



סולמות והגדרות הדירוג של מידרוג^{1,2}

מרץ 2016

אנשי קשר:
ד"ר אביגיל קוניקוב-ליבנה, קצינת אשראי ראשית
avigail.k@midroog.co.il

¹ ההגדרות מבוססות על הגדרות מודי'ס מפברואר 2016, בהתאמות לשוק המקומי. שינוי בהגדרות של מודי'ס יכול שיובילו לשינוי בהגדרות של מידרוג.
² עיקרי השינויים במסמך זה לעומת המסמך שפורסם באוגוסט 2015 מפורטים בנספח 1.

במסמך שלהלן מובאים סולמות הדירוג המשמשים את מידרוג וכן הגדרות שונות הקשורות בדירוגים. מטרת המסמך הינה לייצר שקיפות ביחס להגדרות הדירוג ולהציג באופן ברור ופשוט, ככל הניתן. הסולמות חלים מה-1 בספטמבר 2015. מפתח המרה בין הסולמות שהיו בשימוש לפני ספטמבר 2015 לסולמות הנוכחיים מצורפים כנספח 2 לדוח זה. אין בפרסום ההגדרות בכדי לשנות את הדירוגים הקיימים. לרשימות הדירוגים אשר התווסף להם האינדיקטור (sf) או (hyb), הנכס מוזמנים לעיין באתר מידרוג³.

סולם הדירוג לזמן ארוך

דירוגים לזמן ארוך מוצבים למנפיקים או התחייבויות או מכשירים פיננסיים עם מועד פירעון מקורי של שנה או יותר ומשקפים את כושר החזר האשראי של המנפיק ביחס למנפיקים מקומיים אחרים. בדירוגי מימון מובנה מסוימים ודירוגים היברידיים מסוימים בהם אין הגדרת כשל פירעון או שהגדרה זו אינה זהה לציפיית המשקיעים לתשלום עיתי, הדירוג משקף את ההסתברות להפיכת החוב לפגום וההפסד הצפוי בקרות אירוע חוב פגום (להגדרת חוב פגום הנכס מוזמנים לעיין בהמשך מסמך זה).

סימונים נוספים -

דירוגי מימון מובנה

בדומה להגדרות של מוד'ס, מידרוג מבחינה בין דירוגי מימון מובנה ויתר הדירוגים (כגון: דירוג תאגידיים, דירוג מוסדות פיננסיים, גופים ממשלתיים) על ידי הוספת האינדיקטור (sf) לדירוגי מימון מובנה. מטרת הוספת האינדיקטור הינה להבהיר כי אין להניח מראש כי דירוגי מימון מובנה ויתר הדירוגים באותה רמת דירוג, יהיו בעלי ביצועים דומים וכן כי מאפייני הסיכון של ניירות ערך אלו עשויים להיות שונים. יחד עם זאת, יצוין כי מידרוג שואפת כי באמצעות יישום מתודולוגיות הדירוג, ביצועי דירוגי מימון מובנה ויתר הדירוגים יהיו דומים בטווח הארוך⁴.

דירוג מותנה

מידרוג מציבה דירוגים מותנים, למנפיקים או מכשירים פיננסיים וזאת כאשר קביעת הדירוג כפופה לתנאים מסוימים, אשר קיימת סבירות גבוהה שיתרחשו ו/או יושלמו. עם התקיימות התנאים ו/או התקיימות הנסיבות, סימול הדירוג כמותנה (P)⁵ יוסר מהדירוג.

הפסקת דירוג

כאשר מידרוג מפסיקה לדרג התחייבות או מכשיר פיננסי שדורג על ידה קודם לכן, ההתחייבות או המכשיר הפיננסי יסומנו באותיות (WR (withdrawn).

³ אינדיקטור (sf) בדירוגי מימון מובנה ואינדיקטור (hyb) בדירוגי מכשירים פיננסיים של בנקים וחברות ביטוח.

⁴ יצוין כי דירוגי מימון מובנה מבוססים על הערכת ההפסד הצפוי של המכשיר הפיננסי וייתכן והיו כפופים למגבלה לפיה הדירוג הסופי של העסקה, לא יעלה על מספר דרגות דירוג מסוים (בדרך כלל 3-5 דרגות דירוג) מעל הדירוג שהיה ניתן בהתבסס על ההסתברות לכשל בלבד. כחלק מהשיקולים המשפיעים על רמת הדירוג יילקחו בחשבון, רמת הדירוג, גיל העסקה (seasoning) ורמת אי הודאות בהערכת ההפסד הצפוי וההסתברות לכשל.

⁵ Provisional.

מנפיקים או הנפקות המדרגים Aaa.il מציגים, על פי שיפוטת של מידרוג, כושר החזר אשראי הגבוה ביותר יחסית למנפיקים מקומיים אחרים.	Aaa.il
מנפיקים או הנפקות המדרגים Aa.il מציגים, על פי שיפוטת של מידרוג, כושר החזר אשראי גבוה מאד יחסית למנפיקים מקומיים אחרים.	Aa.il
מנפיקים או הנפקות המדרגים A.il מציגים, על פי שיפוטת של מידרוג, כושר החזר אשראי גבוה יחסית למנפיקים מקומיים אחרים.	A.il
מנפיקים או הנפקות המדרגים Baa.il מציגים, על פי שיפוטת של מידרוג, כושר החזר אשראי בינוני יחסית למנפיקים מקומיים אחרים והם עלולים להיות בעלי מאפיינים ספקולטיביים מסוימים.	Baa.il
מנפיקים או הנפקות המדרגים Ba.il מציגים, על פי שיפוטת של מידרוג, כושר החזר אשראי חלש יחסית למנפיקים מקומיים אחרים והם בעלי מאפיינים ספקולטיביים.	Ba.il
מנפיקים או הנפקות המדרגים B.il מציגים, על פי שיפוטת של מידרוג, כושר החזר אשראי חלש מאוד יחסית למנפיקים מקומיים אחרים והם בעלי מאפיינים ספקולטיביים משמעותיים.	B.il
מנפיקים או הנפקות המדרגים Caa.il מציגים, על פי שיפוטת של מידרוג, כושר החזר אשראי חלש ביותר יחסית למנפיקים מקומיים אחרים והם בעלי מאפיינים ספקולטיביים משמעותיים ביותר.	Caa.il
מנפיקים או הנפקות המדרגים Ca.il מציגים, על פי שיפוטת של מידרוג, כושר החזר אשראי חלש באופן קיצוני והם קרובים מאוד למצב של כשל פירעון עם סיכויים כלשהם להחזר קרן וריבית.	Ca.il
מנפיקים או הנפקות המדרגים C.il מציגים, על פי שיפוטת של מידרוג, כושר החזר אשראי החלש ביותר ובדרך כלל הם במצב של כשל פירעון עם סיכויים קלושים להחזר קרן וריבית.	C.il

הערה: מידרוג משתמשת במשתנים מספריים 1,2,3 בכל אחת מקטגוריות הדירוג מ-Aa.il ועד Caa.il המשתנה '1' מציין שאגרת החוב מצויה בקצה העליון של קטגורית הדירוג שאלה היא משתייכת, המצוינת באותיות. המשתנה '2' מציין שהיא נמצאת באמצע קטגורית הדירוג ואילו המשתנה '3' מציין שאגרת החוב נמצאת בחלק התחתון של קטגורית הדירוג שלה, המצוינת באותיות.

הערה: למידע נוסף בדבר דירוג לזמן ארוך הניתן להתחייבויות אשר אירע בהן כשל פירעון או חובות פגומים, ראו הגדרות בהמשך המסמך.

בנוסף, האינדיקטור (hyb) יתווסף לכל הדירוגים של מכשירים היברידיים המונפקים על ידי בנקים ומבטחים. בהתאם לתנאיהם מכשירים היברידיים מאפשרים שמיטה של תשלומי דיבידנד, ריבית או קרן, אשר עשויים לגרום לחוב להפוך לפגום⁶, בקרות שמיטה כזו. מכשירים היברידיים עשויים להיות כפופים למחיקות של קרן בהתאם לתנאיהם. הדירוג לזמן ארוך יחד, עם האינדיקטור (hyb), משקף את כושר החזר האשראי היחסי של ההתחייבות המסומנת באינדיקטור זה.

⁶ להגדרת חוב פגום הנכס מוזמנים לעיין בהמשך מסמך זה.

