

# דירוג תעודות פיקדון

## דוח מתודולוגי | פברואר 2025

**אנשי קשר:**

מוטי ציטרין, סמנכ"ל

ראש תחום מוסדות פיננסיים, מימון מובנה ושירותים נוספים

[moty.c@midroog.co.il](mailto:moty.c@midroog.co.il)

## הקדמה

מטרת דוח זה הינה להסביר את גישת מידרוג להערכת סיכוני האשראי הגלומים בתעודות פיקדון (להלן: "תעודות פיקדון"). הדוח נועד לשקף את המאפיינים האיכותיים והכמותיים העיקריים, אשר משפיעים על דירוג תעודות פיקדון. בדוח זה אנו מציגים את שלבי תהליך הניתוח העיקריים בדירוג תעודות פיקדון, כאשר בחלק מתעודות הפיקדון עשוי להתבצע שימוש במודל, כמפורט להלן. להערכתנו, ניתוח מבוסס מודל נועד להעריך בקירוב את כושר החזר האשראי של תעודות הפיקדון ולסכם את הסיכונים העיקריים שהינם, בדרך כלל, בעלי השפעה הגדולה ביותר לקביעת דירוגים של מכשירים מסוג זה. הנחות בניתוח מבוסס מודל יכול שיתבססו על נתונים היסטוריים ו/או בנתוני תחזית ו/או באמצעות שילוב שלהם.

לאור קיומם של מאפיינים ייחודיים למנפיקים ספציפיים, מידרוג עשויה להביא בחשבון שיקולי דירוג נוספים אשר יכולים להיות רלוונטיים לצורך קביעת הדירוג, וזאת בנוסף לרשימת הפרמטרים המפורטים בכל שלב בתהליך הניתוח. שיקולים נוספים אלו, 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 בתחום זה. יתרה מכך, מכיוון שדירוגים הינם צופים פני עתיד, מידרוג לוקחת בחשבון הערכה של מגמות בדבר הסיכונים והגורמים הממתנים, באופן איכותי.

כתוצאה מהאמור, יתכן כי הדירוג בפועל לא יהיה בהכרח זה הנגזר משלבי התהליך הכמותי.

בחנית סיכון האשראי בקשר עם תעודות פיקדון, כמפורט להלן, ותרגום ההפסד לזמן קצר להפסד לזמן ארוך, נשענת על מתודולוגיית הדירוג של Moody's לדירוג קרנות כספיות (Money Market Funds), בדגש על מטריצת סיכוני האשראי (Credit Matrix) המפורטת במתודולוגיה המדוברת (לפירוט מטריצת סיכוני האשראי של Moody's בקשר עם דירוג קרנות כספיות, ראה נספח ב'). נציין כי בקביעת הדירוג, מידרוג מתבססת על טבלאות ההפסד הצפוי של Moody's (Moody's Idealized Default Probabilities and Expected Losses), וזאת מבלי שבוצעה התאמה כלשהי לשוק המקומי.

בדוח מתודולוגי זה נציג את הנושאים הבאים: (1) תחולת המתודולוגיה; (2) תיאור ענף הפעילות; (3) פירוט הסיכונים העיקריים הנבחנים בדירוג תעודות פיקדון; (4) הערכת איכות נותן השירותים (Servicer Quality); (5) ניתוח המבנה המשפטי; (6) שיקולים נוספים; (7) מעקב; (8) דיווחים; (9) הנחות היסוד במתודולוגיות הדירוג; (10) מגבלות; (11) דוחות קשורים; (12) נספחים.

## תחולת המתודולוגיה

מתודולוגיה זו חלה על תעודות פיקדון וניירות ערך מסחריים המוגנים בפיקדונות.

