

# שיקולים מבניים בדירוג מכשירי חוב בתחום המימון התאגידי

דוח מתודולוגי | יולי 2019

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 זה הינה להסביר את גישת מידרוג בבחינת מאפיינים מבניים בדירוג מנפיקים ומכשירי חוב בתחום המימון התאגידי, אשר יש בהם כדי 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. הדוח נועד לשקף את המאפיינים האיכותיים והכמותיים העיקריים שמידרוג מפעילה בבואה לבחון השפעה של שיקולים מבניים על דירוג מנפיקים ומכשירי חוב.

בדוח מתודולוגי זה אנו מציגים קווים מנחים לקבלת הטבה דירוגית בגין מכשירי חוב מגובי בטחונות (להלן: "קווים מנחים"). להערכתנו, קווים מנחים הינם כלי פשוט יחסית, שיכול לשמש במקרים רבים על מנת להעריך בקירוב את השפעת הבטוחה על כושר החזר האשראי של תאגידים ביחס למכשירי חוב שונים, ולסכם את הפרמטרים העיקריים שהינם, בדרך כלל, בעלי החשיבות הגדולה ביותר לקביעת ההטבה הדירוגית בגין מכשירי חוב מגובי בטחונות. הערכת הפרמטרים בקווים המנחים יכול שתעשה בנתונים היסטוריים או בנתוני תחזית או באמצעות שילוב שלהם.

לאור קיומם של מאפיינים ייחודיים למנפיקים ומכשירי חוב ספציפיים, מידרוג עשויה להביא בחשבון שיקולי דירוג נוספים אשר עשויים להיות רלוונטיים לצורך קביעת הדירוג, וזאת בנוסף לרשימת הפרמטרים המפורטים בקווים המנחים. מדובר בשיקולים אשר עשויים להיות חשובים להערכת כושר החזר האשראי, אולם רק במקרים מסוימים. כמו כן, ייתכן כי שיקולים מתודולוגיים המפורטים במתודולוגיות דירוג רוחביות אחרות יהיו רלוונטיים לדירוגים מכשירי חוב מגובים בטחונות. יתרה מזאת, מכיוון שדירוגים הינם צופים פני עתיד, מידרוג לוקחת בחשבון הערכה של מגמות בדבר הסיכונים והגורמים הממתנים, באופן איכותי. כתוצאה מהאמור, סביר להניח כי הדירוג בפועל לא יהיה בהכרח זה הנגרז מהקווים המנחים.

בדוח מתודולוגי זה נציג את הנושאים הבאים: (1) תחולת המתודולוגיה (2) סוגי שיקולים מבניים עיקריים (3) בחינת מתן הטבה דירוגית עבור התחייבויות פיננסיות מגובות בביטחונות (4) שיקולים נוספים (5) השפעת תמיכה חיצונית במנפיק או מכשיר החוב (6) מאפיינים מבניים נוספים (7) הנחות יסוד במתודולוגיית הדירוג (8) מגבלות (9) דוחות קשורים.

מידרוג בוחנת ומעדכנת את מתודולוגיות הדירוג בהתאם לצורך.

דוח מתודולוגי זה מחליף את הדוח "שיקולים מבניים בדירוג מכשירי חוב בתחום המימון התאגידי" מספטמבר 2017.

## תחולת המתודולוגיה

מתודולוגיה זו חלה על דירוגי תאגידים לא פיננסיים ומכשירי חוב המונפיקים 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 מתחומים אלו בנפרד. בתחומי מימון הפרויקטים והמימון המובנה, מבנה העסקה, לרבות סדר הקדימויות הינו חלק מרכזי בדירוג ונלקח בחשבון בהתאם למתודולוגיה הרלוונטית לסוג הנכסים בבסיס הדירוג. 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>.

מידרוג תחל ביישום המתודולוגיה באופן מיידי ותבחן את ההשלכות על הדירוגים בחודשים הקרובים.

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

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

## 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 מכשיר החוב 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) למכשיר החוב הספציפי ביחס לדירוג המנפיק/דירוג החוב הבכיר שאינו מובטח, המהווה את דירוג העוגן של כלל התחייבויות החברה, וזאת על בסיס שיקולים כמותיים ואיכותיים שתשקול מידרוג ויפרטו 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>3</sup>.