סולם דירוג מקומי לזמן קצר

<p>P-1.il</p> <p>מנפיקים המדורגים Prime-1.il הינם, על פי שיפוטה של מידרוג, בעלי יכולת טובה מאוד לעמוד בהתחייבויותיהם לטווח קצר יחסית למנפיקים מקומיים אחרים.</p>
<p>P-2.il</p> <p>מנפיקים המדורגים Prime-2.il הינם, על פי שיפוטה של מידרוג, בעלי יכולת טובה לעמוד בהתחייבויותיהם לטווח קצר יחסית למנפיקים מקומיים אחרים.</p>
<p>P-3.il</p> <p>מנפיקים המדורגים Prime-3.il הינם, על פי שיפוטה של מידרוג, בעלי יכולת בינונית לעמוד בהתחייבויותיהם לטווח קצר יחסית למנפיקים מקומיים אחרים.</p>
<p>NP.il</p> <p>מנפיקים המדורגים Not Prime.il אינם משתייכים לאף אחת מקטגוריות ה-Prime.</p>

הקשר בין סולם הדירוג לזמן הארוך לבין סולם הדירוג לזמן הקצר

הטבלה שלהלן מפרטת את דירוגי הזמן הארוך המתאימים לדירוגי הזמן הקצר, ככל שדירוגי הזמן הארוך קיימים.⁷

דירוג זמן קצר	דירוג זמן ארוך
Prime-1.il	Aaa.il
	Aa1.il
	Aa2.il
	Aa3.il
	A1.il
	A2.il
Prime-2.il	A3.il
	Baa1.il
	Baa2.il
Prime-3.il	Baa3.il
NotPrime	Ba1.il, Ba2.il, Ba3.il
	B1.il, B2.il, B3.il
	Caa1.il, Caa2.il, Caa3.il
	Ca.il
	C.il

⁷ דירוגי זמן קצר במימון מובנה, מבוססים בדרך כלל על הדירוג לזמן קצר של מעמיד הנזילות לעסקה או על הערכת תזרים המזומנים הפנימי לפירעון ההתחייבות המדורגת.

התחייבויות לזמן ארוך ולזמן קצר

מידרוג מציבה דירוגים להתחייבויות לזמן ארוך ולהתחייבויות לזמן קצר. דירוג לזמן ארוך ניתן למנפיקים או התחייבויות או מכשירים פיננסיים אשר במועד הנפקתם, מועד הפדיון שלהם הינו שנה ומעלה ומשקף את כושר החזר האשראי בהשוואה למנפיקים מקומיים אחרים. דירוג לזמן קצר ניתן להתחייבויות או מכשירים פיננסיים, אשר במועד הנפקתם, המועד לפדיון הינו עד שנה ומשקף את יכולת המנפיק לעמוד בהתחייבויות לזמן הקצר, בהשוואה למנפיקים מקומיים אחרים. כושר החזר האשראי הנגזר מהדירוג לזמן הארוך והשלכתו על יכולת המנפיק לעמוד בהתחייבות לזמן הקצר והסברים להגדרות אלו, מובאים במלואם במתודולוגיה הדירוג לזמן קצר של ניירות ערך מסחריים המפורסמת באתר מידרוג.

דירוג פיקדונות בתאגידים בנקאיים

דירוג פיקדונות בתאגידים בנקאיים הינו הערכת מידרוג ביחס ליכולת הבנק לעמוד בהתחייבויותיו ביחס לפיקדונות. בדירוג פיקדונות לזמן ארוך, ההערכה משקפת גם את ההפסד הצפוי בקרות כשל.

דירוג Credit Default Swap (CDS)

דירוג CDS בוחן את הסיכון הגלום בהתחייבותו של מוכר ההגנה (credit protection provider) ביחס לאירועי אשראי בהתאם לתנאי העסקה. הדירוג אינו מתייחס להפסדים אפשריים כתוצאה מהפסקה מוקדמת של העסקה או סיכונים שוק הקשורים לעסקה.

דירוג איתנות פיננסית של מבטחים - Insurance Financial Strength Rating

דירוג איתנות פיננסית של מבטח הינו הערכת מידרוג בדבר יכולת המבטח לעמוד בהתחייבויותיו לבעלי הפוליסות וכן הדירוג משקף גם את ההפסד הצפוי בקרות כשל. התחייבויות ספציפיות של מבטח נחשבות כלא מדורגות, אלא אם כן הוצב דירוג ספציפי, שכן הדירוג של התחייבות ביטוחית דורש הערכה של מיקומה היחסי להתחייבויות ביטוחיות אחרות בהינתן החוקים החלים על התחייבות ועל המבטח.

דירוג מנפיק - Issuer Rating

דירוג מנפיק הינו הערכת מידרוג ביחס ליכולת המנפיק לעמוד בהתחייבויות הפיננסיות הבכירות והלא מובטחות. דירוג מנפיק מגלמים תמיכה חיצונית הצפויה לחול על כל ההתחייבויות הפיננסיות הבכירות והלא מובטחות של המנפיק, כגון: תמיכה מפורשת הנובעת מערבות לכל ההתחייבויות הפיננסיות הבכירות והלא מובטחות ו/או תמיכה משתמעת הנובעת מניתוח חדלות פירעון משותפת (Joint Default Analysis – JDA) בבנקים וגופים הקשורים למדינה). דירוג מנפיק אינו מגלם תמיכה, כגון ערבויות החלות רק על התחייבות בכירה לא מובטחת ספציפית (ולא לכולן).

דירוג תעודות סל - Managed Index Linked Certificate (MILC)

דירוג תעודות סל הינו הערכת מידרוג בדבר יכולת החברה לעמוד בהתחייבויותיה כלפי מחזיקי תעודות הסל, בהתאם להתחייבויות התשקיפיות והחלטות דירקטוריון החברה. דירוג מידרוג מתבסס על פרמטרים כמותיים-סטטיסטיים, איכותיים ומשפטיים ומשקף את הערכת מידרוג למידת הסיכון שבידי החברה לא יהיו, בסיום כל יום מסחר, נכסים מספקים להמרת כל תעודות הסל הנסחרות, לשווי האינדקס (או הסל הספציפי, בהתאם לעניין), בניכוי דמי ניהול (ועמלת המרה, בהתאם לעניין). למען הסר ספק, הדירוג אינו בוחן את התשואה על תעודות הסל שנגזרת מהשינויים באינדקס הרלוונטי. לסולם הדירוג הרגיל יתווסף הסימול MILC המיוחס לדירוג תעודות סל.

סולם דירוג תעודות סל - Managed Index Linked Certificate (MILC)

התחייבויות המדורגות Aaa^{MILC} מציגות, על פי שיפוט של מידרוג, כושר החזר הגבוה ביותר יחסית להתחייבויות מקומיות אחרות.	Aaa^{MILC}
התחייבויות המדורגות Aa^{MILC} מציגות, על פי שיפוט של מידרוג, כושר החזר גבוה מאד יחסית להתחייבויות מקומיות אחרות.	Aa^{MILC}
התחייבויות המדורגות A^{MILC} מציגות, על פי שיפוט של מידרוג, כושר החזר גבוה יחסית להתחייבויות מקומיות אחרות.	A^{MILC}
התחייבויות המדורגות Baa^{MILC} מציגות, על פי שיפוט של מידרוג, כושר החזר בינוני יחסית להתחייבויות מקומיות אחרות והינן עלולות להיות בעלות מאפיינים ספקולטיביים מסוימים.	Baa^{MILC}
התחייבויות המדורגות Ba^{MILC} מציגות, על פי שיפוט של מידרוג, כושר החזר חלש יחסית להתחייבויות מקומיות אחרות והינן בעלות מאפיינים ספקולטיביים.	Ba^{MILC}
התחייבויות המדורגות B^{MILC} מציגות, על פי שיפוט של מידרוג, כושר החזר חלש מאוד יחסית להתחייבויות מקומיות אחרות והינן בעלות מאפיינים ספקולטיביים משמעותיים.	B^{MILC}
התחייבויות המדורגות Caa^{MILC} מציגות, על פי שיפוט של מידרוג, כושר החזר חלש ביותר יחסית להתחייבויות מקומיות אחרות והינן בעלות מאפיינים ספקולטיביים משמעותיים ביותר.	Caa^{MILC}
התחייבויות המדורגות Ca^{MILC} מציגות, על פי שיפוט של מידרוג, כושר החזר חלש באופן קיצוני והינן קרובות מאוד למצב של כשל פירעון עם סיכויים כלשהם לעמידה בהתחייבות.	Ca^{MILC}
התחייבויות המדורגות C^{MILC} מציגות, על פי שיפוט של מידרוג, כושר החזר החלש ביותר ובדרך כלל הן במצב של כשל פירעון עם סיכויים קלושים לעמידה בהתחייבות.	C^{MILC}

הערה: מידרוג משתמש במשתנים מספריים 1,2,3 בכל אחת מקטגוריות הדירוג מ- Aa^{MILC} ועד Caa^{MILC} . המשתנה '1' מציין שההתחייבות המדורגת מצויה בקצה העליון של קטגוריית הדירוג שאליה היא משתייכת, המצוינת באותיות. המשתנה '2' מציין שהיא נמצאת באמצע קטגוריית הדירוג ואילו המשתנה '3' מציין שההתחייבות המדורגת נמצאת בחלק התחתון של קטגוריית הדירוג שלה, המצוינת באותיות.