דוח מתודולוגי זה מחליף את הדוח המתודולוגי שפורסם בחודש אוקטובר 2020. מידרוג סבורה כי אין בפרסום מתודולוגיה זו משום שינוי ביחס למתודולוגיה שפעלה לפיה בקביעת הדירוגים עד כה, וכי אין בפרסומה בכדי לגרום לשינוי הדירוגים הקיימים. מטרת העדכון הינה הוספת התייחסות מידרוג לאופן קביעת דירוג לזמן קצר לניירות ערך מסחריים המוגנים בנכסי פיקדונות ו/או דמויי פיקדונות. בדירוג לזמן קצר ייבחנו מספר מאפיינים מרכזיים, בדגש על דירוג הפיקדונות לזמן קצר של המוסדות הפיננסיים בהם מושקעים הנכסים המגבים - יתרות המזומנים והפיקדונות. כמו כן, בוצעו שינויי עריכה. יחד עם זאת, הציבור מוזמן להעביר את התייחסותו באמצעות דואר אלקטרוני [RFC@midroog.co.il](mailto:RFC@midroog.co.il) עד לתאריך 12/03/2025.

## תיאור ענף הפעילות

תעודת פיקדון הינה מכשיר פיננסי המבטיח למשקיעים הצמדה לשער מטבע בתוספת ריבית תקופתית, ומהווה מעין תחליף לפיקדון נושא ריבית, במט"ח או בשקל. תעודות הפיקדון מונפקות על ידי חברות המנהלות אותן במסגרת תשקיף ו/או בכפוף לשטר נאמנות. ישנן תעודות פיקדון הניתנות לפדיון מוקדם, בהתאם לתנאיהן, כאשר בנוסף לכך, למנפיק ניתנת בדרך כלל, אפשרות לביצוע פדיון

מוקדם של תעודות הפיקדון על פי שיקול דעתו ובכפוף למסמכי העסקה (להלן: "תעודות המירות"). בהתאם לכך, המנפיק מחויב לבצע פדיון כפוי בתנאים מסוימים, המוגדרים בתשקיף התעודה ו/או בשטר הנאמנות (להלן: "המסמכים המשפטיים"), כאשר לנאמן ניתנת הזכות להעמיד את התעודות לפירעון מיידי בהינתן אירועים מוגדרים. כמו כן, קיימות תעודות פיקדון אשר לא ניתנת לפדיון מוקדם ונושאות, בהתאם לתנאיהן, ריבית קבועה ו/או משתנה והינן צמודות מט"ח או שקליות. תעודות אלו עשויות להיות צמודות למדד מסוים או שאינן צמודות (להלן: "תעודות שאינן המירות").

בהערכת כושר החזר האשראי בתעודות פיקדון, מידרוג מתייחסת לסיכונים הנובעים מהתחייבות החברה המנפיקה לפרוע את הקרן והריבית עד למועד הפירעון בפועל של תעודת הפיקדון - בפירעון במועד הסופי הנקוב. למען הסר ספק, בתעודות המירות, פירעון מוקדם של הקרן הוא חלק מתנאי התשלום של תעודות הפיקדון ואינו מהווה אירוע כשל (default).

מתודולוגיית הדירוג של תעודות הפיקדון מתבססת, בין היתר, על דירוג הגופים הפיננסיים בהם מופקדים הפיקדונות (להלן: "הנכסים המגבים"), ניתוח חשיפת ריבית כתוצאה מפערים בין הנכסים להתחייבויות (לרבות נזילותן של ההתחייבויות), ניתוח פערי עיתוי ופערי הצמדה אפשריים וגידורם, ניתוח איכות נותן השירותים (Servicer Quality) וסיכונים תפעוליים בעסקה, ניתוח המבנה המשפטי ומבנה השעבודים, סיכון המרה בגין מנגנון מכירה כפויה, חשיפה לריבית פיגורים, מגבלות חלוקה, מפל התשלומים ועוד. כתוצאה מפער אפשרי בין מאפייני הנכסים המגבים (לרבות תנאי הפיקדונות, נזילות הנכסים וסחירותם) לבין ההתחייבויות בתעודות הפיקדון (הכוללות ריביות מובטחות, מועדי תשלום ומטבע תשלום מוגדר), יכולים להיווצר למנפיק הפסדים/רווחים.

