

שיקולים מבניים בדירוג מכשירי חוב בתחום המימון התאגידי

רן גולדשטיין

סמנכ"ל – ראש תחום נדל"ן

יוני 2019



מצגת זו אינה מהווה הצעה לרכישה או מכירה של ניירות ערך או כל נכס אחר והיא מיועדת למסירת מידע בלבד. המידע הכלול במצגת וכל מידע אחר יימסר במהלך המצגת אינו מהווה בסיס לקבלת החלטות השקעה, ואינו מהווה המלצה ו/או חוות דעת והוא אינו תחליף לשיקול דעת של משקיע פוטנציאלי. המידע המובא במצגת, הינו מידע תמציתי בלבד, אינו מתאר באופן מלא את כל הגורמים המשפיעים על הענף. על כל משקיע לבחון את שלמות ו/או נאותות האינפורמציה המועברת במצגת זו בהתאם למטרותיו וצרכיו האינדיבידואליים, ולערוך בדיקות נאותות השקעה עצמאית בטרם קבלת החלטת השקעה כלשהי. אין במידע הכלול במצגת זו כדי להוות חוות דעת ו/או המלצה לרכישת ניירות ערך כלשהם. יתכן שנפלו במידע טעויות או שאינו שלם או עדכני. מידרוג אינה אחראית לאי דיוקים, או להעדר עדכון או לטעויות או חוסרים שנפלו ביחס למידע.

« תהליך של עדכון מתודולוגיה שפורסמה בספטמבר 2017

« שלב של הזמנה להגיש הערות מהציבור

« עיקרי השינויים:

« מתן ההטבה הדירוגית יבחן על בסיס יחס השבה של הבטוחה עצמה, אשר ישקלל את חוזק הבטוחה לאחר תרחיש רגישות בגין הבטוחה וזאת חלף פרמטר יחס ההשבה ביחס לחובות הבלתי מובטחים של החברה.

« הרחבת הדירוגים בגינם תיבחן מתן הטבה דירוגית, לדירוגים לאורך כלל סולם הדירוג, וזאת חלף מגבלה עד לדירוג A2.il.

« מידרוג מעריכה, כי השינוי המתודולוגי צפוי להשפיע ברמת דירוג אחת בממוצע על שיעור גבוה מכלל מכשירי החוב שמדרגת מידרוג בתחום המימון התאגידי ומימון הנדל"ן, המובטחים בשעבוד ספציפי בדרגה ראשונה.

« תחולה: מתודולוגיה זו חלה על דירוגי תאגידים לא פיננסים ומכשירי חוב המונפקים על ידם. קיימות מתודולוגיות נפרדות לדירוג חובות נחותים, כגון, מכשירי חוב היברידיים ומניות בכורה וכן דירוג חובות נחותים בבנקים ובחברות ביטוח.

« דירוג המנפיק מהווה עוגן לדירוג ההתחייבויות הספציפיות של המנפיק.

« הטבת דירוגית להתחייבויות פיננסיות מגובות בבטוחות תיבחן לפי הערכת (1) חוזק הבטוחה (2) רמת שיעור

ההשבה מהבטוחה ביחס לחוב המובטח, לאחר תרחישי רגישות.

« לשם מתן הטבה דירוגית, ככל שרמת דירוג המנפיק גבוהה יותר, כך תידרש רמת שיקום גבוהה יותר

מהבטוחה וכן רמת חוזק.

טבלת קווים מנחים לבחינת הטבה דירוגים בין מכשירי חוב מגובי בטוחות

דירוג מנפיק/חוב בכיר										
בלתי מובטח										
Ba3.il ומטה	Ba2.il	Ba1.il	Baa3.il	Baa2.il	Baa1.il	A3.il	A2.il	A1.il	Aa3.il ומעלה	
בינונית **	בינונית ומעלה			גבוהה				איכות הבטוחה*	מאפייני הבטוחה	
$0.5 < X$	$0.75 < X$					$1 < X$	יחס השבה לבטוחה***			
+1-3	+1-2	+ 1				תוספת דירוג ביחס לדירוג המנפיק/דירוג החוב הבכיר הבלתי מובטח (כתלות במאפייני הבטוחה וביחס ההשבה)				