Index Linked Certificate (ILC) - Notes תעודות התחייבות

דירוג תעודות התחייבות (Notes) מתבסס, בין היתר, על מבנה העסקה וסיכוני האשראי של המוסד הפיננסי המנפיק את הנכס המגבה את ההתחייבות. הדירוג משקף את הערכת מידרוג למידת יכולתה של החברה להבטיח למחזיקי תעודות ההתחייבות את תשלום הקרן והריבית (לפי העניין) במועדי התשלום ובשיעורים הקבועים במסמכי העסקה. הדירוג אינו משקף את הסיכון לקרן שהושקעה או לתשואה הנגזרים מהשינוי בשוק בנכס הבסיס, המשקף סיכוני שוק. לסולם הדירוג הרגיל יתווסף הסימול ILC המיוחס לאג"ח / התחייבות צמודי אינדקס מסוים הכולל ריבית ומטבע.

סולם דירוג תעודות התחייבות (ILC) - Notes

Aaa ^{ILC}	התחייבויות המדרגות Aaa ^{ILC} מציגות, על פי שיפטה של מידרוג, כושר החזר הגבוה ביותר יחסית להתחייבויות מקומיות אחרות.
Aa ^{ILC}	התחייבויות המדרגות Aa ^{ILC} מציגות, על פי שיפטה של מידרוג, כושר החזר גבוה מאד יחסית להתחייבויות מקומיות אחרות.
A ^{ILC}	התחייבויות המדרגות A ^{ILC} מציגות, על פי שיפטה של מידרוג, כושר החזר גבוה יחסית להתחייבויות מקומיות אחרות.
Baa ^{ILC}	התחייבויות המדרגות Baa ^{ILC} מציגות, על פי שיפטה של מידרוג, כושר החזר בינוני יחסית להתחייבויות מקומיות אחרות והינן עלולות להיות בעלות מאפיינים ספקולטיביים מסוימים.
Ba ^{ILC}	התחייבויות המדרגות Ba ^{ILC} מציגות, על פי שיפטה של מידרוג, כושר החזר חלש יחסית להתחייבויות מקומיות אחרות והינן בעלות מאפיינים ספקולטיביים.
B ^{ILC}	התחייבויות המדרגות B ^{ILC} מציגות, על פי שיפטה של מידרוג, כושר החזר חלש מאוד יחסית להתחייבויות מקומיות אחרות והינן בעלות מאפיינים ספקולטיביים משמעותיים.
Caa ^{ILC}	התחייבויות המדרגות Caa ^{ILC} מציגות, על פי שיפטה של מידרוג, כושר החזר חלש ביותר יחסית להתחייבויות מקומיות אחרות והינן בעלות מאפיינים ספקולטיביים משמעותיים ביותר.
Ca ^{ILC}	התחייבויות המדרגות Ca ^{ILC} מציגות, על פי שיפטה של מידרוג, כושר החזר חלש באופן קיצוני והינן קרובות מאוד למצב של כשל פירעון עם סיכויים כלשהם להחזר קרן וריבית.
C ^{ILC}	התחייבויות המדרגות C ^{ILC} מציגות, על פי שיפטה של מידרוג, כושר החזר החלש ביותר ובדרך כלל הן במצב של כשל פירעון עם סיכויים קלושים להחזר קרן וריבית.

הערה: מידרוג משתמשת במשתנים מספריים 1,2,3 בכל אחת מקטגוריות הדירוג מ-Aa^{ILC} ועד Caa^{ILC}. המשתנה '1' מציין שההתחייבות המדרגת מצויה בקצה העליון של קטגורית הדירוג שאליה היא משתייכת, המצוינת באותיות. המשתנה '2' מציין שהיא נמצאת באמצע קטגורית הדירוג ואילו המשתנה '3' מציין שההתחייבות המדרגת נמצאת בחלק התחתון של קטגורית הדירוג שלה, המצוינת באותיות.

(Indicative Rating) דירוג אינדיקטיבי

הערכת דירוג האשראי הפוטנציאלי למועד נתון של תאגיד, או מתווה להנפקת מכשיר פיננסי פוטנציאלי. קביעת הדירוג האינדיקטיבי מתבצעת על ידי ועדת דירוג, אך איננה מהווה דירוג אשראי רגיל ונדרשת בחינה ו/או מידע נוסף על מנת לקבוע דירוג רגיל. דירוג אינדיקטיבי אינו תחת מעקב והינו דיסקרטי בדרך כלל ומיועד לצרכים הפנימיים של מזמין הדירוג ולא לפרסום פומבי. כותרת המסמך המכיל את הדירוג האינדיקטיבי תציין כי מדובר בדירוג אינדיקטיבי. דירוג אינדיקטיבי ניתן למנפיק או מכשיר פיננסי שאינם מדורגים במידרוג בדירוג פומבי במועד מתן הדירוג האינדיקטיבי.

ציון יחסי לנכסים ולשירותים אחרים

הערכת איכות ניהול - Investment Manager Quality (MQ) Assessment

הערכת איכות ניהול הינה הערכת מידרוג בדבר אופן הניהול והתפעול של חברה המנהלת השקעות. במסגרת הערכה זו מידרוג בוחנת את מעמד החברה בענף, איכות התשתית הניהולית התפעולית והפיננסית של החברה המנהלת, ההשפעות התפעוליות והניהוליות הכרוכות בשירותי מסחר, ניהול הנכסים, בקרה וניהול סיכונים, איכות ביצועי מערך ההשקעות, כמו גם את יכולותיה של החברה המנהלת לנהל את הסיכונים אליהם היא עצמה חשופה ואת הסיכונים אליהם חשופים המשקיעים או החוסכים.

סולם דירוג איכות ניהול: Investment Manager Quality (MQ) Assessment

MQ1.il	איכות הגוף המדורג מוערכת כגבוהה מאוד וזאת בהתבסס על שקלול יכולות הניהול והיציבות העסקית, וזאת בהשוואה לגופים מקומיים אחרים.
MQ2.il	איכות הגוף המדורג מוערכת כגבוהה וזאת בהתבסס על שקלול יכולות הניהול והיציבות העסקית, וזאת בהשוואה לגופים מקומיים אחרים.
MQ3.il	איכות הגוף המדורג מוערכת כבינונית וזאת בהתבסס על שקלול יכולות הניהול והיציבות העסקית, וזאת בהשוואה לגופים מקומיים אחרים.
MQ4.il	איכות הגוף המדורג מוערכת כמספקת וזאת בהתבסס על שקלול יכולות הניהול והיציבות העסקית, וזאת בהשוואה לגופים מקומיים אחרים.
MQ5.il	איכות הגוף המדורג מוערכת כחלשה וזאת בהתבסס על שקלול יכולות הניהול והיציבות העסקית, וזאת בהשוואה לגופים מקומיים אחרים.

בארגומנטים '4' / '-' בכל אחת מקטגוריות הדירוג מ-Q1.il ועד MQ4.il. הארגומנט '4' והארגומנט '-' מציינים שאיכות הגוף המדורג מצויה, בהתאמה, בקצה העליון ובקצה התחתון של קטגוריית הדירוג שאליו הוא משתייך, המצוי באותיות.

דירוג קרנות כספיות וקרנות אג"ח - Money Market Fund (MMF)

במסגרת דירוג קרנות כספיות (לרבות קפ"מ) וקרנות אג"ח נבחנים פרופיל האשראי של הקרן, פרופיל היציבות של הקרן ואיכות מנהל הקרן בהיבט ניהול הסיכונים והתפעול. למען הסר ספק, הדירוג אינו בוחן את התשואה/ההפסד על נכסי הקרן או התגודתיות בשווי נכסיה.