הניתוח הכמותי מתמקד באמידת ההפסד הצפוי בתעודות הפיקדון כתוצאה ממדיניות ההשקעה של מנהלי תעודות הפיקדון, אשר משקפות תקופות השונות מתקופות הריבית אותה מבטיח מנהל התעודה במסגרת מסמכי ההנפקה, והפער בין שיעור הריבית המשולם למשקיע לבין שיעור הריבית המתקבלת בגין הנכסים המגבים (הפיקדונות), וזאת לפי התפלגות הפסדים Lognormal. כמו כן, הניתוח הכמותי כולל ניתוח פערי עיתוי והצמדה, ככל שרלוונטי, בהתאם לתזרימים ולמפל התשלומים בתעודה. הניתוח האיכותי בוחן מגוון רחב של אלמנטים, הכוללים בין היתר, את ניתוח מבנה העסקה - הבוחן את רמת בידוד סיכונים האשראי של החברה הייעודית, המנפיקה את תעודת הפיקדון, את המבנה המשפטי, היכולת התפעולית של החברה המנהלת בהתאם למאפייניה ומידת המורכבות התפעולית, התקשרויות עם גורמים פיננסיים שונים והסיכון הטמון בהם, את מנגנון הפיקוח של הנאמן ועוד.

יצוין, כי לחלק ממכשירי המימון המובנה מידרוג מוסיפה את הסימון (sf)<sup>1</sup>. בקשר עם דירוג תעודות פיקדון, מידרוג מבחינה בין שני סוגי תעודות פיקדון לצורך הסימול:

- תעודות פיקדון בהן קיימים סיכונים התכסות, סיכונים ריבית וחשיפות נוספות, ודירוגן נגזר באמצעות מודל כמותי<sup>2</sup>, הכולל התייחסות לסיכון האשראי של הפיקדונות המגבים. במקרים דנן, מידרוג מוסיפה את האינדיקטור (sf).
- תעודות פיקדון אשר דירוגן נגזר מדירוג הבנקים בהם מופקדים הנכסים המגבים (הפיקדונות), מבלי שהופעל מודל כמותי כלשהו, כאשר בהתאם לתנאי תעודות הפיקדון והנכסים המגבים, אין בתעודות הפיקדון חשיפות ריבית ופערי עיתוי כלשהם. במקרים דנן, מידרוג אינה מוסיפה את האינדיקטור (sf).
- בתעודות פיקדון בהן קיימים סיכונים התכסות, סיכונים ריבית וחשיפות נוספות יתווסף סימול האינדיקטור (sf), וזאת אף אם לא נדרשה בחינה במסגרת מודל כמותי לסיכון המוסד הפיננסי, במקרים המפורטים בסעיף "סיכון המוסד הפיננסי בו מושקעות יתרות המזומנים והפיקדונות" או אף אם לא נדרשה בחינת סיכונים ריבית במודל כמותי, במקרים המפורטים בסעיף "סיכון פערי ריבית והצמדה".

<sup>1</sup> הפנייה לדוח המפרט את אופן השימוש באינדיקטור (sf) בדירוגי מימון מובנה.

<sup>2</sup> לפירוט נוסף, ראה נספחים א' ו-ב' לדוח מתודולוגי זה (בקשר עם סיכון המוסדות הפיננסיים בהם מושקעים הנכסים המגבים וסיכונים פערי ריבית והצמדה).

