

# סולבנסי 2- הון כלכלי - האומנם?

דו"ח מיוחד - ענף הביטוח | מרץ 2017

מידרוג מפרסמת מעת לעת דוחות מיוחדים הנוגעים לענפים או מנפיקים מסוימים מסוימים. הדוחות המיוחדים אינם מהווים דו"חות דירוג ו/או מתודולוגיות דירוג מבחינת תכנם או כוונתם ואין בהם כדי לשנות את שיטת ההערכה המתוארת במסגרת הדוחות המתודולוגיים. ככלל, דוחות מיוחדים נעדרו על מנת: (1) לפרסם את הערכות מידרוג ביחס לנושאים או להתפתחויות הנוגעות למנפיקים מסוימים, (2) לתאר מגמות מאקרו כלכליות או מגמות בענף ולציין את כיוון השפעתם על הדירוגים (למשל: שינוי בביקושים בענף מסוים, התפתחויות בחקיקה או התפתחויות רגולטוריות), (3) להסביר תהליכי דירוג מסוימים על מנת לעזור למשקיעים להבין כיצד נקבע הדירוג, לרבות כיצד נלקחות בחשבון בדירוג מגמות מסוימות.

אנשי קשר:

עומר פורמברג, רו"ח - אנליסט  
[omer@midroog.co.il](mailto:omer@midroog.co.il)

אבי בן-נון - ראש תחום מוסדות פיננסים  
[avib@midroog.co.il](mailto:avib@midroog.co.il)

## 1. תקציר

לאחר ציפייה רבה ובאחור אופנתי מול רגולציה דומה במערכת הבנקאות (הוראות "באזל") הושקה בתחילת שנת 2016 באיחוד האירופאי דירקטיבת סולבנסי 2 (Solvency II), שקודמה ופותחה על ידי הרגולטור האירופאי (EIOPA) במטרה לשמור על יציבות חברות הביטוח, לאפשר מסגרת לניהול סיכונים בצורה מושכלת וטובה יותר ולתמוך בשוק יעיל וגמיש. הדירקטיבה בנויה משלושה נדבכים: הנדבך הראשון עוסק בהלימות ההון הרגולטורית ודרישות ההון, הנדבך השני עוסק בממשל תאגידי, איכות תהליכי ניהול הסיכונים ובקרת הרגולטור והנדבך השלישי עוסק במשמעת שוק, גילוי ודיווח. נשמע מוכר? הבנקאים כנראה יזכרו בשלושת הנדבכים של באזל.

ובפועל מה אומרת הדירקטיבה- חברת ביטוח צריכה לשמר כרית הון כלכלית ככרית מרכזית לספיגת הפסדים ברמה הולמת כנגד הסיכונים להם חשופה וזאת בתרחיש של 1 ל-200 שנה. כאשר, הסיכונים העיקריים להם חשופים מבטחים הם סיכונים ביטוחיים, סיכונים שוק, אשראי (כולל סיכון צד נגדי) וסיכונים תפעוליים. כלומר, אם לחברת ביטוח ישנה כרית הונית באותו היקף של ההון הנדרש ממנה על פי התרחיש ומאפייני החשיפות שלה (Solvency Capital Requirements -SCR של 100%), יש לה הסתברות לכשל פירעון של 0.5% בטווח של שנה.

ומה קורה בישראל- הרגולטור המקומי (רשות שוק ההון, ביטוח וחיסכון - "הרשות") אימץ את סולבנסי 2 והודיע על כוונתו להחילו בצורה מדורגת החל מהדוחות הכספיים של רבעון שני 2017 ופריסתו למספר שנים עד לעמידה ביחס SCR של 100% בסוף שנת 2021 על פי ההנחיות העדכניות. ככלל הרשות תרגמה את סולבנסי 2 והחילה אותו כלשונו, תוך ביצוע מספר התאמות שהקלו על היישום בשל מאפיינים ספציפיים של השוק המקומי. הן באירופה והן בישראל (לאחר מספר סבבים) ניתנה תקופת מעבר ליישום מדורג של הדירקטיבה החדשה והוראות מעבר שיקלו על התאקלמותן של חברות הביטוח, אשר עבור אחדות מהן (בשוק המקומי) ההשפעות במתכונת הראשונית היו דרמטיות בהתאם לסימולציות שביצעו לפי ההנחיות. חלקן הציגו גירעון הוני משמעותי, שהשפיע על הגמישות העסקית ויכולתן לחלק דיבידנדים.