סולם דירוג קרנות כספיות וקרנות אג"ח - Money Market Fund (MMF)

קרנות כספיות וקרנות אג"ח המדורגות בדירוג Aaa.il-mf הן, על פי שיפוט של מידרוג, בעלות יכולת טובה מאוד לעמוד בדרישות נזילות תוך שמירה על ההון, בהשוואה לקרנות כספיות וקרנות אג"ח מקומיות אחרות.	Aaa.il-mf
קרנות כספיות וקרנות אג"ח המדורגות בדירוג Aa.il-mf הן, על פי שיפוט של מידרוג, בעלות יכולת טובה לעמוד בדרישות נזילות תוך שמירה על ההון, בהשוואה לקרנות כספיות וקרנות אג"ח מקומיות אחרות.	Aa.il-mf
קרנות כספיות וקרנות אג"ח המדורגות בדירוג A.il-mf הן, על פי שיפוט של מידרוג, בעלות יכולת בינונית לעמוד בדרישות נזילות תוך שמירה על ההון, בהשוואה לקרנות כספיות וקרנות אג"ח מקומיות אחרות.	A.il-mf
קרנות כספיות וקרנות אג"ח המדורגות בדירוג Baa.il-mf הן, על פי שיפוט של מידרוג, בעלות יכולת גבולית לעמוד בדרישות נזילות תוך שמירה על ההון, בהשוואה לקרנות כספיות וקרנות אג"ח מקומיות אחרות.	Baa.il-mf
קרנות כספיות וקרנות אג"ח המדורגות בדירוג B.il-mf על פי שיפוט של מידרוג, אינן יכולות לעמוד בדרישות נזילות ובעלות יכולת גבולית לשמירה על ההון, בהשוואה לקרנות כספיות וקרנות אג"ח מקומיות אחרות.	B.il-mf
קרנות כספיות וקרנות אג"ח המדורגות בדירוג C.il-mf על פי שיפוט של מידרוג, אינן יכולות לעמוד בדרישות נזילות או לשמור על ההון, בהשוואה לקרנות כספיות וקרנות אג"ח מקומיות אחרות.	C.il-mf

שירותים נלווים

שירות הערכת דירוג (Rating Assessment Service)

הערכת דירוג האשראי הפוטנציאלי למועד נתון או ההשפעה הפוטנציאלית על דירוג אשראי נוכחי, וזאת בהינתן תרחיש היפותטי קונקרטי⁸ (אחד או יותר), כאשר התרחיש מועבר למידרוג על ידי מזמין הערכת הדירוג. הערכת הדירוג בהתבסס על התרחיש ההיפותטי מתבצעת על ידי ועדת דירוג, אך איננה מהווה דירוג אשראי רגיל ונדרשת בחינה ו/או מידע נוסף על מנת לקבוע דירוג רגיל. הערכת הדירוג אינה נמצאת תחת מעקב והינה בדרך כלל דיסקרטית ומיועדת לצרכים הפנימיים של מזמין השירות ולא לפרסום פומבי. כותרת המסמך המכיל את הערכת הדירוג תציין כי מדובר בהערכת דירוג. במידה וינתן על פי הזמנת הלקוח - דירוג אשראי בהתממש התרחיש הנבחן, הדירוג עשוי להיות שונה מהערכת הדירוג.

⁸ תרחיש הינו עסקה/פרויקט ו/או הנפקת חוב המשנה באופן מהותי את מצבו הנוכחי של המנפיק (לרבות, רכישות, מכירות, רכישה עצמית של מניות, רישום למסחר, הנפקת מניות לראשונה לציבור ושינויים מהותיים במבנה המימון). או עסקה/פרויקט ו/או הנפקת חוב המהווה גירסה שונה מהותית מהאמור, לרבות שינוי מהותי בהיקף החוב שנלקח בחשבון בתרחיש.



תחזית דירוג

תחזית שמעבירה מידרוג ללקוח או מי שעשוי להיות לקוח, באשר לסימול הדירוג שהיא עתידה לקבוע לגביו או לגבי מכשיר פיננסי, לרבות אות, סימן או תחזית הנוגעים לדירוג כאמור (לרבות טווח סימולי דירוג), שניתנו בכל דרך שהיא. למען הסר ספק, יובהר כי ככל שתחזית הדירוג תועבר כחלק מתהליך הדירוג, לא תוגדר תחזית הדירוג כשירות נפרד. יחד עם זאת, ולמרות שתחזית הדירוג כהגדרתה לעיל אינה דירוג אשראי רגיל, ריכוז הנתונים הנוגעים לתחזיות הדירוג שהועברו ידווחו על מידרוג במסגרת הדוח השנתי, כאמור בתקנות ההסדרה, ביחס לדירוג מקדמי.

הערכת איכות נותן שירותים (SQ - Servicer Quality Assessment)

הערכת מידרוג בדבר יכולת נותן השירותים למנוע הפסדים ולמקסם את שיעור השיקום בהינתן כשל, בעסקאות איגוח. ביצועי נותן השירותים נבחנים בנפרד מאיכות האשראי של הנכסים אשר בטיפולו. במסגרת הבחינה נלקחים בחשבון היציבות התפעולית והפיננסית וכן יכולתו של נותן השירותים להגיב למצבי שוק משתנים. הבחינה מבוססת על המבנה האירגוני, מאפייני הניהול, הפרופיל הפיננסי, בקורות ונהלים וכן אסטרטגיה. יצויין כי למועד כתיבת מסמך זה, מידרוג מבצעת הערכות איכות נותן שירותים כחלק מתהליך הדירוג של מכשירים פיננסיים מסוימים.

הערכת יזם העסקה (OA - Originator Assessment)

הערכת מידרוג בדבר חוזק הנהלים של חברת המקור, אשר משפיעים על כשלים והפסדים בעסקאות מימון מובנה. בהערכה של מידרוג נלקחים בחשבון יכולת חברת המקור ויציבותה. הערכת חברת המקור נועדה לבודד את ההשפעות של נהלי חברת המקור על ביצועי ההלוואות מהשפעות חיצוניות, כמו סביבה מאקרו כלכלית ויכולות נותן השירותים. יצויין כי למועד כתיבת מסמך זה, מידרוג מבצעת הערכות יזם עסקה כחלק מתהליך הדירוג של מכשירים פיננסיים מסוימים.

הערכות המשמשות בדירוג אינן מהוות דירוגי אשראי, הערכות אלו מסומנות בסמלים שונים, המבחינים בין לבין דירוגי אשראי. אופן השימוש בהערכות אלו מתואר במתודולוגיות הדירוג הרלוונטיות, במסגרתן הן משמשות.

הערכת אשראי (Credit Estimates)

הערכת אשראי הינה הערכה לא פומבית של איכות האשראי של התחייבות כלשהי. ההערכה הינה למועד נתון, אינה מהווה דירוג אשראי ולא נקבעת בוועדת דירוג. הדירוג בוועדת דירוג עשוי להיות שונה באופן משמעותי מהערכת האשראי. כמו כן, אין מעקב אחר הערכת האשראי אך ייתכן והיא תעודכן מעת לעת. בדרך כלל, הערכת האשראי מבוססת על מידע פומבי או מידע מצד שלישי, מבלי שהמנפיק ייטול חלק בתהליך. הערכות אשראי משמשות בדרך כלל כנתון קלט לדירוגי אשראי רגילים. הערכת האשראי מסומנת בסולם מספרי הנע בין 1-21, בהתאם לסולם הדירוג האלפא-נומרי לזמן ארוך.

הערכת אשראי בסיסית (BCA) Baseline Credit Assessment

ה-BCA הינה הערכת מידרוג לאיתנות הפיננסית הפנימית של המנפיק, בהיעדר תמיכה חיצונית של חברה קשורה או תמיכת מדינה. חברה קשורה, לרבות, חברת אם, התאגדות קשורה אחרת, ומשקיעים מהותיים (בדרך כלל בעלות בשיעור העולה על 20% הצבעה) או מדינות, לרבות שלטון מקומי, אזורי או מדיני.

ה-BCA מייצג הערכה בדבר הסבירות כי המנפיק יזדקק לתמיכה חיצונית על מנת להימנע מכשל פירעון של אחת או יותר מהתחייבויותיו או הסבירות כי יהיה בכשל פירעון בהיעדר תמיכה זו. ה-BCA אינו מתייחס להפסד הצפוי במקרה של היעדר תמיכה חיצונית.