## דירוג לזמן קצר של ניירות ערך מסחריים המגובים בפיקדונות או דמויי פיקדונות

במסגרת קביעת הדירוג לזמן קצר של ניירות ערך מסחריים, המגובים בפיקדונות או דמויי פיקדונות, ייבחנו מספר מאפיינים מרכזיים, בדגש על דירוג הפיקדונות לזמן קצר של המוסדות הפיננסיים בהם מושקעים הנכסים המגבים - יתרות המזומנים והפיקדונות, לצד ההלימה בין מאפייני הנכסים המגבים (לרבות תנאי הפיקדונות ונזילות הנכסים המגבים) לבין ההתחייבויות בניירות הערך המסחריים (הכוללות ריביות מובטחות, מועדי תשלום ומטבע תשלום מוגדר). בין היתר, ייבחנו הסיכונים העיקריים כמפורט בסעיף "פירוט הסיכונים העיקריים הנבחנים בדירוג תעודות פיקדון" להלן, לרבות המנגנונים הקיימים למיתון וכיסוי חשיפות שונות, ככל שרלוונטי. בהתקיים מנגנונים כאמור, סביר להניח כי הדירוג של תעודות הפיקדון יתבסס על דירוג הפיקדונות לזמן קצר של המוסדות הפיננסיים בהם מושקעים הנכסים המגבים.

### פירוט הסיכונים העיקריים הנבחנים בדירוג תעודות פיקדון

#### סיכון המוסדות הפיננסיים בהם מושקעות יתרות המזומנים והפיקדונות

כושר הפירעון והעמידה בהתחייבויות של המוסדות הפיננסיים בהם מושקעים הנכסים המגבים - יתרות המזומנים והפיקדונות, יכולים להשפיע על עמידת החברה בהתחייבויותיה כלפי מחזיקי תעודות הפיקדון, במלואן ובמועדן. במקרה בו לא ניתן להנזיל את הנכסים המגבים תוך פרק זמן קצר (מספר ימים), כאשר למנפיק אין חשבון בבנק מגבה אחד לפחות, המאפשר לקלוט פיקדונות תוך פרק זמן זה, אזי הדירוג המקסימאלי של תעודות הפיקדון יהא דירוג הפיקדונות לזמן ארוך של המוסדות הפיננסיים בהם מופקדים הנכסים המגבים.

במקרים בהם בהתאם לתנאי הפיקדונות המגבים, הפיקדונות נזילים יחסית, בחינת סיכון האשראי של המוסדות הפיננסיים הינה בהתאם לתקופות ההפקדה של הפיקדונות. בחינת סיכון האשראי בקשר עם תעודות פיקדון ותרגום ההפסד לזמן קצר להפסד לזמן ארוך, נשענים על מתודולוגיית הדירוג של Moody's לדירוג קרנות כספיות (Money Market Funds). בדגש על מטריצת סיכונים האשראי (Credit Matrix) המפורטת במתודולוגיה המדוברת (לפירוט מטריצת סיכונים האשראי של Moody's בקשר עם דירוג קרנות כספיות, ראה נספח ב'). כמו כן, במקרים אלו, שיערוך הפיקדון יבוצע בהתאם לערכו אילו נפדה כיום (ראה סעיף סיכון נזילות הפיקדונות), ודירוג הפיקדונות לזמן ארוך או גוף אחר שנבחן על ידי מידורג ונמצא כי פעילות באמצעותו הולמת את דירוג התעודה. בהקשר זה, יצוין כי בתנאי נזילות ובאופן שיערוך מסוימים, דירוג תעודות הפיקדון יכול להיות גבוה מדירוג הפיקדונות לזמן הארוך של המוסד הפיננסי בו מוחזקים הפיקדונות.<sup>3</sup>