אנו רואים במשטר ההון החדש המבוסס הון כלכלי (כלומר סיכון) התקדמות חיובית ביחס למשטר ההון הקיים. זאת בשל, צפי להמשך שיפור תהליכי ניהול הסיכונים בענף, תמיכה בשיפור פרופיל הסיכון של החברות לאורך זמן ובמידת ההון הכלכלי והסיכונים ועל כן גם בשיפור לאורך זמן באיתנותן הפיננסית של החברות.

בטווח הזמן הקצר-בינוני, הגירעון בהון בחלק מהחברות עלול לפגום במידה מסוימת בגמישותן העסקית וללחוץ על הרווחיות, כאשר יש לקחת בחשבון שיחסי הלימות ההון צפויים להיות תנודתיים יותר בשל חשיפתם הרבה למשתני שוק. להערכתנו, לכל החברות בענף כלים מספקים לעמידה ביחס ההון הנדרש ובפרט לאחר הארכת תקופת היישום עד סוף שנת 2021 ובהם: המשך הנפקת חוב נחות, שימוש במבטחי משנה, שינוי תמהיל ההשקעות ושינוי מסוים בתמהיל העסקים ופעילות גידור פיננסית בנוסף, לבניית ההון מרווחים שוטפים, והיעדר חלוקת דיבידנד בחלק מהמבטחים.

אולם למרות האמור, מודל סולבנסי 2 אינו חף מהטיות שלא לומר טעויות ולא בהכרח משקף מודל של הון כלכלי טהור. מודל זה עלול להעריך ביתר או בחסר סיכונים מסוימים ולייצר רעש לא כלכלי בשל הנחותיו וכתלות במודל העסקי של המבטח. בפרט למבטחים עם פעילות ביטוח חיים משמעותית, כאשר תקופת היישום הארוכה והוראות המעבר מרחיקות אותו עוד יותר ממודל כלכלי עד ליישום מלא. בנוסף, למשטר זה ולהתאמות שנעשו ע"י הרשות עלולות להיות השפעות משמעותיות על שוק ההון המקומי בשל התפקיד המרכזי וגודלן של חברות הביטוח ביחס לשוק. כך, עלולים להיווצר עיוותים בהקצאת המקורות במשק ובהתפתחותם של שווקים ובהם שוק החוב המקומי ובפרט שוק האיגוח.

אחת ההטיות להערכתנו היא קביעת "סולם המרה" לינארי לחובות (שצומצם בהנחיות העדכניות ל-3 רמות דירוג- נוט'שים) בין קבוצות דירוג מקומיות ובינלאומיות על ידי הרשות שאינן משקפות את האופי האקספוננציאלי של הסיכון (כפי שמתבטא גם בשיעורי הכשל וגם במרווחים בשוק) ועל כן עלול להיווצר סיכון עודף בנכסים מסוימים שמתבטא בריתוק הון עודף, לעומת סיכון חסר בנכסים אחרים, שעלול להוביל להקצאת הון לא יעילה וכלכלית, לעיוות מחירים וליציאת כספים לחו"ל. בעוד ששוק החוב כנראה ימשיך ליהנות מכספי חברות הביטוח, נוכח צמצום סולם המרה קיומו של שוק איגוח מוטל בספק. ריתוק הון שיידרש במבני איגוח ביחס

לאטרנטטיבות הקיימות (מכירת תיקים בעיקר תיקי משכנתאות עם מגבלת LTV) הופך מוצר זה לפחות כדאי ויותר יקר עבור חברות הביטוח וגם עבור הצד הנגדי (הבנקים המוכרים) ובתהליך זה עלולה להיפגם היעילות המשקית. להלן מספר דוגמאות נוספות:

- במסגרת סולבנסי 2, נכסים מוערכים לפי שווי שוק. יש בכך המון הגיון לצורך גזירת הון כלכלי אבל האם זהו השווי הנכון עבור כל מודל עסקי של מבטח? הערך הכלכלי של נכס עבור מבטח אינו תמיד שווה לשווי שוק, במיוחד עבור מבטחים עם התחייבויות לא נזילות בעלות מח"מ ארוך ובעלי התאמה טובה של פערי מח"מ ותזרימים. למבטחים אלה יש את היכולת להחזיק נכסים עד לפדיון ולכן הם פחות חשופים לסיכוני שוק ובפרט לתנודות קצרות הטווח (אלא בעיקר לסיכוני חדלות פירעון עבור נכסי חוב). עבור חברות אלה סולבנסי 2 ידרוש ריתוק הון עודף ביחס למה שהיה נדרש על פי מודל כלכלי ומבנה ההתחייבויות שלהן.
- השינוי בדרישות ההון בגין סיכונים ארוכי טווח ישפיעו לא רק על היקף ההון הנדרש, אלא גם על חישוב היקף התחייבויות וכנגזר מכך על גובה ההון הקיים. תחת סולבנסי 2, מבטחים נדרשים להחזיק, בנוסף לרזרבות שחושבו תחת הנוהג המיטבי (Best Estimate), עוד שכבת בטחון- מרווח סיכון המחושב כערך המהוון של עלות ההון (6%) הנובע מדרישות הון עתידיות עבור "הנזלה" (run-off) מלאה של ההתחייבויות. לכן, ככל שריתוק ההון עבור סיכון מסוים גבוה יותר ומח"מ ההתחייבות ארוך יותר, מרווח הסיכון המהוון יהיה גבוה יותר ועל כן עודף ההון יהיה נמוך יותר.
- עקום הריבית המשמש במשטר סולבנסי 2 להיוון התחייבויות בנוי על ההנחה כי ריביות הפורורד מתכנסות לערך קבוע (UFR- Ultimate Forward Rate) בטווח הזמן הארוך. בעוד שהנחה זו הכרחית מן הסתם מסיבות מעשיות, התכנסות מהירה לכיוון ה-UFR נוטה להעריך בחסר את מח"מ ההתחייבויות לטווח ארוך מאוד, ובסופו של דבר להעריך ביתר את יחס הלימות ההון בחלק מהמקרים.

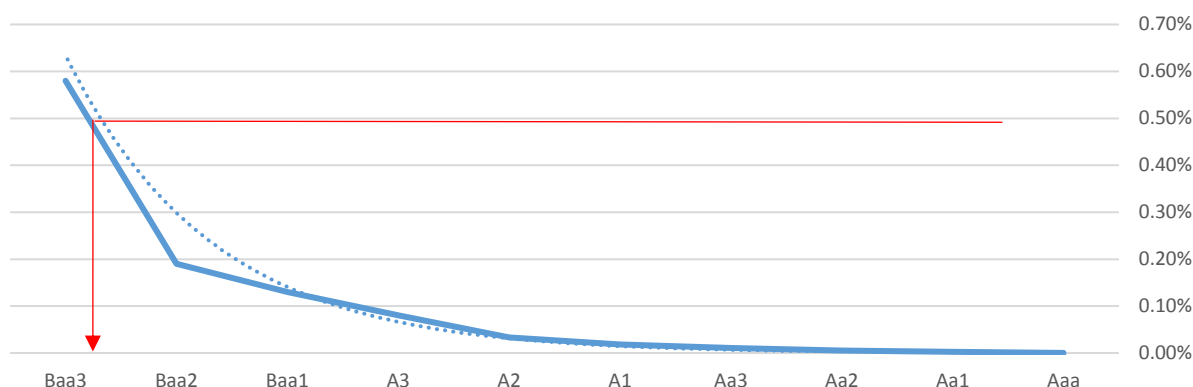
כאמור, סולבנסי 2 מייצג צעד בכיוון הנכון בשמירת יציבות חברות הביטוח ומשך מהווה לאורך זמן גורם תומך בדירוגי המבטחים. אולם, ההטיות שצינו ונוספות שצינו בהמשך המאמר משליכים על מידת ההישענות שלנו על יחסי הלימות ההון הרגולטוריים כיחסים כלכליים. כאשר, מידת ההישענות תלויה במודל העסקי של המבטח (תמהיל הפעילות- במבטחים המוטלים לכיוון ביטוח חיים רמת ההישענות תהיה נמוכה יותר, לעומת ביטוח כללי אשר נתפס יותר טוב במודל הסולבנסי 2) ובכל מקרה רק לאחר יישום מלא של הדירקטיבה.