מערכת יחסים חוזית וסובסידיות שוטפות מהמדינה או מחברה קשורה גלומות ב-BCA ולכן נחשבות כפנימיות ביחס לאיתנות הפיננסית של המנפיק. תמיכה יוצאת דופן הינה ייחודית למנפיק ונועדה למנוע מהמנפיק להפוך לחדל פירעון. ה-BCA מסומן בסולם דירוג אלפא-נומרי באותיות קטנות, בהתאם לסולם הדירוג האלפא-נומרי לזמן ארוך.

סולם דירוג להערכת אשראי בסיסית - Baseline Credit Assessment (BCA)

aaa.il	מנפיקים או הנפקות המוערכים aaa.il מציגים, על פי שיפוטת של מידרוג, איתנות פיננסית פנימית או בלתי תלויה (עצמאית), הגבוהה ביותר יחסית למנפיקים מקומיים אחרים, בהיעדר כל אפשרות לתמיכה חיצונית מחברה קשורה או מהמדינה.
aa.il	מנפיקים או הנפקות המוערכים aa.il מציגים, על פי שיפוטת של מידרוג, איתנות פיננסית פנימית או בלתי תלויה (עצמאית), גבוהה מאוד יחסית למנפיקים מקומיים אחרים, בהיעדר כל אפשרות לתמיכה חיצונית מחברה קשורה או מהמדינה.
a.il	מנפיקים או הנפקות המוערכים a.il מציגים, על פי שיפוטת של מידרוג, איתנות פיננסית פנימית או בלתי תלויה (עצמאית), גבוהה יחסית למנפיקים מקומיים אחרים, בהיעדר כל אפשרות לתמיכה חיצונית מחברה קשורה או מהמדינה.
baa.il	מנפיקים או הנפקות המוערכים baa.il מציגים, על פי שיפוטת של מידרוג, איתנות פיננסית פנימית או בלתי תלויה (עצמאית), בינונית למנפיקים מקומיים אחרים, בהיעדר כל אפשרות לתמיכה חיצונית מחברה קשורה או מהמדינה והם עלולים להיות בעלי מאפיינים ספקולטיביים מסוימים.
ba.il	מנפיקים או הנפקות המוערכים ba.il מציגים, על פי שיפוטת של מידרוג, איתנות פיננסית פנימית או בלתי תלויה (עצמאית), חלשה יחסית למנפיקים מקומיים אחרים, בהיעדר כל אפשרות לתמיכה חיצונית מחברה קשורה או מהמדינה והם בעלי מאפיינים ספקולטיביים.
b.il	מנפיקים או הנפקות המוערכים b.il מציגים, על פי שיפוטת של מידרוג, איתנות פיננסית פנימית או בלתי תלויה (עצמאית), חלשה מאוד יחסית למנפיקים מקומיים אחרים, בהיעדר כל אפשרות לתמיכה חיצונית מחברה קשורה או מהמדינה והם בעלי מאפיינים ספקולטיביים משמעותיים.
caa.il	מנפיקים או הנפקות המוערכים caa.il מציגים, על פי שיפוטת של מידרוג, איתנות פיננסית פנימית או בלתי תלויה (עצמאית), חלשה ביותר למנפיקים מקומיים אחרים, בהיעדר כל אפשרות לתמיכה חיצונית מחברה קשורה או מהמדינה והם בעלי מאפיינים ספקולטיביים משמעותיים ביותר.
ca.il	מנפיקים או הנפקות המוערכים ca.il מציגים, על פי שיפוטת של מידרוג, איתנות פיננסית פנימית או בלתי תלויה (עצמאית), חלשה באופן קיצוני, בהיעדר כל אפשרות לתמיכה חיצונית מחברה קשורה או מהמדינה והם קרובים מאוד למצב של כשל פירעון עם סיכויים כלשהם להחזר קרן וריבית.
c.il	מנפיקים או הנפקות המוערכים c.il מציגים, על פי שיפוטת של מידרוג, איתנות פיננסית פנימית או בלתי תלויה (עצמאית), החלשה ביותר, בהיעדר כל אפשרות לתמיכה חיצונית מחברה קשורה או מהמדינה ובדרך כלל הם במצב של כשל פירעון עם סיכויים קלושים להחזר קרן וריבית.

הערה: מידרוג משתמשת במשתנים מספריים 1,2,3 בכל אחת מקטגוריות הדירוג מ- aa.il ועד caa.il. המשתנה '1' מציין שאגרת החוב מצויה בקצה העליון של קטגוריית הדירוג שאלה היא משתייכת, המצוינת באותיות. המשתנה '2' מציין שהיא נמצאת באמצע קטגוריית הדירוג ואילו המשתנה '3' מציין שאגרת החוב נמצאת בחלק התחתון של קטגוריית הדירוג שלה, המצוינת באותיות.

אופק דירוג

אופק דירוג הינו הערכת מידרוג בדבר הכיוון הצפוי של הדירוג בטווח הזמן הבינוני. אופק הדירוג נחלק ל-4 קטגוריות: חיובי, יציב, שלילי או נבנה. ניתן להציב את אופק הדירוג ברמת המנפיק או ברמת ההתחייבות. האינדיקטור "מ" (multiple) יתווסף כדי לציין אופק דירוג שונה להתחייבויות שונות של אותו מנפיק. הסיבות לאופק הדירוג השונה תוסברנה במקרים אלו במסגרת דוח הדירוג. במקרים בהם לא הוצב אופק, יציין (NOO (No Outlook). אופק דירוג יציב משקף צפי נמוך לשינוי דירוג בטווח הזמן הבינוני. אופק חיובי, שלילי או נבנה משקפים סיכוי גבוה יותר לשינוי בטווח הזמן הבינוני. במועד הצבת האופק, וועדת הדירוג מגלמת את הערכתה כי כושר החזר האשראי של המנפיק הולם את רמת הדירוג לאותו מועד. לסטטיסטיקת שינוי/אי שינוי הדירוג בתקופות העוקבות לאחר הצבת האופק, הנכם מוזמנים לעיין בדוחות [ביצועי הדירוג באתר מידרוג](#).

בחינת דירוג

כאשר דירוג מועבר לבחינת דירוג (Credit Review – CR), נבחנת אפשרות לשינוי הדירוג בטווח הזמן הקצר. בחינת הדירוג יכולה להתבצע להעלאת דירוג, להורדת דירוג ובמקרים מסוימים עם כיוון לא וודאי. סיום בחינת הדירוג יכולה להסתיים בהעלאת דירוג, הורדת דירוג או אישור הדירוג מחדש. דירוגים המצויים בבחינת דירוג לעתים מכונים דירוגים "ברשימת מעקב". דירוגים מועברים לבחינת דירוג כאשר פעולת דירוג נדרשת בטווח הזמן הקרוב, אך נדרש מידע נוסף או ניתוח נוסף על מנת להחליט בדבר שינוי הדירוג או עוצמת השינוי האפשרי. לסטטיסטיקת שינוי/אי שינוי הדירוג בתקופות העוקבות לאחר העברה לבחינת דירוג, הנכם מוזמנים לעיין בדוחות [ביצועי הדירוג באתר מידרוג](#).

הגדרת כשל פירעון

הגדרות מידרוג לכשל פירעון, המבוססות על הגדרות מודי'ס⁹, מתייחסות רק למכשירי חוב או "דמוי" חוב (כגון CDS). 3 אירועים מהווים כשל פירעון חוב:

1. אי תשלום או דחית תשלום של קרן או ריבית כהגדרתם במסמכי המימון (למעט אי תשלום אשר תוקן בתוך פרק הזמן המותר חוזית).
2. פניה לערכאות משפטיות בקשר לכשל פירעון של הגוף המנפיק כגון: בקשה לפירוק, פירוק זמני, כינוס נכסים או הקפאת הליכים. אירועים אלו סביר שייגרמו אי תשלום או דחיה בתשלומי החוב הצפויים.
3. הצעת הסדר או ארגון מחדש של חוב כאשר: (א) החייב מציע למחזיקי האג"ח ני"ע חדשים או ני"ע שתנאיהם הוגדרו מחדש או חבילת ני"ע, מזמנים או נכסים אשר מסתכמים בהתחייבות מופחתת ומצומצמת ביחס להתחייבות המקורית (כמו למשל: מניות, אג"ח חדשות בקופון או בערך נקוב נמוכים יותר או אג"ח נחותות) ו-(ב) הצעת ההסדר נועדה לסייע לחייב להימנע מכשל פירעון או חדלות פירעון.

