

# שיקולים מבניים בדירוג מכשירי חוב בתחום המימון התאגידי

דוח מתודולוגי | ספטמבר 2017

אנשי קשר:

סיגל יששכר, סמנכ"ל, ראש תחום מימון חברות  
[i.sigal@midroog.co.il](mailto:i.sigal@midroog.co.il)

רן גולדשטיין, סמנכ"ל, ראש תחום נדל"ן  
[Rang@midroog.co.il](mailto:Rang@midroog.co.il)

---

## הקדמה

מטרת דוח מתודולוגי זה הינה להסביר את גישת מידרוג בבחינת מאפיינים מבניים בדירוג מנפיקים ומכשירי חוב בתחום המימון התאגידי, אשר יש בהם שיש להשפיע על כושר החזר האשראי של מנפיקים ומכשירי חוב או לצמצם את הפסדי האשראי הצפויים בעת כשל פרעון. מאפיינים מבניים מסוג זה עשויים לכלול בטחונות המגבים מכשירי חוב, ערבויות, תמיכה חיצונית למנפיק או למכשירי חוב וכן תנאים מבניים בלתי רגילים אחרים שעשויים לאפיין מכשירי חוב. דוח זה נועד לשקף את השיקולים האיכותיים והכמותיים העיקריים שמידרוג מפעילה בבואה לבחון השפעה של שיקולים מבניים על דירוג מנפיקים ומכשירי חוב, ויכול לשמש ככלי עזר לחברות, משקיעים ובעלי עניין אחרים בשוק ההון בהבנה כיצד גורמים כמותיים ואיכותיים עשויים להשפיע על דירוגי מכשירי חוב וחברות. מתודולוגיה זו חלה על דירוג תאגידים לא פיננסיים ומכשירי חוב המונפקים על ידם. נציין כי גישת מידרוג לדירוג חובות נחותים בתחום המימון התאגידי (לרבות מכשירי חוב היברידיים ומניות בכורה) מתוארת במסגרת מתודולוגיה ייעודית לנושא זה<sup>1</sup>. כמו כן, גישת מידרוג לדירוג חובות נחותים בבנקים ובחברות ביטוח מתוארת במסגרת המתודולוגיה הענפית לדירוג כל אחד מאחד מתחומים אלו בנפרד. בתחומי מימון הפרייקטים והמימון המובנה, מבנה העסקה, לרבות סדר הקדימויות הינו חלק מרכזי בדירוג ונלקח בחשבון בהתאם למתודולוגיה הרלוונטית לסוג הנכסים בבסיס הדירוג.

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 בבחינת שיקולים מבניים בדירוג מנפיקים או מכשירי חוב המונפקים על ידי תאגידים לא פיננסיים. במסגרת תהליך הדירוג נבחנים מאפיינים פרטניים עסקיים ופיננסיים של כל אחד ואחד מהמנפיקים ומכשירי החוב בהתאם למאפייניהם הספציפיים. לפיכך, דירוג של מנפיק או מכשירי חוב מסוים יכול שישפיע מפרמטרים נוספים והערכות אשר לא ניתן לצפותם מראש.

### *דירוג המנפיק כעוגן לדירוג ההתחייבויות הספציפיות של המנפיק*

הדירוגים של מידרוג למכשירי חוב ולתאגידים משקפים את הערכת מידרוג לגבי כושר החזר האשראי של מכשירי חוב או מנפיקים אלו, אשר ניתן לייצגם כמכפלה של ההסתברות לכשל פרעון וההפסד בקרות כשל פרעון. על אף זאת, דירוגי האשראי של מידרוג אינם מכוונים לייצג סולם קרדינלי של הסתברות לכשל והפסד בהינתן כשל, אלא שמידרוג שואפת לשקף בדירוגיה את הפסדי האשראי הצפויים במידרג אורדינלי (יחסי), קרי, כי ההפסד הצפוי של דירוגים נמוכים יהיה גבוה מההפסד הצפוי של דירוגים גבוהים. בהתאם להגדרות הדירוג של מידרוג, דירוג המנפיק (issuer rating) הינו הערכת מידרוג ביחס ליכולת המנפיק לעמוד בהתחייבויותיו הפיננסיות הבכירות והלא מובטחות (senior unsecured) (להלן: "דירוג המנפיק" או "דירוג חוב בכיר לא מובטח"). ככזה, דירוג המנפיק נועד לשקף את כושר החזר האשראי של המנפיק ביחס למנפיקים מקומיים אחרים, ללא אבחנה במאפיינים המבניים של מכשירי חוב ספציפיים. דירוג המנפיק עשוי לשקף שיקולים של תמיכה חיצונית, ככל שזו מיועדת לכלל התחייבויות המנפיק. מתודולוגית הדירוג לדירוג מנפיקים בענפי הפעילות השונים מתוארות בדוחות המתודולוגיים הרלוונטיים.