אולם, בכל מקרה, יחסי סולבנסי 2 יהוו פקטור חשוב להערכה הכללית שלנו לגבי איתנותם הפיננסית של המבטחים (IFS). כי, ללא קשר למשמעות הכלכלית שלהם, יחסי סולבנסי 2 יקבעו את רמת הפיקוח ותשומת הלב הרגולטורית על חברת הביטוח ומשך ישליכו על הגמישות העסקית של המבטחים.

## 2. תהליכי הכיול והוראות מעבר לקחו באופן חלקי את יחסי סולבנסי 2 הרחק ממודל כלכלי טהור

**2.1 באופן עקרוני, יחס סולבנסי 2 של 100% עקבי עם דירוג בינלאומי בקבוצת ה-Baa כל עוד היחס באמת משקף הון כלכלי**

דירקטיבת סולבנסי 2 מציינת בבירור כי כושר הפירעון (SCR) "צריך להיקבע כהון הכלכלי שיוחזק על ידי מבטחים ומבטחי-משנה על מנת להבטיח שסיכון חדלות פירעון יתרחש לא יותר מפעם אחת בכל 200 מקרים, או, לחילופין, שמבטחים אלה יהיו עדיין, בסבירות של לכל הפחות 99.5%, במצב בו יעמדו בהתחייבויותיהם כלפי בעלי הפוליסות והמוטבים במהלך 12 החודשים הבאים". כלומר, יחס סולבנסי 2 נועד כאמצעי למדידה כלכלית של ההון, ולחברת ביטוח עם יחס סולבנסי 2 של 100% תהיה הסתברות של 0.5% לחדלות פירעון בטווח זמן של שנה. בעת מיפוי הסתברות זו לכשלי הפירעון המותאמים שהתרחשו בפועל בעולם (אין בסיס נתונים מקומי מספק ולכן נעשה שימוש בשיעורי כשל של מודי'ס) תוך בחינת טווחי זמן שונים (על מנת לקחת בחשבון את פרופיל התחייבות לזמן ארוך של רוב חברות הביטוח) ניתן לראות כי יחס סולבנסי 2 של 100% עולה בקנה אחד עם קבוצת דירוג בינלאומית של Baa בינוני/נמוך (ראה תרשים 1). באותו האופן, עבור חברות עם תנודתיות נמוכה יחסית בדרישות ההון, אנו מעריכים כי יחס סולבנסי 2 של 200% יהיה שווה לקבוצת דירוג בינלאומית של Aa.



\*הקו הרציף מייצג את שיעורי הכשל בפועל, הקו השבור מייצג המרה אקספוננציאלית של השיעורים בפועל (להמחשה) מקור: טבלת שיעורי הכשל של מודי'ס (Moody's investors service) לאופק של שנתיים

## 2.2 תהליך הכיול הארוך חשף את האתגרים בהערכת סיכונים על בסיס כלכלי ברמת ביטחון של 99.5%

תהליך הכיול הארוך באירופה של משטר סולבנסי 2, שהחל בשנת 2006 והתפרס על פני 9 שנים, חשף את האתגרים בהערכת כלל הסיכונים החלים על חברת ביטוח על בסיס כלכלי טהור ברמת ביטחון של 99.5%. מהדוגמאות שלהלן ניתן להבין כי הנחות שונות גורמות להלימות ההון הרגולטורית להניב תוצאות שונות מהצפוי ע"י מודל הון כלכלי "טהור". בנוסף, הוראות מעבר שונות כדוגמת תקופת היישום בגין סיכון מניות (דרישת הון מופחתת על השקעות במניות באופן מדורג על פני 7 שנים) מובילות להקלה משמעותית בהון עבור חברות הביטוח שאינה מאופיינת בהסבר כלכלי. הקלה זו משמעותית בייחוד עבור חברות הביטוח הגדולות. לדוגמה - תחת תרגילי IQIS5 שבוצעו לנתוני ה- 31 בדצמבר 2015, מגדל חברה לביטוח והפניקס חברה לביטוח דיווחו על יחסים של כ-73% ושל כ-79%, לעומת יחסים של כ-66% וכ-74% ללא הוראות מעבר, בהתאמה. יחסים אלו משקפים הטבה משמעותית בהון של כ-1.2 במגדל ביטוח ושל כ-0.4 מיליארדי \$ בהפניקס ביטוח.