⁹ למודי'ס קיימת גם הגדרה של כשל פירעון למדינות, אשר לא רלוונטית למידרוג, שאינה מדרגת מדינות.



הגדרת כשל הפירעון אינה כוללת כשל "טכני", כגון הפרות של יחסי מינוף ויחסי כיסוי חוב, אלא אם כן החייב לא מצליח לתקן את ההפרה ונכשל בהאצת פירעון החוב, אשר עשויה להידרש במצב כזה. בעסקאות מימון מובנה כשלים "טכניים" כגון: אי עמידה ביחס נכסים להתחייבויות או הפרות מסוימות המוגדרות במסמכים המשפטיים, תשלומי ריבית שלא שולמו ולפי מסמכי העסקה ניתן לדחות תשלומים כאלו (בתוספת ריבית מתאימה) עד למועד הפירעון הסופי, אינם מהווים אירועי כשל פירעון. כמו כן, לצורך הגדרת כשל פירעון, מוחרגים תשלומים בגין התחייבויות לזמן ארוך שלא שולמו במועדם כתוצאה משגיאות טכניות ואדמיניסטרטיביות אשר: (1) אינן קשורות ליכולת ולנכונות לביצוע התשלומים ו-2) תוקנו תוך זמן קצר מאוד (בדרך כלל, תוך 1-2 ימים עסקיים).

בנוסף, בנסיבות מסוימות, תשלומים שלא שולמו במועדם ביחס לחוזים פיננסיים עשויים להיות מוחרגים, אם אי התשלום אירע כתוצאה ממחלוקת משפטית ביחס לתקפות חוזים אלו.

הגדרה של חוב פגום (Impaired)

ני"ע מוגדר כפגום, כאשר שווי התקבולים למחזיקים (או התקבולים הצפויים למחזיקים ברמת וודאות גבוהה) נמוך ביחס לתקבולים, אילו החייב לא היה במצוקה פיננסית או לא היה נמנע תשלום המגיע מצד שלישי, אף אם מסמכי המימון או שטר הנאמנות אינם מאפשרים למחזיקים אפשרות לפעול מול החייב באירוע מסוג זה, כגון האפשרות לפעול בתהליכים משפטיים כגון: בקשה לפירוק וכו'.

הגדרות מידרוג לחוב פגום, המבוססות על הגדרות מודי"ס, מתייחסות למכשירי חוב, מניות בכורה ומכשירים היברידיים אחרים. חוב מוגדר פגום אם:

1. התרחשו האירועים המגדירים כשל פירעון.
2. שמיטת תשלומים של דיבידנד, ריבית או קרן בגין מכשירי חוב, מניות בכורה ומכשירים היברידיים אחרים המותרים לפי תנאי נייר הערך או שמיטת תשלומי ריבית למכשירים מובנים המותרים לפי תנאי נייר הערך.
3. הורדת דירוג ל-Ca.il או C.il, המאותתת כי עתידים להתממש הפסדים משמעותיים, ברמת וודאות גבוהה.
4. מחיקות או הסדר חוב פגום (או ארגון מחדש של חוב פגום) בגין מכשירי חוב, מניות בכורה ומכשירים היברידיים אחרים בשל מצוקה פיננסית כאשר: (א) הקרן המובטחת למחזיק מופחתת בהתאם לתנאי ניירות הערך או (ב) החייב מציע למחזיקי החוב ני"ע חדשים או ני"ע שתנאיהם הוגדרו מחדש או חבילת ני"ע, מזומנים או נכסים אשר מסתכמים בהתחייבות מופחתת ומצומצמת ביחס להתחייבות המקורית על מנת להימנע משמיטת תשלומים המותרת על פי תנאי נייר הערך, כאמור בסעיף 2.

הגדרת נייר הערך כפגום יכולה להשתנות לאורך זמן, כאשר נייר הערך עשוי להפוך לתקין (למשל תשלומי דיבידנד אשר נצברו לטובת מניות הבכורה, שולמו במלואם) ועלול להפוך שוב לפגום.

דירוג לזמן ארוך של ניירות ערך בכשל פירעון או ניירות ערך פגומים

כאשר התחייבות הופכת לפגומה או בכשל פירעון, או כאשר היא צפויה להפוך לפגומה או לעבור לכשל פירעון, ברמת וודאות גבוהה, הדירוג יישקף את הערכתנו לשיעור השיקום של תשלומי הריבית והקרן, וכן רמת אי הודאות בהערכה זו, כמפורט בטבלה שלהלן. בדרך כלל רמת אי הודאות באשר לשיעור השיקום הצפוי הינה גבוהה והטבלה מהווה מנחה כללי ולא כללים קשיחים:

דירוג	דירוג מימון מובנה	שיעור השיקום הצפוי (הגדרות מידרוג עפ"י ההגדרות של מודי'ס) ¹⁰
B1.il*	B1.il(sf)*	99% עד 100%
B2.il*	B2.il(sf)*	97% עד 99%
B3.il*	B3.il(sf)*	95% עד 97%
Caa1.il	Caa1.il(sf)	90% עד 95%
Caa2.il	Caa2.il(sf)	80% עד 90%
Caa3.il	Caa3.il(sf)	65% עד 80%
Ca.il	Ca.il(sf)	35% עד 65%
C.il	C.il(sf)	פחות מ-35%

*בדירוגים בקבוצת ה-B.il, אי הודאות בדבר שיעורי השיקום צריכה להיות נמוכה. למשל: במידה וההסתברות כי שיעור השיקום נמוך מ-90% אינה זניחה (למשל מעל 10%) - הדירוג בדרך כלל יהיה נמוך מקבוצת ה-B.il.

בנוסף, הטבלה לא בהכרח מתאימה במגוון נסיבות מיוחדות. למשל: ני"ע בכשל פירעון אשר צפוי לעמוד בתשלום במלואו בטווח הזמן הקצר, אך יותר מסוכן בטווח הזמן הארוך, עלול להיות מדורג בדירוג שונה מהותית מהמשתמע מן הטבלה. דוגמה אחרת, יכולה להיות של דירוגים בסיכון נמוך מאוד הנמצאים באירוע אשראי זמני ועשויים להיות מדורגים גבוה מ-B1.il¹¹. בנסיבות נדירות יחסית, ייתכן כי בעסקאות מימון מובנה תבוצע מחיקה חד-פעמית וקטנה של הקרן (משמעותית נמוכה מ-1%) ואשר לא צפויה להשתקם (למשל: הוצאות אדמיניסטרטיביות נוספות בעסקה המהוות הפסד למחזיקים).

מתודולוגיות דירוג (שיטות הערכה)

מתודולוגיות דירוג מתארות את המסגרת האנליטית המשמשת את מידרוג לקביעת הדירוגים. המתודולוגיות מפרטות את הפרמטרים העיקריים, אשר להערכת מידרוג, הינם בעלי חשיבות להערכת כושר החזר האשראי של מנפיקים בענף מסוים. המתודולוגיות אינן מהוות תקציר ממצה לכל הפרמטרים הגלומים בדירוגי מידרוג, אלא מפרטות את גורמי המפתח הכמותיים והאיכותיים אשר נלקחים בחשבון בקביעת הדירוג. על מנת לייצר שקיפות ביחס למסגרת האנליטית המשמשת את מידרוג לקביעת הדירוגים, מתודולוגיות הדירוג מתפרסמות באתר מידרוג.

במתודולוגיות המתייחסות לדירוגי תאגידים ומוסדות פיננסיים, בדרך כלל נעשה שימוש במטריצות דירוג. מטריצת הדירוג הינה כלי דירוגי וכוללת את הפרמטרים העיקריים בקביעת הדירוג ומהווה סיכום, אשר אינו בהכרח כולל כל שיקול הרלוונטי לדירוג. המשקל אשר ניתן לכל פרמטר, מייצג קירוב להיקף החשיבות של הפרמטר להחלטת הדירוג. בהקשר זה יצויין, כי החשיבות בפועל עשויה להיות שונה מהותית בהינתן הנסיבות הספציפיות של המנפיק והסביבה העסקית שלו.

¹⁰ הטבלה מבוססת על הגדרות מודי'ס, שינוי בהגדרות של מודי'ס יכול שיובילו לשינוי בהגדרות של מידרוג.