כאשר מכשירי חוב שהונפקו על ידי המנפיק נושאים מאפיינים שיש בהם להערכתה של מידרוג לצמצם או להגדיל במידה משמעותית את כושר החזר האשראי של מכשירי חוב ביחס לכושר החזר האשראי של המנפיק, או באופן ספציפי את ההפסדים הצפויים בקרות כשל פרעון, ביחס להפסדים הצפויים להתחייבויות הפיננסיות הבכירות הלא מובטחות, מידרוג עשויה לקבוע הטבת דירוג (-notching up) או הפחתת דירוג (notching-down) למכשירי חוב ספציפיים ביחס לדירוג המנפיק/דירוג החוב הבכיר שאינו מובטח, המהווה את דירוג העוגן של כלל התחייבויות החברה, וזאת על בסיס שיקולים כמותיים ואיכותיים שתשקול מידרוג ויפורטו להלן. יש לציין בהקשר זה כי השיקולים לאבחנה דירוגית בין מכשירי חוב של מנפיקים המוגדרים על ידי מידרוג בכשל פרעון מתוארים בנפרד במתודולוגיה לדירוג תאגידים ומכשירי חוב בכשל פרעון<sup>2</sup>.

<sup>1</sup> ראה "דירוג חובות נחותים, חובות היברידיים ומניות בכורה בתחום מימון תאגידים", דוח מתודולוגי, יוני 2017.

<sup>2</sup> ראה "דירוג מכשירי חוב בכשל פרעון ומכשירי חוב פגומים", דוח מתודולוגי יולי 2017.

### הטבה דירוגית בגין התחייבויות מגובות בבטחונות

הטבה דירוגית להתחייבויות פיננסיות מגובות בבטחונות תיבחן על ידי מידרוג לפי הערכתה את חוזק הבטוחה ואת המידה שיש בה לצמצם את הפסדי האשראי בקרות כשל פרעון למחזיק בהתחייבות, ביחס להפסדים הצפויים כלפי ההתחייבויות הבכירות הבלתי מובטחות של המנפיק. בתוך כך, מתן הטבה דירוגית להתחייבויות פיננסיות מובטחות שהונפקו על ידי מנפיקים בדירוגים גבוהים יחסית, תישקל תחת קריטריונים מחמירים יחסית להתחייבויות פיננסיות מובטחות שהונפקו על ידי מנפיקים בדירוגים נמוכים, בהינתן כי מנפיקים בדירוגים גבוהים מוערכים על ידי מידרוג כבעלי כושר החזר אשראי גבוה מאוד וממילא מצויים במרחק רב יותר מנסיבות של כשל פרעון. אשר על כן, מידת הוודאות לגבי מבנה הנכסים וההתחייבויות של מנפיקים אלו במועד הכשל עדיין נמוכה (ועימה היכולת להעריך את ההפסדים הצפויים בקרות כשל). כמו כן מידרוג סבורה כי יש להגביל את מידת השיפור בדירוג הנובע מהבטוחה לבדה, ביחס לדירוג המנפיק/התחייבויות בכירות בלתי מובטחות. בשל כך, מידרוג מגבילה את ההטבה הדירוגית עבור התחייבויות פיננסיות מובטחות למנפיקים בעלי דירוג מנפיק/דירוג חוב בכיר בלתי מובטח עד לדירוג A2.il (כולל), כאשר מנפיקים בדירוגים גבוהים יותר על פי רוב לא יזכו להטבה דירוגית עבור התחייבויות מגובות בביטחונות. ככל שמידרוג תעריך, על בסיס הקריטריונים המפורטים במתודולוגיה זו, כי אין במאפייני הבטוחה את החוזק הנדרש על מנת להצדיק אבחנה דירוגית עבור מכשיר חוב המגובה בבטוחה זו, היא תחיל על מכשיר החוב את דירוג המנפיק. כמו כן, וכפי שתואר לעיל, דירוג המנפיק מייצג את סיכון האשראי של כלל התחייבויות המנפיק, כאילו היו מקשה אחת וללא אבחנה במאפיינים המבניים של ההתחייבויות השונות. היות וכך, כאשר מידרוג מדרגת מכשיר פיננסי הדומה במאפייניו המבניים למרבית מכשירי החוב של החברה, מכשיר זה לא יקבל הטבה דירוגית אלא דירוגו יהיה זהה לדירוג המנפיק. כך למשל, כאשר מרבית החוב הפיננסי של המנפיק מגובה בבטוחות מסוג דומה (למשל בענפים בהם נהוג ללוות כנגד בטוחות בלבד) דירוגו של מכשיר חוב ספציפי לא יזכה להטבה דירוגית בגין הבטוחה ומידרוג תחיל עליו את דירוג המנפיק.