עוד סוגיה הינה "סולם המרה" לינארי (שצומצם בהנחיות העדכניות ל-3 רמות דירוג - נוט'שים) בין קבוצות דירוג מקומיות ובינלאומיות שקבעה הרשות, שאינו משקפות את האופי האקספוננציאלי (מעריכי) של הסיכון (כפי שמתבטא גם בשיעורי הכשל וגם במרווחים בשוק) ועל כן עלול להיווצר סיכון עודף בנכסים מסוימים שיתבטא בריתוק הון עודף, לעומת סיכון חסר בנכסים אחרים, שעלול להוביל להקצאת הון לא יעילה וכלכלית, לעיוות מחירים וליציאת כספים לחו"ל. המרווחים בשוק בדירוגים הגבוהים בישראל דומים מאוד לאלה שבאירופה ובארה"ב<sup>1</sup> וככל שרמת הדירוג יורדת ישנה פתיחת מרווחים משמעותית יותר. כך שגם השוק המקומי מתמחר את הסיכון בצורה אקספוננציאלית ובניגוד למשתקף מהדרישות בטיטת החוזר.

להלן דוגמאות נוספות שמהן ניתן לראות כי יחסים והתאמות רגולטוריים עשויים להניב תוצאות יותר שמרניות או פחות שמרניות מאלה הצפויות על ידי יחס כלכלי טהור:

### 2.2.1 דוגמאות של תוצאות יותר שמרניות לפי סולבנסי 2 מאשר אלו הצפויות על פי עקרונות הדירקטיבה

- במסגרת סולבנסי 2, נכסים מוערכים לפי שווי שוק. יש בכך המון הגיון לצורך גזירת הון כלכלי אבל האם זהו השווי הנכון עבור כל מודל עסקי של מבטח? הערך הכלכלי של נכס עבור מבטח אינו תמיד שווה לשווי שוק, במיוחד עבור מבטחים עם התחייבויות לא נזילות בעלות מח"מ ארוך ובעלי התאמה טובה של פערי מח"מ ותזרימים. למבטחים אלה יש את היכולת להחזיק נכסים עד לפדיון ולכן הם פחות חשופים לסיכונים שוק ובפרט לתנודות קצרות הטווח (אלא בעיקר לסיכונים חדלות פירעון עבור נכסי חוב). עבור חברות אלה סולבנסי 2 ידרוש ריתוק הון עודף ביחס למה שהיה נדרש על פי מודל כלכלי ומבנה ההתחייבויות שלהן.

על מנת לפתור בעיה זו, בוצעה התאמה לחישוב "Volatility adjustment" (להלן-"VA") ו-"Matching adjustment"

<sup>1</sup> מרווחים, דירוגים ומה שביניהם - ינואר 2017

(להלן-"MA") שמטרתה להעלים את רעשי הרקע הלא כלכליים בחישוב, על ידי תיקון ריבית ההיוון של ההתחייבויות מעבר לסיכון חדלות הפירעון הגלום בתיק נכסי החוב. עם זאת, מתודולוגיית החישוב אינה מספיק שקופה והשפעת ההתאמה אינה מבטלת לחלוטין את הרעש העודף. מה גם שמנגנונים אלו נבנו על תיק סמן שעלול להיות שונה משמעותית מהתיקים אותם מנהלים חברות הביטוח. לפיכך, עבור חברות ביטוח עם התחייבויות ארוכות ולא-נזילות, בעלות התאמת תזרימים טובה, נצפה לתגודתיות נמוכה יחסית של הלימות ההון הכלכלית, מה שלא בהכרח נכון תחת סולבנסי 2, אפילו עבור אלו שהשתמשו ב-VA ו-MA.

- השימוש בזעזועים מידיים והומוגניים כדי לתפוס סיכונים ארוכי טווח כגון מגמות תמותה, או אריכות ימים עלולים גם כן לא לשקף לגמרי תרחישי קיצון מציאותיים או "כלכליים".
- השינוי בדרישות ההון בגין סיכונים ארוכי טווח ישפיעו לא רק על היקף ההון הנדרש, אלא גם על חישוב היקף התחייבויות וכנגזר מכך על גובה ההון הקיים. תחת סולבנסי 2, מבטחים נדרשים להחזיק, בנוסף לרזרבות שחושבו תחת הנהוג המיטבי (Best Estimate), עוד שכבת בטחון- מרווח סיכון המחושב כערך המהווה של עלות ההון (6%) הנובע מדרישות הון עתידיות עבור "הנזלה" (run-off) מלאה של ההתחייבויות. לכן, ככל שריתוק ההון עבור סיכון מסוים גבוה יותר ומח"מ ההתחייבות ארוך יותר, מרווח הסיכון המהווה יהיה גבוה יותר ועל כן עודף ההון יהיה נמוך יותר וכך הטיה במקום אחד מובילה לאפקט מצטבר משמעותי יותר.