¹¹ תשלומים שלא שולמו מסיבות טכניות או תפעוליות, ייתכן ולא יסווגו כאירועי כשל פירעון. בנוסף, בעסקאות מימון מובנה, תיתכן דחיה בתשלום הריביות ו/או הקרן מעבר למועד הקבוע בעקבות עיכוב בקבלת תשלום שיקום או סיבה תפעולית. במקרים אלו ניתן לקחת בחשבון את העלייה בהפסד הצפוי בגובה הריבית על התשלום הדחוי ולדרג את נייר הערך בדירוג הגבוה מ-B1.il.



וועדת הדירוג מפעילה שיקול דעת, באשר למידת החשיבות של פרמטרים מסוימים ואופן בחינתם. למשל: מידת השימוש בתחזיות לעומת נתוני עבר. כתוצאה משיקולים אלו, ייתכן והדירוגים שייקבעו יהיו שונים ביחס למשתמע ממטריצת הדירוג.

במתודולוגיות המתייחסות לדירוגי מימון מובנה, בדרך כלל נעשה שימוש במודל או מודלים דירוגיים. המודל הדירוגי במימון מובנה הינו כלי דירוג וכולל את הפרמטרים העיקריים הנלקחים בחשבון לצורך אמידת התפלגות ההפסדים של נכס הבסיס או לצורך קביעת סיכון האשראי של איגרות החוב השונות, כתלות בתזרים הצפוי מנכסי הבסיס, מבנה המימון וכריות הביטחון. אומנם מתודולוגיות הדירוג כוללות ערכים מסוימים לפרמטרים העיקריים הרלוונטיים לכל המנפיקים בענף מסוים. יחד עם זאת, וועדת הדירוג מפעילה שיקול דעת ביחס לנתוני הקלט במודל ושיקולי וועדת הדירוג עשויים להביא לתוצאה השונה מהמשתמע ממודל הדירוג.

מרבית המתודולוגיות משמשות לדירוג בענפים מסוימים או סוגי עסקאות מסוימים, אך קיימות גם מתודולוגיות בין-ענפיות (cross-sector) הנוגעות למספר ענפים כגון: דירוגים לזמן הקצר של ניירות ערך מסחריים.

מתודולוגיות הדירוג כוללות מתודולוגיות ראשיות ומשניות. בייחוד בענף המימון המובנה. מתודולוגיות משנית מפרטת בדרך כלל את אופן יישום המתודולוגיה ביחס לפרמטרים ספציפיים במתודולוגיה הראשית. יש לקרוא את המתודולוגיות המשנית יחד עם המתודולוגיה הראשית.

הנחות מפתח בדירוג (הנחות הייסוד בדירוג)

מתודולוגיות עשויות (אך לא חייבות) לכלול הנחות מפתח בדירוג. הנחות המפתח בדירוג הינן נתוני קלט קבועים או טווחי נתונים המתוארים במתודולוגיות הדירוג, כגון: הנחות מתמטיות או הנחות קורלציה אשר רלוונטיות לענף או ענפים מסוימים או למספר מתודולוגיות דירוג, אשר משמשות כחלק משיקולי וועדת הדירוג בקביעת הדירוג. הנחות המפתח בדירוג כפופות לבחינה בדומה למתודולוגיות במסגרתן הן משמשות ושינוי הנחות אלו כפופות לאישור וועדת מדיניות האשראי במידרוג.

הנחות המפתח בדירוג הינן מטבען, נתוני קלט על-זמניים יחסית, בתהליך הדירוג ונועדו ליצור יציבות, עקביות ושיקופות למאפיינים אשר בפועל אינם וודאיים, ולכן אנו מצפים כי הנחות המפתח יהיו חסינות יחסית לשינוי. שינויים על פני זמן עשויים להיות כתוצאה משינויים מבניים ארוכי טווח או במידה וישנה אינפורמציה חדשה ביחס ליחסי הגומלין ארוכי הטווח בין גורמי הסיכון. הצפי לשינוי בהנחות מפתח בדירוג כתוצאה משינוי כלכלי או שינוי תנאי שוק פיננסיים לזמן הקצר, הינו נמוך.

החלטות או שיקולים של וועדת דירוג או פורום דומה ביחס להשלכות של מאפייני סיכון האשראי בענף מסוים או מדינה מסוימת אינם הנחות מפתח בדירוג, אף אם שיקולים אלו משפיעים על מספר רב של דירוגים. יתרה מזאת, וועדת הדירוג עשויה לשקול ולהחליט מעת לעת, על אופן השימוש בהנחות מפתח מסוימות בקביעת הדירוג על מנת לשקף מאפייני סיכון אשראי מסוימים בענף או מדינה (למשל: לעשות שימוש בהנחות קורלציה גבוהות יותר בהינתן קיומם של מאפייני סיכון בענף או מדינה מסוימים). החלטות מסוג זה אינן מהוות שינוי בהנחות המפתח שכן הן לא נועדו להיות מיושמות באופן עקבי ברוב (או כל) מכשירי החוב המדורגים תחת מתודולוגיות דירוג מסוימת.

תחזיות מאקרו-כלכליות או תחזיות ביחס לשוק ההון מתייחסות לנקודת זמן מסוימת, ולכן בהגדרה, אינן מהוות הנחות מפתח בדירוג.



במתודולוגיות המתייחסות למימון מובנה, הנחות מפתח בדירוג הינן בדרך כלל הנחות בבסיס המתודולוגיה - ערכי פרמטרים המשפיעים על הניתוח בעסקה מימון מובנה טיפוסית בענף נתון. למשל:

- הנחות קורלציה ענפיות.
- שיעור ההפסד הצפוי בענף.
- שיעורי הכשל המשמשים אומדן לביצועי נכס הבסיס.

נתוני קלט בתהליך הדירוג, אשר הינם תוצאה של החלטות או שיקולים של וועדת הדירוג או תוצאות של דיונים בפורום דומה, אשר אינן מהוות הנחות מפתח בדירוג. למשל:

- שיקולי הדירוג הנובעים מסיכון האשראי של צד שלישי לעסקה (מעמיד ערבות, נותן שירותים, מוסדות בנקאיים, צד לעסקת SWAP). סיכוני אשראי אלו משתקפים בדירוג האשראי של הצד השלישי או הערכת אשראי.
- שינויים בסיכון נכסי הבסיס כתוצאה משינויים בתנאים הכלכליים.

במתודולוגיות המתייחסות למימון תאגידיים ומוסדות פיננסיים, ישנן פחות הנחות מפתח בדירוג (מכיוון שאופי הניתוח כולל פחות מאפיינים כמותיים) וקיומן לעתים גלום באופן מובנה בתוך מתודולוגיות הדירוג. בשל כך, ציון הנחות המפתח בדירוג במובחן ממתודולוגית הדירוג הינה כמעט חסרת משמעות, שכן שינוי בהנחות המפתח בדירוג יוביל בדרך כלל לשינוי במתודולוגית הדירוג. להלן דוגמא להנחות מפתח בדירוג הגלומות באופן מובנה במתודולוגיות הדירוג ואין לראותן במובחן מהמתודולוגיה:

- ההנחה כי מינוף וגמישות פיננסית (נזילות) הינם גורמים מניעים חזקים והולמים להכללה במתודולוגיות הדירוג.
- ההנחה כי ישנם יחסי גומלין חזקים בין איתנות הבנק והמדינה.
- ההנחה כי סדר קדימויות משפטי בין חובות משפיע על שיעור השיקום הממוצע בין חובות באופן שיינתן דירוג גבוה או נמוך לסוגים שונים של חובות.
- ההנחה כי מדינת ישראל הינה חסרת סיכון לצורך דירוג בסולם הדירוג המקומי (למשל בדירוגים להם מוצב דירוג Aaa.il בערבות מדינה או בשימוש במודל GRI)

הנחות מפתח בדירוג אשר נחשבות כמובחנות ממתודולוגיות (אם כי מצוינות במסגרתה):

- שיעור ההפסד בענפים שונים.
- שיעורי הכשל המשמשים אומדן ליכולת המדינה לתמוך במערכת הבנקאית.

נתוני קלט בתהליך הדירוג, אשר הינם תוצאה של החלטות או שיקולים של וועדת הדירוג או תוצאות של דיונים בפורום דומה, אשר אינן מהוות הנחות מפתח בדירוג. למשל:

- שיקולי הדירוג הנובעים מסיכון האשראי של צד שלישי לעסקה (מעמיד ערבות, גוף תומך אחר, חברות קשורות). סיכוני אשראי אלו משתקפים בדירוג האשראי של הצד השלישי או הערכת אשראי.
- יכולת המדינה לתמוך במערכת הבנקאית.
- נתוני קלט אלו עשויים לכלול הנחות בבסיסם, אשר מהוות הנחות מפתח בדירוג.