### הפחתת דירוג בגין נחיתות מבנית

מנגד, כאשר מכשירי חוב נושאים מאפיינים המקנים להם נחיתות מבנית ביחס להתחייבויות הבכירות הבלתי מובטחות של המנפיק, מידרוג עשויה לבחון הפחתת דרגות דירוג (notching down) ביחס לדירוג המנפיק/התחייבויות בכירות בלתי מובטחות, בכדי ליצור בידול הולם ביחס להפסדים צפויים גבוהים יותר עבור מכשירי החוב ביחס להתחייבויות הבכירות הבלתי מובטחות של המנפיק. השיקולים בדירוג חובות נחותים בתחום המימון התאגידי, לרבות דירוג חובות היברידיים ומניות בכורה מתוארים במתודולוגיה נפרדת<sup>3</sup>. שיקולים בדירוג חובות נחותים שהונפקו על ידי בנקים או חברות ביטוח מובאים במסגרת מתודולוגית הדירוג הייעודיות לגופים אלו.

### תמיכה חיצונית כגורם המצמצם סיכון אשראי

מאפיין מבני נוסף בגינו מידרוג עשויה לשקול הטבה דירוגית הינו קיומה של תמיכה חיצונית במנפיק, אשר יש בה לצמצם את סיכון האשראי של המנפיק. בשונה ממאפיינים מבניים של מכשירי חוב מסויים שעשויים להיות בעלי השפעה, לטובה או לשלילה, על שיעור ההשבה של מכשירי החוב בקרות כשל פרעון, תמיכה חיצונית נבחנת במרבית המקרים כגורם שעשוי לצמצם את הסיכון לכשל פרעון של המנפיק או של ההתחייבות הספציפית הזוכה לתמיכה, ובמקרים מסוימים אף עשויה לבודד את המנפיק מהסיכונים האינהרנטיים לו. ביטויים למנגנוני תמיכה עשויים לכלול ערבות משפטית מלאה, ערבות חלקית, הצהרת תמיכה ואף תמיכה בלתי מפורשת. במקרים אלו ואחרים, מידרוג תשקול את השפעת התמיכה החיצונית על דירוג המנפיק ו/או מכשירי חוב שהונפקו על ידו בהתאם להערכתה את הסבירות לתמיכה, על בסיס הקריטריונים המפורטים במתודולוגיה זו. התמיכה החיצונית יכול ותשפיע על דירוג המנפיק ועל כלל מכשירי החוב שהנפיק, או על מכשירי חוב ספציפי, בהתאם למאפייניה ולתנאיה. בדירוגים של בנקים או גופים קשורים למדינה, התמיכה בתאגיד המדורג או במכשירי חוב - מצד המדינה או מצד החברה האם (עבור בנקים המוחזקים בידי חברה אם שהינה תאגיד פיננסי) נבחנת במסגרת מתודולוגיות המבוססות על מודל חדלות פירעון משותפת (Joint Default Analysis – JDA) שהינו מודל ייעודי לתאגידים אלו ונפרד ממתודולוגיה זו. להרחבה ראו דוחות מתודולוגיים "מודל לניתוח חדלות פרעון משותפת ויישומו בדירוג הבנקים" (מרץ 2016) וכן "דירוג מנפיק קשור למדינה - Government Related Issuer" (מרץ 2015).