### 2.2.2 דוגמאות של תוצאות פחות שמרניות לפי סולבנסי 2 מאשר אלו הצפויות על פי עקרונות הדירקטיבה

עקום הריבית המשמש במשטר סולבנסי 2 להיוון התחייבויות בנוי על ההנחה כי ריביות הפורוורד מתכנסות לערך קבוע (UFR - Ultimate Forward Rate) בטווח הזמן הארוך. בעוד שהנחה זו הכרחית מן הסתם מסיבות מעשיות, התכנסות מהירה לכיוון ה-UFR שרמתו גבוהה יחסית ביחס לחלק מהטווחים נוטה להעריך בחסר את מח"מ ההתחייבויות לטווח ארוך מאוד, וכנגזר להעריך ביתר את יחס הלימות ההון בחלק מהמקרים.

מהו שיעור הריבית הנכון לטווח ארוך ואיך מחשבים אותה זוהי בעיה נוספת שלא ניכנס אליה, אבל רק לצורך המחשה באירופה שיעורי ההיוון ששימשו לחישוב יחסי הלימות ההון ל-31 בדצמבר 2015 עמדו על 2.1% ו-2.5% לטווחי זמן של 30 ו-40 שנה בהתאמה, ואלה גבוהים משיעור הריבית הנגזר משוק ה-SWAP (1.6%) לאותן השנים, כאשר ההשפעה המקלה על היקף הרזרבות יחסי הלימות ההון ברורה. בשל כך, הרגולטור האירופאי בוחן בימים אלה את המתודולוגיה למדידת ה-UFR והורדתו לכ-3.7%, אשר יקרב אותו לריביות הספוט בשוק, אולם טרם התקבלה החלטה סופית בנושא.

בישראל, הרגולטור אימץ עד לאחרונה את שיעור הריבית שנקבע באירופה, על בסיס ההנחה כי העקום השקלי יתכנס בטווח ארוך לריבית של 4.2% כנגזר מריבית ריאלית של 2.2% בתוספת אינפלציה של 2% המהווה את מרכז היעד ארוך הטווח של בנק ישראל, אולם בעדכון הרגולטורי האחרון חלה "היפרדות" מאירופה ובחינת הורדת הריבית שם, והוחלט על העלאת ריבית ה-UFR ל-4.6% המייצגת ריבית ריאלית של 2.6% בתוספת אינפלציה של 2%. קשה להעריך מה נכון, האם "הנורמלי החדש" מאפיין גם ריבית ארוכות טווח? עם זאת יש לציין, כי קיימת חוסר עקביות מסוימת בפרט אל מול ריבית היוון קצבאות הפנסיוניות העומדת כיום על כ-4%. חשוב לציין כי לשיעור ה-UFR עשויה להיות השפעה מהותית על חברות עם תיק ביטוחי חיים משמעותי, שליחסי כושר הפירעון שלהם רגישות גבוהה לשיעור הריבית ולצורת העקום.

דוגמה אחרונה נוספת היא היעדר ריתוק הון בגין סיכון ריבון. הנוסחה הסטנדרטית אינה כוללת כל דרישת הון לאג"ח מדינות שהנפיקו מדינות מהאיחוד האירופי (ובשוק המקומי גם מישראל), ללא קשר לאיכות האשראי שלהן ואכן בחלקן סיכון האשראי איננו מבטל.