* בהתאם ללוח 2 להלן; ** במקרים מסוימים יתכן וגם בטוחה חלשה תהווה בטוחה מספקת; *** יחס השבה לבטוחה כהגדרתו להלן; **** בנסיבות מיוחדות הקשורות

למאפיינים ספציפיים של הבטוחה, המנפיק או תנאי החוב, ייתכנו שיקולים נוספים בהתאם לשיקול דעת וועדת הדירוג

פרמטרים עיקריים להערכת איכות חוזק הבטוחה

איכות חזקה	איכות בינונית	איכות חלשה
מייצרת תזרים שוטף חזק ויציב	מייצרת תזרים חלש יחסית ותנודתי	לא מייצרת תזרים שוטף
שווי נכס יציב יחסית	שווי הנכס צפוי לתנודתיות בינונית	שווי נכס תנודתי במידה רבה
נכס בעל רמת סחירות/מימוש גבוהה	נכס בעל רמת סחירות/מימוש בינונית	נכס בעל סחירות/מימוש נמוכה
סביבה כלכלית יציבה יחסית	סביבה כלכלית יציבה ברמה בינונית	סביבה כלכלית יציבה ברמה נמוכה
סביבה משפטית יציבה מאוד ומערכת משפט אשר פעולותיה ניצפות ברמת וודאות גבוהה	סביבה משפטית יציבה ברמה בינונית ומערכת משפט אשר פעולותיה ניצפות ברמת וודאות בינונית	סביבה משפטית יציבה ברמה נמוכה ומערכת משפט אשר פעולותיה ניצפות ברמת וודאות נמוכה
רמת מורכבות נמוכה במבנה המשפטי של הבטוחה	רמת מורכבות בינונית במבנה המשפטי של הבטוחה	מבנה משפטי של בטוחה ברמת מורכבות גבוהה
הזכויות הקיימות בבטוחה אינן נתונות לשינויים	"התכלות" זכויות בבטוחה ברמת וודאות בינונית	"התכלות" זכויות בבטוחה ברמת וודאות גבוהה



בבחינת איכות הבטוחה יתכן שחלק מהפרמטרים יהוו את מרכז הכובד על פיהם תקבע איכות הבטוחה.



« יחס השבה לבטוחה יחושב כדלקמן בהתאם לתרחישי רגישות:

$$V/L = \text{יחס השבה לבטוחה}$$

V – שווי בטוחה לאחר רגישות
 L – היקף חוב מובטח

דוגמאות לשיטת חישוב שיעור השיקום

ג'			ב'			א'			
100			100			100			שווי בטוחה
50	70	85	50	70	85	50	70	85	חוב בגין בטוחה
חלשה			בינונית			גבוהה			חוזק בטוחה
70%			57%			40%			רגישות
30			43			60			שווי בטוחה לאחר רגישות
60%	43%	35%	86%	61%	51%	120%	86%	71%	יחס השבה
Aa3.il ומעלה			Aa3.il ומעלה			Aa3.il ומעלה			רמת דירוג
-			-			1	-	-	תוספת נטשים
Baa1.il-A1.il			Baa1.il-A1.il			Baa1.il-A1.il			רמת דירוג
-			-			1	1	-	תוספת נטשים
Ba2.il-Baa2.il			Ba2.il-Baa2.il			Ba2.il-Baa2.il			רמת דירוג
-			1	-	-	1	1	-	תוספת נטשים
Ba3.il ומטה			Ba3.il ומטה			Ba3.il ומטה			רמת דירוג
1-3	-	-	1-3			1-3			תוספת נטשים

מדוע לא נותנים העדפה לסדרות לא מובטחות (שיטת ה-Recovery)

« ככל שאנו רחוקים מנקודת הכשל, היכולת לאמוד את שיעור השיקום בהתאם לשיטת הרקוברי הינה נמוכה. »
« הטעמים המרכזיים לכך, הינם, בין היתר, העדר יכולת ממשית לאמידת המבנה הנכסי וההתחייבותי במועד כשל הפרעון; חיזוי יכולת המימוש בתקופות כלכליות שונות ומשך זמן המימוש; הוצאות שלא נלקחו בחשבון וכדומה. »



רק עם בטוחה ורק אם היא בטוחה!





תודה רבה