<sup>3</sup> ראה "דירוג חובות נחותים, חובות היברידיים ומניות בכורה בתחום מימון תאגידי", דוח מתודולוגי יוני 2017

### הטבה דירוגית (notching-up) עבור התחייבויות פיננסיות מגובות בביטחונות

לוח 1 להלן מתווה את גובה ההטבה הדירוגית (notching-up) שמידרוג עשויה לקבוע למכשיר חוב מובטח ביחס לדירוג המנפיק (להלן: כולל גם התחייבויות בכירות בלתי מובטחות), כתלות ברמת הדירוג של המנפיק. עבור רמת דירוג מנפיק עולה (משמאל לימין), הלוח מציג רף מינימלי עולה של יחס השבה ושל איכות בטוחה כפי שהם נאמדים ומוערכים על ידי מידרוג. יודגש כי הפרמטרים והטוחחים בטבלה מהווים קווים מנחים בלבד ולא כללים קשיחים. כמו כן, השיקולים המתוארים בטבלה עבור הפרמטרים השונים (איכותיים וכמותיים) מתייחסים להטבה דירוגית בגובה דרגת דירוג אחת. כפי שמתואר בלוח 1, ברמות דירוגים נמוכות יחסית, מידת ההטבה הדירוגית בגין הבטוחה עשויה לעלות על דרגת דירוג אחת, כאשר במקרים אלו, הרף הנדרש לפרמטרים השונים עשוי להיות גבוה יותר. הלוח מציג את השיקולים העיקריים בבחינת ההטבה הדירוגית בגין הבטוחה, כפי שגם יפורטו להלן, אך לא את כל השיקולים שמידרוג עשויה לשקול בקביעת הדירוג. ייתכנו נסיבות מיוחדות הקשורות למאפיינים ספציפיים של הבטוחה או תנאים אחרים של מכשיר החוב אשר ייבחנו בהתאם לכל מקרה ומקרה ועל פי שיקול הדעת של וועדת הדירוג.

#### לוח 1 : קווים מנחים לבחינת הטבה דירוגית בגין מכשירי חוב מגובי בטוחות

Ba3.il ומטה	Ba2.il	Ba1.il	Baa3.il	Baa2.il	Baa1.il	A3.il	A2.il	דירוג מנפיק/חוב בכיר בלתי מובטח	
בימנית **	בימנית ומעלה				גבוהה			איכות בטוחה *	מאפייני הבטוחה
< 90%	< 80%	< 75%	< 70%	< 65%	< 60%	< 55%	< 50%	יחס חוב לשווי בטוחה (LTV)	
> 1.4	> 1.5		> 1.6			> 1.7		יחס ההשבה ***	אמידת ההשפעה על ההפסד הצפוי
+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 גם בטוחה חלשה יתכן ותהווה בטוחה מספקת; \*\*\* יחס ההשבה כהגדרתו להלן; \*\*\*\* בנסיבות מיוחדות הקשורות למאפיינים ספציפיים של הבטוחה, ייתכנו שיקולים נוספים בהתאם לשיקול דעת וועדת הדירוג

#### דירוג המנפיק/התחייבויות בכירות בלתי מובטחות כעוגן להטבת הדירוגית בגין הבטוחה

כפי שתואר לעיל, דירוג המנפיק (issuer rating) מבטא את הערכתה של מידרוג ליכולת המנפיק לעמוד בכלל התחייבויותיו כאילו היו מקשה אחת וללא תלות במאפיינים המבניים של סוגי ההתחייבות השונים, ועל פי רוב, דירוג ההתחייבויות הבכירות הבלתי מובטחות יהא זהה לדירוג המנפיק. בשל כך, דירוג המנפיק מהווה את העוגן לדירוג מכשירי חוב מובטחים של המנפיק, ונקודת המוצא להטבה הדירוגית לחוב המובטח.