**לסיכום, סולבנסי 2 הינו צעד חשוב והכרחי בהתפתחות ויציבות שוק הביטוח ולאורך זמן ישפיע לחיוב על איתנות הפיננסית של המבטחים. אולם, בכל תהליך שכזה צריך להבין את מגבלות המודל ואת השפעותיו, שחלקן עלולות להיות דרמטיות עבור שוק ההון המקומי והקצאת המקורות במשק, כמו גם על העברת הסיכונים במשק, נוכח גודלן וחשיבותן של חברות הביטוח ותפקידן בספיגת וניהול סיכונים.**

### 3. אז איך כל זה משפיע על הדירוג?

#### התאמות להוראות המעבר הן הכרחיות (אך לא מספיקות) כדי לקבל נקודת מבט כלכלית

כמוסבר לעיל, חלק מההקלות בהוראות המעבר יהפכו את יחסי הסולבנסי 2 ל-לא כלכליים, לפחות למספר השנים הקרובות. כתוצאה מכך, אנחנו לא נשתמש ביחסים אלה לבחינת הון כלכלי ובפרט כל עוד הוראות המעבר בתוקף.

#### עם זאת, יחסים שהם ללא הוראות מעבר ("Fully Loaded") לא תמיד יתנו תמונת מצב כלכלית נכונה על הלימות ההון של המבטח

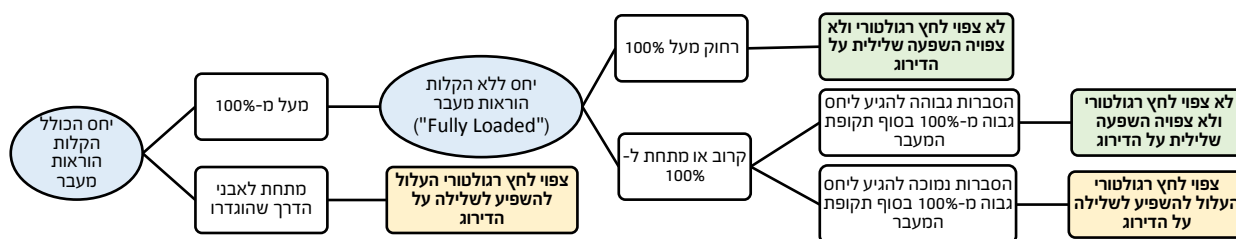
אנו מאמינים כי עבור מבטחים העוסקים בעיקר בביטוח כללי, יחסי סולבנסי 2 שהם Fully Loaded המחושבים בעזרת הנוסחה הסטנדרטית, תופסים בצורה טובה את הסיכונים אליהם חשופים אותם מבטחים וישקפו באופן הולם יחסית את הלימות ההון הכלכלית שלהן. למבטחים אלו אנו צופים כי בהדרגה נגדיל את הישענותנו על יחסי סולבנסי 2 בקביעת ציון דירוג הלימות ההון שלהם. מנגד, למבטחים העוסקים גם בביטוח חיים וחסכון ארוך טווח - יחסי סולבנסי 2 Fully Loaded לעיתים לא ישקפו מדידה נכונה של הון כלכלי, כאמור ולכן מידת ההסתמכות שלנו על יחסים אלו תהיה נמוכה יותר ותשתנה לפי מידת הערכתנו לערך הכלכלי המייצג שלהם.

#### ללא קשר למשמעות הכלכלית שלהם, יחסי סולבנסי 2 המדווחים משמעותיים בבחינת הדירוג ויקבעו את רמת הפיקוח הרגולטורי על מבטח מסוים ואת מידת הגמישות העסקית

כתוצאה מכך, גם במקרים בהם אנחנו לא שמים דגש גבוה על יחסי סולבנסי 2 להערכתנו של הון כלכלי במבטח, יחסים אלו יהיו חלק חשוב של הערכה כוללת שלנו לגבי איתנותו הפיננסית של המבטח (כמתואר בתרשים 2):

- אנו מאמינים כי (i) יחס סולבנסי 2 עם הקלות הוראות מעבר מתחת או קרוב ל-100% או (ii) יחס Fully Loaded מתחת או קרוב ל-100%, עם הסתברות נמוכה להגיע לרמה סבירה של מעל ל-100% בסוף תקופת המעבר ורמת תנודתיות גבוהה, יניעו יותר מגבלות והשפעות רגולטוריות. אילוצים אלה יגבילו הגמישות העסקית והפיננסית של מבטח ובשל כך גם את פרופיל האשראי שלו ואת דירוגו.
- מנגד, יחס סולבנסי 2 ברמה סבירה מעל 100% ואשר מאופיין בתנודתיות נמוכה יחסית יוביל להקלה רגולטורית ועל כן לא תהיה לכך השפעה שלילית על איכות האשראי של המבטח ודירוגו.