דוחות מיוחדים (Special Comments)

מידרוג מפרסמת מעת לעת דוחות מיוחדים הנוגעים לענפים או מנפיקים מסוימים. הדוחות המיוחדים אינם מהווים מתודולוגיות דירוג מבחינת תוכנם או כוונתם ואין בהם כדי לשנות את שיטות ההערכה המתוארות במסגרת הדוחות המתודולוגיים. ככלל, דוחות מיוחדים נועדו על מנת: (1) לפרסם את הערכות מידרוג ביחס לנושאים או להתפתחויות הנוגעות למנפיקים מסוימים (Issuer Comment), (2) לתאר מגמות מאקרו כלכליות או מגמות בענף ולציין את כיוון השפעתם על הדירוגים (Sector Comment). 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.

טבלאות הכשל וההפסד הצפוי

בתהליך קביעת הדירוג של מנפיקים ומכשירים פיננסיים מסוימים (כגון: מכשירים פיננסיים מתחום המימון המובנה ומנפיקים הקשורים למדינה) מידרוג עשויה להשתמש בהסתברויות לכשל וכן בשיעורי הפסד השוואתיים. לצורך כך מידרוג מתבססת על [טבלאות הסתברויות לכשל והפסדים צפויים של מודי'ס](#)¹² (Moody's Idealized Default Probabilities and Expected Losses), וזאת מבלי שבוצעה התאמה כלשהי לשוק המקומי. טבלאות אלו מבוססות על נתונים היסטוריים בינלאומיים וכוללות התאמות שונות.

¹² לטבלאות הנכם מוזמנים לעיין באתר מידרוג.



נספח 1 עיקרי השינויים במסמך זה לעומת המסמך שפורסם באוגוסט 2015

- ההגדרות מבוססות על הגדרות מודי'ס מפברואר 2016 חלף אוגוסט 2015 וזאת מבלי שבוצעו שינויים מהותיים בהגדרות מודי'ס.
- סיווג השירותים בהתאם לקטגוריות הבאות: סוגי דירוג, ציון יחסי לנכסים ושירותים אחרים, שירותים נלווים, הערכות המשמשות בדירוג.
- הגדרת דירוג אינדיקטיבי בנפרד משירות הערכת דירוג.
- הוספת תחזית דירוג כשירות נלווה.
- פירוט השימוש ב-(sf) ו-(hyb) במסמכים נפרדים חלף נספחים 2 ו-3.
- שינוי הדיסקליימר בסוף המסמך.
- שינויי מלל הכוללים הבהרות וחידודים לנוסח הקיים, לרבות בסעיף דירוגי מימון מובנה ובסעיף שירות הערכת דירוג (הוספת הגדרת המונח תרחיש).

סולם התחייבויות לזמן ארוך

נוכחי	טרם השינוי
Aaa.il	Aaa
Aa1.il	Aa1
Aa2.il	Aa2
Aa3.il	Aa3
A1.il	A1
A2.il	A2
A3.il	A3
Baa1.il	Baa1
Baa2.il	Baa2
Baa3.il	Baa3
Ba1.il	Ba1
Ba2.il	Ba2
Ba3.il	Ba3
B1.il	B1
B2.il	B2
B3.il	B3
Caa1.il	Caa1
Caa2.il	Caa2
Caa3.il	Caa3
Ca.il	Ca
C.il	C

סולם התחייבויות לזמן קצר

נוכחי	טרם השינוי
P-1.il	P-1
P-2.il	P-2
P-3.il	P-3
NP.il	Not Prime

הערכת אשראי בסיסית (BCA)

טרם השינוי נוכחי	
aaa.il	Aaa
aa1.il	Aa1
aa2.il	Aa2
aa3.il	Aa3
a1.il	A1
a2.il	A2
a3.il	A3
baa1.il	Baa1
baa2.il	Baa2
baa3.il	Baa3
ba1.il	Ba1
ba2.il	Ba2
ba3.il	Ba3
b1.il	B1
b2.il	B2
b3.il	B3
caa1.il	Caa1
caa2.il	Caa2
caa3.il	Caa3
ca.il	Ca
c.il	C

דירוג איכות הגוף המנהל (MQ)

טרם השינוי נוכחי	
MQ1.il	MQ1
MQ2.il	MQ2
MQ3.il	MQ3
MQ4.il	MQ4
MQ5.il	MQ5

דירוג קרנות כספיות וקרנות אג"ח

נוכחי	טרם השינוי
Aaa.il-mf	Aaa-mf
Aa.il-mf	Aa-mf
A.il-mf	A-mf
Baa.il-mf	Baa-mf
B.il-mf	B-mf
C.il-mf	C-mf

© 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 או להציג מסמך זה למטרה כלשהי, מסחרית או אחרת, ללא הסכמת מידרוג מראש ובכתב.

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

דירוגי מידרוג ו/או פרסומיה הנם בגדר חוות דעת סובייקטיביות, הנכונים למועד פרסומם (וכל עוד מידרוג לא שינתה את הדירוג או הפסיקה אותו) ביחס לסיכון האשראי היחסי העתידי של ישויות, ביחס להתחייבויות אשראי, לחובות ו/או למכשירים פיננסיים דמויי חוב. פרסומי מידרוג יכולים לכלול גם הערכות המבוססות על מודלים כמותיים של סיכוני 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 סיכוני 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 בהתחייבויות 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 צריכים להישקל כמרכיב בודד בכל החלטת השקעה הנעשית על ידי משתמש במידע הכלול במסמך זה או על ידי מי מטעמו ועל ידי כל משקיע, ובהתאם לכך, כל משתמש במידע הכלול בדירוגי מידרוג ו/או בפרסומיה ו/או באמור במסמך זה וכל משקיע חייב ללמוד ולבצע הערכה של כדאיות ההשקעה מטעמו לגבי כל מנפיק, ערב, אגרת חוב או מכשיר פיננסי אחר 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 כותב המסמך ואיננה משקפת בהכרח את דעתה של מידרוג.

בכפוף לאמור בכל דין, מידרוג, הדירקטורים שלה, נושאי המשרה שלה, עובדי החברה ו/או כל מי מטעמה שיהיה מעורב בדירוג, לא יהיו אחראים מכוח הדין כלפי כל אדם ו/או ישות, בגין כל נזק ו/או אובדן ו/או הפסד, כספי או אחר, ישיר, עקיף,



מיוחד, תוצאתי או קשור, אשר נגרם באופן כלשהו או בקשר למידע או לדירוג או להליך הדירוג, לרבות בשל אי מתן דירוג, גם אם נמסרה להם או למי מטעמם הודעה מראש בדבר האפשרות להתרחשותו של נזק או אובדן או הפסד כאמור לעיל, לרבות, אך לא רק, בגין: (א) כל אובדן רווחים, לרבות בשל אובדן הזדמנויות השקעה אחרות; או (ב) כל הפסד או נזק הנגרם כתוצאה מהחזקה ו/או רכישה ו/או מכירה של מכשיר פיננסי, בין אם הוא היה נשוא דירוג אשראי מסוים שהונפק על ידה של מידרוג ובין אם לאו; (ג) כל הפסד ו/או אובדן ו/או נזק, אשר נגרמו, בין השאר אך לא רק, כתוצאה או בקשר עם רשלנות (להוציא מרמה, פעולה בזדון או פעולה אחרת שהדין אינו מתיר לפטור מאחריות בגינה), מצדם של דירקטורים, נושאי משרה, עובדים ו/או מי מטעמה של מידרוג, בין אם 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 Moody's (להלן: "מודי'ס"), המחזיקה ב-51% ממניות מידרוג. יחד עם זאת, תהליכי הדירוג של מידרוג הינם עצמאיים ונפרדים מאלה של מודי'ס, ואינם כפופים לאישורה של מודי'ס. למידרוג יש מדיניות ונהלים משלה וועדת דירוג עצמאית בשיקול דעתה ובהחלטותיה.

דירוג שמידרוג הנפיקה עשוי להשתנות כתוצאה משינויים במידע שעליו התבסס הדירוג ו/או כתוצאה מקבלת מידע חדש ו/או מכל סיבה אחרת. עדכונים ו/או שינויים בדירוגים מופיעים באתר האינטרנט של מידרוג שכתובתו: <http://www.midroog.co.il>. כמו כן, ניתן לפנות לאתר לשם קבלת מידע נוסף על נהלי מידרוג ו/או על עבודת ועדת הדירוג שלה.