מנפיקים בעלי דירוגים גבוהים מאופיינים על פי הערכת מידרוג, בכושר החזר אשראי גבוה יחסית למנפיקים בדירוגים נמוכים, וככאלה, צפויים בסבירות נמוכה יחסית לכשל פרעון. בהתאם לכך, רף הפרמטרים הנדרש למתן הטבה דירוגית בגין מכשיר חוב מובטח למנפיקים בדירוגים גבוהים יותר, יהיה גבוה יותר. בנוסף, מידרוג מגבילה את מידת ההטבה הדירוגית עבור דירוגים גבוהים לרמה של נוטש אחד, ונמנעת בדרך כלל ממתן הטבה דירוגית ברמות דירוגים גבוהים יחסית (דירוג A1.il ומעלה). שיקול זה נובע בין השאר מכך שמידת הוודאות לגבי מבנה הנכסים וההתחייבויות במועד הכשל, של מנפיקים בדירוגים גבוהים יחסית עדיין נמוכה (ועימה היכולת להעריך את ההפסדים הצפויים בקרות כשל).

בהקשר של דירוג המנפיק, יש לציין כי שעבוד נכסים לטובת התחייבויות פיננסיות עשוי להוביל לפגיעה בגמישות הפיננסית של המנפיק, וככל שהיקף הנכסים המשועבדים גבוה ביחס לסך החוב של המנפיק, יש בכך להגדיל את סיכון האשראי של המנפיק.

#### הערכת איכות הבטוחה ככרית בטחון לחוב המובטח

העמדת בטוחות לטובת התחייבויות פיננסיות נועדה על מנת לספק למשקיעים כרית בטחון ייעודית, בשאיפה שיהיה בה לצמצם את ההפסדים הצפויים בקרות כשל פרעון. הערכת איכות הבטוחה כפרמטר בבחינת ההטבה הדירוגית לחוב המובטח נועדה לבחון את היציבות לאורך זמן של הבטוחה כמקור הישענות כלפי מחזיקי החוב. לוח 2 להלן מציג את הפרמטרים העיקריים לפיהם מעריכה

מידרוג את איכות הבטוחה, על פני שלוש קטגוריות: איכות "חזקה" איכות "בינונית" ואיכות "חלשה". בבחינת איכות הבטוחה מידרוג מגלמת שיקולים הקשורים למאפייני הנכס עצמו, כגון חוזק התזרים הנובע מהנכס, יציבות השווי ומידת סחירותו. בנוסף מידרוג מגלמת שיקולים הקשורים למאפייני הסביבה הכלכלית, העסקית והמשפטית שבה מצוי הנכס.

**לוח 2: פרמטרים עיקריים להערכת איכות 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

*יחס ההשבה כמדד למידת התמיכה של הנכס בצמצום הפסדים בקרות כשל פרעון, ביחס ליתר התחייבויות המנפיק*

יחס ההשבה כפי שנאמד על ידי מידרוג נועד להוות אומדן למידת התמיכה של הבטוחה בצמצום הפסדים צפויים בקרות כשל פרעון, ביחס להפסדים הצפויים כלפי מחזיקי החוב הבכיר שאינו מובטח, וכנגזר מכך, המידה בה הבטוחה מצדיקה הטבה דירוגית. יחס זה אמור לשקף את הפער בין שיעור ההשבה הקיים עבור המכשיר הפיננסי המובטח לבין שיעור ההשבה הקיים לחוב הבלתי מובטח. ככל שפער זה גדול יותר, כי אז, רמת ההשבה הצפויה ביחס שבין החוב הבלתי מובטח לחוב לו קיימת בטוחה, הינה גדולה יותר ובתנאים מסויימים יוצרים בידול ברמות הסיכון בין מכשירי החוב השונים.

יחס ההשבה ייבחן תחת תרחיש רגישות לגבי שווי הבטוחה, בהתחשב גם בכך שככל שתחול הידרדרות במצבו של המנפיק יהיה בכך להעיד על שחיקה אפשרית בשווי נכסיו. כמו כן תרחיש הרגישות יביא בחשבון כי מימוש הנכס בנסיבות של מצוקה פיננסית עשוי להוביל גם הוא לשחיקה בשווי.

יודגש כי חישוב יחס ההשבה על ידי מידרוג לא נועד לאמוד את שיעור ההשבה בפועל של מכשיר החוב ו/או של המנפיק בקרות כשל פרעון, אלא שהוא מהווה אומדן אינדיקטיבי בלבד באשר להטבה היחסית שמקנה הבטוחה.