תרשים 2 - עץ החלטה להערכת הלחץ הרגולטורי שיופעל



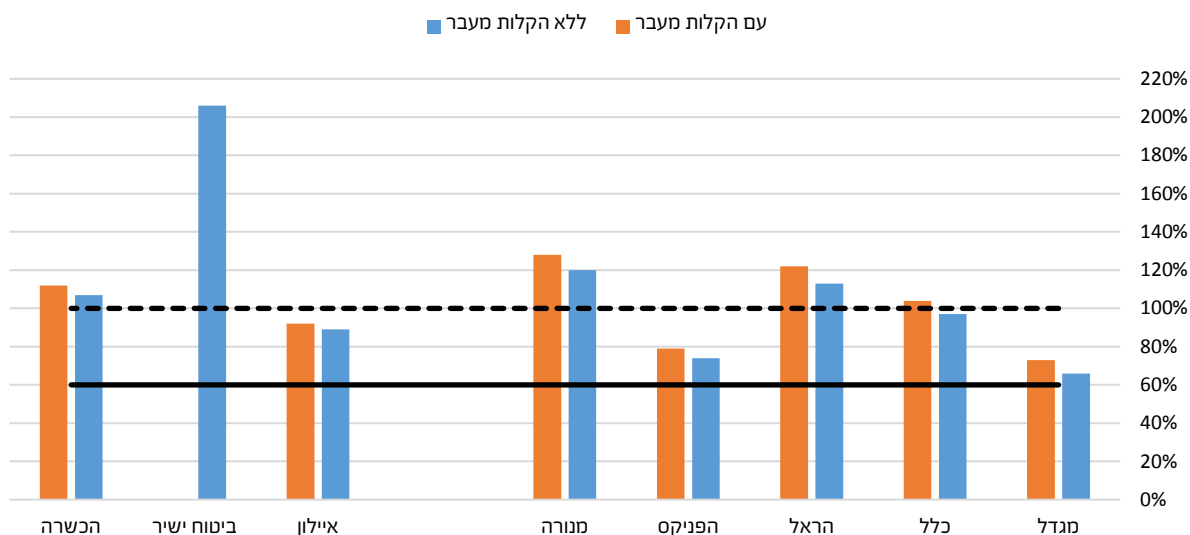
נציין כי, בחוזר האחרון שפרסמה רשות שוק ההון ביטוח וחסכון בפברואר 2017, הוגדרו הוראות מעבר מקלות לצורך עמידה ביחסי ה-SCR הנדרשים כך ש:

- ההון הנדרש לשמירה על כושר הפירעון של חברת הביטוח ליום 30 ביוני 2017 יהיה 60% מה-SCR
- ההון הנדרש לשמירה על כושר הפירעון של חברת הביטוח ליום 31 בדצמבר 2017 יהיה 65% מה-SCR
- ההון הנדרש לשמירה על כושר הפירעון של חברת הביטוח ליום 31 בדצמבר 2017 יהיה 70% מה-SCR

• דרישת ההון תגדל ב-10% נוספים בכל 31 בדצמבר בשנים 2019-2021 כך שבסוף שנת 2021 יצרכו חברות הביטוח לשמור על יחס כושר פירעון של 100%

להערכתנו, לכל החברות בענף כלים מספקים לעמידה ביחס ההון הנדרש ובפרט לאחר הארכת תקופת היישום עד סוף שנת 2021 ובהם: המשך הנפקת חוב נחות, שימוש במבטחי משנה, שינוי תמהיל ההשקעות ושינוי מסוים בתמהיל העסקים ופעילות גידור פיננסית בנוסף, לבניית ההון מרווחים שוטפים, והיעדר חלוקת דיבידנד בחלק מהמבטחים.

*תרשים 3 - סטטוס עמידה ביחסי סולבנסי 2 של חברות הביטוח בישראל ביחס למדרגות הוראות המעבר (60%/100%) לפי תרגיל IQIS5*



\* ביטוח ישיר לא פרסמה את יחס כושר הפירעון ללא התחשבות בהקלות מעבר  
מקור: דוחות כספיים של חברות הביטוח ועיבוד מידרג

© 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 ולסיכונים 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 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 ההשקעה 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 כתב 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 נושא 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.