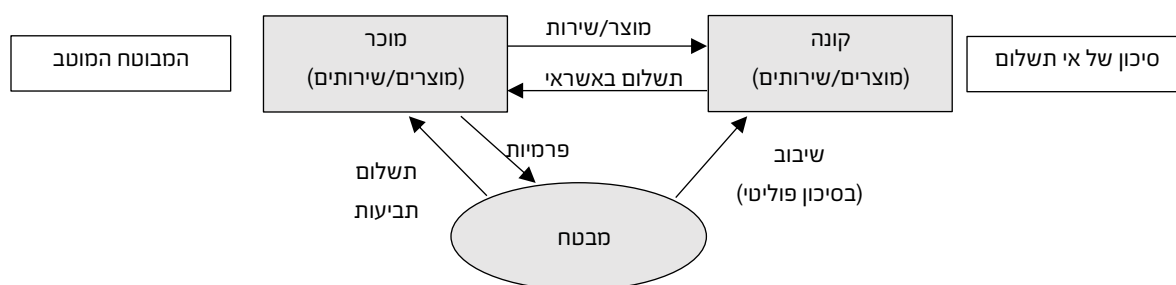
Notching Down מדירוג האיתנות הפיננסית		מנגנון ספיגת הפסדים	תקופה לפדיון	נחיתות	הגדרה רגולטורית
Baa1.il ומטה	Aaa.il-A3.il				
2	1	<ul style="list-style-type: none"> דחיית תשלומי קרן במקרה של אי עמידה בהון עצמי הנדרש לפי הוראות המפקח הוראת המפקח (אם קיים חשש לאי עמידה בדרישות) 	מעל 5 שנים עם אופציה לפירעון 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
----------	----------	--	-------------	----------------------------	------------------

7. נספח - מבנה עסקת ביטוח אשראי בשוק המקומי

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 סיכוי 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, ואי פירעון מתמשך של חובות. סיכונים פוליטיים כוללים מורטוריום כללי שהוכרז על ידי המדינה ממנה אמור להתבצע תשלום התמורה למבטוח ("מדינת היבוא"), איסור יבוא על ידי מדינת היבוא או ביטול רישיון יבוא המונעים ביצוע ההסכם בין המבטוח 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).



ענף ביטוח אשראי בישראל ריכוזי יחסית (בדומה לעולם) ומבוצע על ידי 4 חברות: (1) בסס"ח - החברה הישראלית לביטוחי אשראי; (2) כלל ביטוח אשראי; (3) קומפני פרנסיז ד'אשורנס פור לה קומרס אקסטריאר (קופאס) - הסניף הישראלי; (4) אשרא - החברה הישראלית לביטוח סחר חוץ.

שלושת החברות הראשונות עוסקות בשני תחומי הפעילות ונשלטות במלואן או בחלקן על ידי חברות ביטוחי אשראי בינלאומיות גדולות ומהוות "שלוחה" שלהן בישראל. בסס"ח וכלל ביטוח אשראי נשלטות על ידי הראל חברה לביטוח (50%) וכלל חברה לביטוח (80%) בהתאמה ומהוות את זרוע ביטוח האשראי שלהן. אשרא הינה חברה בבעלות ממשלת ישראל ועוסקת בתחום ביטוחי סחר חוץ לטווח בינוני-ארוך בלבד.

8. דוחות קשורים

[ולמות והגדרות הדירוג של מידרוג](#)

הדוחות מפורסמים באתר מידרוג www.midroog.co.il

תאריך הדוח: 14.05.2017

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

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

אזהרה הנוגעת למגבלות הדירוג וליכולת ההסתמכות 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. ויובהר 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 הדין החל על ענייניו ו/או עם כל עניין מקצועי אחר. כל דירוג או חוות דעת אחרת שמעניקה מידרוג צריכה 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 השקעה מטעמו לגבי כל מניפק, ערב, אגרת חוב או מכשיר פיננסי אחר שבכוונתו 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 כתוב המסמך ואיננה משקפת בהכרח את דעתה של מידרוג.

בכפוף לאמור בכל דין, מידרוג, דירקטורים 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 היתה 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 (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 עובדות ועדת הדירוג שלה.