יחס ההשבה יחושב כדלקמן בהתאם לתרחישי רגישות שיפורטו בדוח הדירוג:

$$\frac{V/L}{A_{residual}/L_{Unsecured}} = \text{יחס השבה}$$

V - שווי בטוחה לאחר רגישות

L - היקף חוב מובטח

A<sub>residual</sub> - יתרת סך הנכסים בניכוי החובות בגינם

L<sub>Unsecured</sub> - היקף חוב לא מובטח

## תמיכה חיצונית במנפיק או במכשיר החוב

כללי

בדירוג מנפיקים או מכשירי חוב של תאגידים שאינם בנקים ואינם גופים קשורים למדינה, מידרוג עשויה לבחון מנגנוני תמיכה הקיימים למנפיק/למכשיר החוב מצד חיצוני לחברה, כגון החברה האם, בעל שליטה, או שותפים, כגורם המקטין סיכון אשראי ומשפר דירוג. במסגרת קביעת המשקל שיינתן בדירוג למנגנון התמיכה החיצונית במדורג מידרוג מבחינה בין תמיכה הניתנת בדרך של ערבות משפטית לבין תמיכה הניתנת בדרך של הסדרי תמיכה אחרים, אשר בדרך כלל איכותם נחשבת נחותה ביחס לערבות משפטית. מעבר לבחינה של טיב הסדר התמיכה וחוזקו, מידרוג תבחן גם את איכות האשראי של הגורם התומך והנכונות מצידו להעמיד את התמיכה בעת שתידרש.

### תמיכה חיצונית מגובה בערבות משפטית מלאה

ערבויות הן הסכמי אכיפה לפי חוק שנועדו למנוע כשל פרעון של הנערב ולחייב את הערב לספק תשלום במידה והנערב לא מבצע את התשלום. בהנחה שהערבות תקפה לכל משך חיי ההתחייבות המגובה על ידה, אינה מותנית ובלתי הדירה ובתנאי שהיא דורשת תשלום מיידי לנושים בעיתו ובמלואו לפני פעולות ריפוי ופיצוי, ואינה מוגבלת בהגנות משפטיות כלשהן, הערבות עשויה להוות תחליף אשראי (credit substitution). חוזק הערבות וטיבה ייבחנו על ידי מידרוג בכל מקרה ומקרה לגופו, בהתאם לתנאיה ומגבלותיה של הערבות. כאשר מידרוג תעריך כי הערבות מבודדת את המשקיע מסיכון האשראי של המנפיק ובכך מהווה תחליף אשראי מלא, דירוג המנפיק ו/או מכשיר החוב שהונפק על ידו ייקבע בדרך כלל בהתאם לדירוג הערב, בין אם מידרוג ביצעה דירוג למנפיק על בסיס עצמאי (stand-alone) ובין אם לאו. שיקולים נוספים שיובאו בחשבון כוללים את מידת ההשפעה של ההתחייבות לתמיכה על דירוג הערב, והאם יש בהתחייבויות זו לערער את איכות האשראי של הערב. כמו כן, מידרוג תבחן את הזיקה העסקית והפיננסית בין הערב לנערב, ואת המידה בה הידרדרות מצבו של הנערב יש בה בפני עצמה להשפיע על איכות האשראי של הערב (כמו למשל כאשר בין הערב לנערב קיימים קשרי גומלין עסקיים חזקים).

### תמיכה חיצונית שאינה מגובה בערבות משפטית

מנגנוני תמיכה חיצונית עשויים ללוש מגוון צורות, ולכלול סוגים שונים הסכמים לפיהם מתחייבת הישות התומכת לספק תמיכה מסוג מסוים, בדרך כלל מוגבלת, לגוף נתמך. הסכמים אלו בדרך כלל אינם דורשים מהישות התומכת לספק תשלום מלא ובמועד, במקום הגוף הנתמך. ברוב המקרים, מנגנוני תמיכה אלו אינם מספקים לנושים תרופות מלאות לאכיפת תשלומי החוב, וחוזק האכיפה המשפטית ועיתוי התשלומים משתנים בהתאם למאפייניו של כל הסדר תמיכה. למרות שחלק ממנגנוני התמיכה עשויים לספק שיפור בסיכון האשראי, הם אינם מספקים החלף אשראי. מנגנוני תמיכה אלו יסופקו על פי רוב מצד צדדים קשורים למנפיק, כגון החברה האם, בעל שליטה (שאינו בהכרח חברה מאוגדת) או שותף עסקי. מידת התמיכה שהם מספקים יכולה להשתנות באופן משמעותי, החל מהסדרים הכוללים התחייבות לשמירה על פרמטרים פיננסיים כמותיים כלשהם, כגון התחייבות לשמירה על כרית נזילות מסוימת לשירות החוב, התחייבות לשימור שווי נקי מינימאלי או לתמיכה מוגבלת בנזילות במהלך העסקים השוטף ועד לצורות חלשות יותר, לא בהכרח מכילות פרמטרים כמותיים להיקף התמיכה, כגון מכתבי נוחות כלליים והצהרות מילוליות הכוללות כוונה לספק תמיכה כספית או הצהרות מילוליות לגבי החשיבות האסטרטגית של המנפיק עבור התומך. מידרוג עשויה לבחון הטבה בדירוג האשראי של יישות מדורגת גם על בסיס הנחת תמיכה בלתי מפורשת. אין בהכרח כי תמיכה בלתי מפורשת תהא חלשה באופן מהותי ממנגנוני תמיכה לא משפטיים אחרים, כל עוד הנחת התמיכה מבוססת על נכונות ויכולת גבוהות לתמיכה, לרבות ניסיון עבר.