#### סיכון נזילות הפיקדונות ו/או סיכון פערי עיתוי

עבור תעודות פיקדון מסוימות, הנכסים המגבים מוחזקים בפיקדונות בנקאיים לא סחירים, כאשר משיכת יתרת הפיקדון עלולה לקרות במועד השונה ממועד הפירעון הסופי של הפיקדונות, אשר נקבע בהסכם מול המוסד/ות הפיננסיים בו הם מוחזקים. על מנת לאמוד את סיכון הנזילות, ייבחנו שערוכי נכסי תעודות הפיקדון בכל נקודת זמן מוגדרת, לפי תנאי התעודות, ובניכוי קנסות פירעון מוקדם בפיקדון, ככל שקיימים. כמו כן, יילקח בחשבון דירוג הפיקדונות לזמן קצר ולזמן ארוך של המוסד/ות הפיננסיים בהם מונהלים הפיקדונות המגבים, כמפורט לעיל, או גוף אחר שנבחן על ידי מידורג ונמצא כי פעילות באמצעותו הולמת את דירוג התעודה, וכן התחייבותן של החברות המנהלות להעביר את הפיקדונות המגבים, במידת הצורך. כמו כן, במידה ובתעודות הפיקדון קיימים פערי עיתוי בתזרים בין היקף התקבולים להיקף התשלומים בתקופה נתונה (להלן: "פערי העיתוי"), ייבחנו מנגנוני הכיסוי לפערים אלו.

#### סיכון תנודתיות בשווי מכשירים פיננסיים נגזרים

החברה המנהלת את תעודת הפיקדון משקיעה חלק מיתרות המזומנים שברשותה במכשירים פיננסיים נגזרים, אשר חשופים לתנודות בנכסי הבסיס. על מנת למתן את הסיכון הנובע מתנודות בשווי מכשירים פיננסיים נגזרים, החברה נדרשת לעמוד ביחס

<sup>3</sup> לדוגמאות בנושא ראה נספח ב'.

נכסים להתחייבויות, המחושב על ידי שערך של כל נכסי החברה לפי התרחיש הגרוע ביותר של הבורסה. במקרים של השקעה בנגזרים לא סחירים, אמידת הסיכון תתבצע לפי סיכון כושר החזר של מנפיק הנגזר, ולאחר שנבחנו תנאי הנכסים המגבים אל מול תנאי תעודות הפיקדון.

### סיכון פערי ריבית והצמדה

סיכון ריבית עלול ליצור שחיקה במרווח הקיים בין תשואת הנכסים המגבים לתשואה המובטחת למחזיקים בתעודות הפיקדון.<sup>4</sup> מנהלי תעודות הפיקדון מפקידים את תמורת הנפקת תעודות הפיקדון ואת יתרות המזומנים שברשותם בפיקדונות נושאי ריבית לטווחי זמן מוגדרים. במועד הפקדת הפיקדון/נות נקבעת הריבית המתקבלת מן המוסד/ות הפיננסי/ים, לפי ריבית בסיס בתוספת/בניכוי מרווח, וזאת בהתאם לתקופת ההפקדה. במידה וריבית הבסיס משתנה במהלך תקופת ההפקדה, אך אינה מגולמת במלואה בריבית שמקבלים הנכסים המגבים מחד, ומאידך בהתאם לתנאי התעודות, הן מחויבות לגלם למשקיעים את השינוי בריבית הבסיס אד-הוק, ו/או בהעדר הלימה מלאה בין טווחי הזמן בהם הופקדו הנכסים המגבים לבין התחייבויותיו כלפי המשקיעים, אזי קיימת חשיפה אשר עלולה להוביל להפסד. יתר על כן, מנפיק תעודות הפיקדון חשוף לשינויים במרווחי הריבית אשר נובעים משיקולים מסחריים, בין המוסד/ות הפיננסי/ים בהם מופקדים הפיקדונות לבין מנפיק תעודות הפיקדון. בשל חשיפה זו, תיבחן כרית הביטחון המופקדת בעסקה בגין הפיקדונות החשופים לשינויים בריבית (להלן: "כרית הגישור בגין פער הריבית"). סכום כרית הגישור בגין פער הריבית נבדק על בסיס החשיפה הפוטנציאלית המקסימאלית, וכן על בסיס נתונים היסטוריים, אשר בוחנים את התנודות לאורך השנים. כרית הביטחון המתאימה לדירוג, נגזרת על ידי אמידת הממוצע וסטיות התקן של ההפסדים לפי התפלגות ה-Lognormal. כרית הגישור בגין פער הריבית שיעמיד מנפיק תעודת הפיקדון, נבחנת אל מול היקף ההתחייבויות בתשקיף התעודה (לפירוט אופן חישוב כרית הגישור בגין פער הריבית הנדרשת עבור חשיפה זו, ראה נספח א'). כרית הגישור בגין פער הריבית תופקד במוסד פיננסי אשר דירוגו הולם את דירוג תעודות הפיקדון או בגוף אחר שנבחן על ידי מידרוג ונמצא כי פעילות באמצעותו הולמת את דירוג תעודות הפיקדון. כמו כן, בתעודות פיקדון עלולה להיות חשיפה למדד ו/או לריבית משתנה וזאת כתוצאה מפערי עיתוי, כמתואר לעיל. כל מנגנון גידור ייבחן בהתאם למבנה תעודות הפיקדון אל מול הנכסים המגבים, על מנת לאמוד את החשיפה.