## סוגי שיקולים מבניים עיקריים

### הטבה דירוגית בגין התחייבויות מגובות בבטוחות

הטבה דירוגית להתחייבויות פיננסיות מגובות בבטוחות תיבחן על ידי מידרוג לפי הערכתה את חוזק הבטוחה ואת המידה שיש בה לצמצם את הפסדי האשראי בקרות כשל פרעון למחזיק בהתחייבות. ככל שמידרוג תעריך, על בסיס הקווים המנחים 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. כאשר מידרוג מדרגת מכשירים פיננסיים בענפים בהם נהוג ללוות כנגד בטוחות בלבד, ייתכן ומכשיר זה לא ייקבל הטבה דירוגית ודירוגו יהיה זהה לדירוג המנפיק. במידה ותנאי מכשירי החוב ועודפי הבטוחות לטובת המכשיר הפיננסי יהיו שונים מהותית מהמקובל באותו ענף ו/או באופן יחסי לעומת מכשירי חוב אחרים של המנפיק, יחולו הקווים המנחים כמתואר להלן.

### הפחתת דירוג בגין נחיתות חוזית או מבנית

מנגד, כאשר מכשירי חוב נושאים מאפיינים המקנים להם נחיתות חוזית או מבנית ביחס להתחייבויות הבכירות הבלתי מובטחות של המנפיק, מידרוג עשויה לבחון הפחתת דירוג (notching down) ביחס לדירוג המנפיק/התחייבויות בכירות בלתי מובטחות, בכדי ליצור בידול הולם ביחס להפסדים צפויים גבוהים יותר עבור מכשיר 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>4</sup>. שיקולים בדירוג חובות נחותים שהונפקו על ידי בנקים או חברות ביטוח מובאים במסגרת מתודולוגית הדירוג הייעודית לגופים אלו.

<sup>3</sup> ראה "דירוג מכשירי חוב בכשל פרעון ומכשירי חוב פגומים", דוח מתודולוגי.

<sup>4</sup> ראה "דירוג חובות נחותים, חובות היברידיים ומניות בכורה בתחום מימון תאגידי", דוח מתודולוגי.

*תמיכה חיצונית כגורם המצמצם סיכון אשראי*

מאפיין מבני נוסף בגינו מידרוג עשויה לשקול הטבה דירוגית הינו קיומה של תמיכה חיצונית במנפיק, אשר יש בה לשפר את כושר החזר האשראי של המנפיק. בשונה ממאפיינים מבניים של מכשיר חוב מסוים שעשויים להיות בעלי השפעה, לטובה או לשלילה, על שיעור ההשבה של מכשיר 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 מכשיר חוב ספציפי, בהתאם למאפייניה ולתנאיה. בדירוגים של בנקים או גופים קשורים למדינה, התמיכה בתאגיד המדורג או במכשיר 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 לדירוג בנקים וכן מתודולוגית "דירוג מנפיק קשור למדינה - Government Related Issuer".

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

לוח 1 להלן מתאר את הקווים המנחים לקביעת גובה ההטבה הדירוגית (notching-up) שמידרוג עשויה לקבוע למכשיר חוב מובטח ביחס לדירוג המנפיק או דירוג חוב בכיר לא מובטח של המנפיק, כתלות ברמת הדירוג של המנפיק וכן בהערכת איכות הבטוחה ויחס ההשבה של הבטוחה ביחס לחוב. 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 והטווחים בטבלה מהווים קווים מנחים בלבד ולא כללים קשיחים. 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 ומבנה החוב של המנפיק בכלל, אשר ייבחנו בהתאם לכל מקרה ומקרה ועל פי שיקול הדעת של וועדת הדירוג, כך גם, יתכנו מקרים בהם תהיה חריגה קלה מטווח יחס השבה לבטוחה לאורך חיי המכשיר בהם יתכן מחד כי לא תינתן ההטבה אף שיחס ההשבה גבוה מהנדרש ומנגד במקרים בהם ניתנה הטבה ויחס הבטוחה נמוך מהנדרש.

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

Ba3.il ומטה	Ba2.il -Baa2.il	Baa1.il ומעלה	דירוג מנפיק/חוב בכיר בלתי מובטח	מאפייני הבטוחה
בינונית **	בינונית ומעלה	גבוהה	איכות הבטוחה*	
0.5<X	0.7<X			
****+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 השבה לבטוחה כהגדרתו להלן; \*\*\*\* יתכן כי בנסיבות מסוימות בהן יחס ההשבה מהבטוחה הינו משמעותי ביותר, תשקול הוועדה ליתן הטבה דירוגית גבוהה יותר מהאמור בטבלה \*\*\*\*בנסיבות מיוחדות הקשורות למאפיינים ספציפיים של הבטוחה, המנפיק או תנאי החוב, ייתכנו שיקולים נוספים בהתאם לשיקול דעת וועדת הדירוג

#### יחס ההשבה לבטוחה כמדד למידת התמיכה של הנכס בצמצום הפסדים בקרות כשל פרעון

יחס ההשבה כפי שנאמד על ידי מידרוג נועד להוות אומדן למידת התמיכה של הבטוחה בצמצום הפסדים צפויים בקרות כשל פרעון. 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.