### הערכת הסבירות לתמיכה

הסבירות לתמיכה במנפיק תיבחן על ידי מידרוג על בסיס הנכונות והיכולת של הגוף התומך להעמיד את התמיכה. השיקולים העיקריים המשמשים את מידרוג בבחינת סבירות התמיכה הנם כדלקמן: (1) חוזק התמריץ של הגוף התומך לספק את התמיכה בהתאם לחשיבות האסטרטגית של הנתמך עבורו, למשל כאשר היישות הנתמכת מהווה חלק מהותי בשווי הנכסי של התומך, או בעת שניתן לזהות סיכון מוניטין משותף או קורלציה עסקית גבוהה בין הפעילות של הנתמך לפעילות של התומך (2) קיומו של תמריץ פיננסי לתמיכה בדמות ערבויות צולבות בין הצדדים, אחזקות צולבות בנכסים ועסקאות משותפות. (3) מחויבות התומך לשמירת דירוג

האשראי של הנתמך וניסיון העבר בהעמדת תמיכה מסוגים שונים על ידי התומך כלפי הנתמך או כלפי גופים אחרים שנתמכו על ידו (4) היכולת של התומך להעמיד את התמיכה כפי שהיא מוערכת על בסיס דירוג התומך או הערכת האשראי של התומך או הערכה מבוססת של האיתנות הפיננסית והאמצעים הכספיים הקיימים לתומך. בבחינת יכולת התומך להעמיד תמיכה, מידרוג תגלם את הערכה לגבי היקף התמיכה שיידרש והשפעתה על איתנותו הפיננסית של התומך, הקורלציה הקיימת בין מצבו הפיננסי של הנתמך לזה של התומך וכן מגבלות וחסימים הקיימים להעמדת התמיכה (כגון מגבלות על העברת כספים בין מדינות, מגבלות רגולטוריות כגון הגבלים עסקיים או אחר). כמו כן מידרוג תבחן את מידת הנזילות והגמישות הפיננסית הקיימות לתומך לצורך העמדת התמיכה באופן מידי ובתוך זמן קצר. (5) מידת הקורלציה בין התומך לנתמך: קורלציה עסקית גבוהה בין התומך לנתמך עלולה להוביל לכך שהתומך יסבול מאותן בעיות כלכליות שיתקיימו בחברה הנתמכת, במידה שתגביל את יכולת התמיכה בעת בה היא נדרשת.

מידרוג עשויה לשקלל בהערכתה תרחישים ביחס לנסיבות בהן הכדאיות הכלכלית של העמדת התמיכה מצד התומך תלך ותפחת ובכך תקטין את התמריץ לתמיכה, גם אם זה טרם התרחש או כאשר הוודאות לגבי כדאיות זו אינה גבוהה. נסיבות כאלו עשויות להתרחש כאשר חלה הידרדרות משמעותית במצבו של הנתמך עד כדי היעדר כדאיות כלכלית המצדיקה המשך תמיכה, או כאשר השתנו הנסיבות העסקיות ועמן החשיבות האסטרטגית של הנתמך עבור התומך.

#### *ישום הנחת התמיכה החיצונית בקביעת דירוג המנפיק*

כאשר מידרוג תעריך כי הסבירות לתמיכה חיצונית במדורג הינה גבוהה בהתבסס על הנכונות והיכולת של התומך, עשוי הדבר להוביל את מידרוג לבצע הטבה דירוגית ביחס לדירוג העצמאי של המנפיק. ההטבה הדירוגית תיושם בשני שלבים, ראשית ייקבע הדירוג של המנפיק על בסיס סיכוני האשראי העצמאיים של המנפיק, ללא גילום הנחת תמיכה. שנית, תיקבע מידת ההטבה הדירוגית ביחס לדירוג העצמאי של הנתמך, על בסיס מידת הסבירות לתמיכה. כאמור, קביעת הסבירות לתמיכה תתבסס בין השאר על דירוג התומך או הערכת האשראי של התומך או הערכה מבוססת של האיתנות הפיננסית והאמצעים הכספיים הקיימים לתומך. מידת ההטבה הדירוגית עשויה לנוע החל מדרגת הטבה (נוטש) בודדת ועד כדי החלת דירוג התומך על דירוג המנפיק, וכתלות גם ברמת הדירוג של הנתמך.

כאשר מידרוג תעריך כי הסבירות לתמיכה הינה נמוכה לא תהיה הטבה דירוגית. עם זאת במקרים בהם מידרוג תעריך כי קיימת סבירות לתמיכה אף אם זו אינה גבוהה מאוד, היא עשויה להשתקף בדירוג האשראי העצמאי של המנפיק, בפרמטרים כגון נזילות או גמישות פיננסית.

### **מאפיינים מבניים נוספים**

המאפיינים המבניים שנדונו לעיל אינם ממצים בהכרח את מגוון המאפיינים שעשויים לייחד מכשירי חוב ספציפיים ביחס למכשירי חוב אחרים וביחס לחובות הבכירים שאינם מובטחים. יכול ומכשירי חוב יישא מאפיינים ספציפיים שיש בהם להשפיע על מידת בכירותו או נחיתותו ביחס למכשירי חוב אחרים, מאפיינים משפטיים או פיננסיים ייחודיים. ככל שיהיה במאפיינים אלו להשפיע על כושר החזר האשראי של מכשיר החוב כלפי המחזיקים בו, ביחס למכשירי חוב אחרים, מידרוג תבחן מאפיינים אלו ואת השפעתם על דירג האשראי של המכשיר. ככל שיתקיימו שיקולים מסוגים שונים, כי אז יפורטו אלו במסגרת דוח הדירוג הרלבנטי.

### **דוחות קשורים**

#### **סולמות והגדרות הדירוג של מידרוג**

הדוחות מפורסמים באתר מידרוג [www.midroog.co.il](http://www.midroog.co.il)

**תאריך הדוח: 10.09.2017**

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

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

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

דירוגים ו/או פרסומים שהונפקו על ידי מידרוג הנם או שהם כוללים חוות דעת סובייקטיביות של מידרוג ביחס לסיכון האשראי היחסי העתידי של ישויות, התחייבויות אשראי, חובות ו/או מכשירים פיננסיים דמויי חוב, נכון למועד פרסומם וכל עוד מידרוג לא שינתה את הדירוג או הפסיקה אותו. פרסומי מידרוג יכולים לכלול גם הערכות המבוססות על מודלים כמותיים של סיכויי אשראי וכן חוות דעת נלוות. דירוגי מידרוג ופרסומיה אינם מהווים הצהרה בדבר נכונותן של עובדות במועד הפרסום או בכלל. מידרוג עושה שימוש בסולמות דירוג לשם מתן חוות דעתה בהתאם להגדרות המפורטות בסולם עצמו. הבחירה בסימול כמשקף את דעתה של מידרוג ביחס לסיכון אשראי משקפת אך ורק הערכה יחסית של סיכון זה. הדירוגים שמנפיקה מידרוג הינם לפי סולם מקומי וככאלה הם מהווים חוות דעת ביחס לסיכויי אשראי של מנפיקים וכן של התחייבות פיננסיות בישראל. דירוגים לפי סולם מקומי אינם מיועדים להשוואה בין מדינות אלא מתייחסים לסיכון אשראי יחסי במדינה מסוימת.

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

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

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

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

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

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

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

מידרוג מקיימת מדיניות ונהלים ביחס לעצמאות הדירוג ותהליכי הדירוג.

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