יחס השבה לבטוחה יחושב כדלקמן בהתאם לתרחישי רגישות שיפורטו בדוח הדירוג:

$$V/L = \text{יחס השבה לבטוחה}$$

V - שווי בטוחה לאחר רגישות

L - היקף חוב מובטח

יצוין כי בבסיסה של בחינת שיעור השיקום של החוב המובטח כמתואר לעיל, ישנן מספר הנחות שנועדו לפשט את המציאות וזאת על מנת לבצע בחינה שיטתית ועקבית. הנחות אלו, מטבען שונות מהמציאות המורכבת. הנחה ראשונה הינה כי המקורות לתשלום החוב המובטח הינם הבטוחה בלבד. בעוד שבפועל לרשות בעלי החוב המובטח עשויים לעמוד מקורות נוספים. ההנחה השנייה הינה כי שיעור השיקום של חוב מובטח הינו בממוצע גבוה במידה משמעותית ביחס לשיעור השיקום של חוב שאינו מובטח, כך שבחישוב יחס ההשבה כמתואר לעיל, בחינת שיעור השיקום של החוב שאינו מובטח אינה משפיעה כשלעצמה על יחס ההשבה ולכן גם על תוספת דרגות הדירוג, ככל שרלוונטית בהתאם לקווים המנחים המתוארים לעיל.

*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 להטבת 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 דרגת דירוג אחת 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 הסביבה הכלכלית, העסקית והמשפטית שבה מצוי הנכס וכן נבחן טיב הזכויות בבטוחה, דרגת השעבוד, קיום שעבדים נוספים וכדומה.

יצוין, כי מדובר בפרמטרים עיקריים ויתכן כי יתקיימו פרמטרים נוספים שישקלו, בהתאם לנסיבות של כל מקרה. בנוסף, בבחינת איכות הבטוחה יתכן שחלק מהפרמטרים יהוו את מרכז הכובד על פיהם תקבע איכות הבטוחה.

**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

## שיקולים נוספים

ייתכן ויובאו בחשבון מאפיינים נוספים כגון מאפייני מבנה החוב של המנפיק, מאפיינים נוספים של הבטוחה, ומאפייני החוב המובטח. כמו כן, אנו עשויים להביא בחשבון אי ודאויות בהקשר להשפעות רגולטוריות שונות בהתאם למדינת הפעילות. אי ודאויות אלו יכול שיכללו, אי ודאות ביחס להיקף ההשפעה של חוק חדלות פירעון החדש בישראל הן בהיבט עיתוי השיקום והן בהיבט רמת השיקום. כאמור במסגרת השיקולים הנוספים אנו עשויים להביא בחשבון את מבנה החוב של המנפיק. בחינת מבנה החוב של המנפיק תיעשה גם תוך בחינת מאפייני המימון בענף. למשל בענף בו נהוג ללוות כנגד בטוחות בלבד, ייתכן ולא תינתן הטבה דירוגית ביחס לדירוג המנפיק.

## השפעת 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 בהתחייבות 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 ממנגוני 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 הערכתה לגבי היקף התמיכה שיידרש והשפעתה על איתנותו הפיננסית של התומך, הקורלציה הקיימת בין מצבו הפיננסי של הנתמך לזה של התומך וכן מגבלות וחסימים קיימים 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 מיידי 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.

#### *יישום 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.



## הנחות יסוד במתודולוגית הדירוג

הנחות היסוד במתודולוגיית הדירוג כוללות את הערכתנו כי: (1) סיכון המדינה הינו במתאם גבוה יחסית ביחס למנפיקים אשר עיקר פעילותם במדינה זו (2) סדר הקדימויות בין חובות שונים וקיומן של בטוחות יכול שישפיע במקרים מסוימים על שיעור השיקום הממוצע באופן משמעותי ויכול להצדיק פער דירוגי בין חובות שונים של אותו המנפיק (3) ההנחה שנגישות לנזילות הינה גורם משמעותי בכושר החזר האשראי.

ההערכות המשמשות בדירוג מבוססות על הנחות, אשר עלולות להסתבר בדיעבד כשגויות. הסיבות לכך כוללות שינויים בלתי צפויים בכל אחד מהגורמים הבאים: הסביבה המאקרו-כלכלית, תנאי השוק המימון, התרחשות אירועי קיצון, שינויים בסביבת התחרות, חידושים טכנולוגיים, שינויים רגולטוריים שונים או הליכים משפטיים.

## מגבלות

בחלקי הדוח הקודמים הוצגו הפרמטרים בקווים המנחים ושיקולים נוספים אשר עשויים להיות חשובים בקביעת הדירוג וכן הנחות יסוד מסוימות. בחלק זה, מוצגות מגבלות הקווים המנחים ומגבלות כלליות של המתודולוגיה.

### מגבלות שימוש בקווים מנחים

ישנן סיבות שונות לשוני בין התוצאה המשתמעת מהקווים המנחים לבין הדירוגים בפועל. הקווים המנחים במתודולוגיה זו הינם כלי פשטני המתמקד בגורמי כושר החזר האשראי היחסי. שיקולי הפסד צפוי ושיעורי שיקום, אשר בדרך כלל חשובים יותר ככל שהמנפיק מתקרב לכשל פירעון, ייתכן ולא ישתקפו בצורה מלאה בקווים המנחים. כמו כן, השימוש בקווים המנחים עשויה להתאים פחות למנפיקים ברמות דירוג גבוהות מאוד או נמוכות מאוד.

החשיבות שניתנת בפועל לפרמטר מסוים עשויה להיות שונה מהותית כתלות בנסיבות הספציפיות של המנפיק.

פרמטרים שאינם מופיעים בקווים המנחים, לרבות אלו המפורטים בסעיף השיקולים הנוספים לעיל, עשויים להיות בעלי חשיבות לדירוג והחשיבות היחסית שלהם עשויה להיות שונה בין מנפיק למנפיק. כמו כן, ייתכן כי שיקולים מתודולוגיים המפורטים במתודולוגיה או במתודולוגיות דירוג רחביות יהיו רלוונטיים לדירוגים בענף זה. דוגמאות לשיקולים כאלו כוללות: תמיכה של ישויות אחרות, מדרג הקדימויות בין החובות השונים ומכשירים היברידיים, קביעת דירוגים לזמן קצר.

אנו עשויים לעשות שימוש בקווים המנחים לתקופות היסטוריות שונות או צופות פני עתיד. יתרה מזאת, מכיוון שדירוגים הינם צופים פני עתיד, מידרוג לוקחת בחשבון הערכה של מגמות בדבר הסיכונים והגורמים המתננים, באופן איכותי.

### מגבלות כלליות של המתודולוגיה

דוח מתודולוגי זה לא מכיל את פירוט כל הגורמים האפשריים אשר אנו עשויים לשקול בקביעת דירוגים. חברות ומכשירי חוב עלולים לעמוד בפני סיכונים חדשים או שילוב חדש של סיכונים, ועשויות לפתח אסטרטגיות חדשות על מנת למתן סיכון. מטרתנו הינה לגלם בדירוגים את כלל שיקולי כושר החזר האשראי המהותיים וזאת מנקודת מבט צופה פני עתיד, ככל שניתן לאמוד את הסיכונים והגורמים המתננים.

דירוגים משקפים את הערכתנו לביצועים העתידיים של המנפיק, יחד עם זאת ככל שעתיד זה הינו בטוח ארוך יותר, אי הוודאות גדלה והיכולת להערכות מדויקות הן בקווים המנחים והן בשיקולים הנוספים, יורדת בדרך כלל ובכל מקרה, ניתוח צופה פני עתיד הינו כפוף לאי וודאות משמעותית.

**דוחות קשורים**

דירוגי מידרוג נקבעים בהתבסס על מתודולוגיות הרלוונטיות לענף הפעילות. יחד עם זאת, שיקולים מתודולוגיים רוחביים (המתוארים במתודולוגיה או מתודולוגיות דירוג רוחביות) עשויים להיות רלוונטיים לקביעת הדירוג של ישות או מכשיר פיננסי. רשימת המתודולוגיות העדכנית מופיעה [כאן](#).

לנתונים היסטוריים ביחס למשמעות ודיוק הדירוג ראו [דוחות ביצועי הדירוג](#).

למידע נוסף ראו [סולמות והגדרות הדירוג של מידרוג](#).

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

**תאריך הדוח: 25.07.19**

© 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 סיכונים 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 בייעוץ 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 פרטיים ויהיה זה בלתי אחראי ובלתי הולם למשקיע פרטי 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, דירקטורים 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>