### סיכון פעילות באמצעות חבר בורסה

לצורך פעילות ההתכנסות<sup>5</sup>, מנהלי תעודות הפיקדון פועלים באמצעות חבר בורסה, וזאת על מנת לבצע רכישה ומכירה של נכסים מגבים, נגזרים ותעודות פיקדון. כמו כן, החברה המנפיקה פועלת מול חדר עסקאות במט"ח לצורך רכישת המטבע. מנפיק תעודות הפיקדון חשוף לפעילות מול חבר הבורסה, הן בהפקדת הנכסים בחשבונות נאמנות אצל חבר הבורסה והן בהיבט התפעולי, המתבטא באופן ביצוע העסקאות, טיב המערכות של חבר הבורסה, טיב השירות וכיו"ב. איתנות חבר הבורסה ואיכות תפעול התעודות דרכו יכולות להשפיע על עמידת המנפיק בהתחייבויותיו כלפי מחזיקי התעודות. נציין, כי על אף שהנכסים המגבים מוחזקים בידי חבר הבורסה בחשבונות נאמנות, עלול להיווצר פער עיתוי במועד קבלת הנכסים במקרה של הפסקת פעילות חבר הבורסה, באופן בלתי צפוי, וזאת כתוצאה מתנאי תעודות הפיקדון המבטיחים למשקיעים פירעון בטווח זמן קצר יחסית. לאור האמור, דירוג תעודות הפיקדון יהיה מושפע מדירוג הפיקדונות לזמן קצר ולזמן ארוך של חבר הבורסה או גוף אחר שנבחן על ידי מידרוג ונמצא כי פעילות באמצעותו הולמת את דירוג התעודה.

### סיכון ביצוע השאלות

כושר הפירעון והעמידה בהתחייבויות של חברי הבורסה, אשר מולם יבצע מנפיק תעודות הפיקדון השאלות של נכסים מגבים, לרבות עמידתם בהתחייבויותיהם להשבת הנכסים המגבים שיושאלו, בכמות שהושאלה ובמועד שנקבע, עלולים להשפיע על עמידת המנפיק בהתחייבויותיו כלפי מחזיקי התעודות במלואן ובמועדן. על מנת למתן את סיכון השאלה לצד ג', התעודות המדורגות מצעות השאלות אך ורק מול חבר בורסה לניירות ערך בתל-אביב, בהסכמים בכתב בלבד, ובכפוף לתנאים של תקנון הבורסה וההנחיות על-פיו. במסגרת הדירוג ייבחנו, בין היתר, תנאי הסכם השאלות לרבות הזכות של מנפיק תעודות הפיקדון לסיום מוקדם של השאלה

<sup>4</sup> הפער בין הריבית המתקבלת בגין נכסי המנפיק אל מול הריבית המובטחת למשקיעים בתעודות הפיקדון.  
<sup>5</sup> בתעודות בהן קיימת פעילות מסוג זה.

בכל עת (On-Call), וכן דירוג הגופים מולם מתבצעת השאלה או גוף אחר שנבחן על ידי מידרוג ונמצא כי פעילות באמצעותו הולמת את דירוג התעודה.

### סיכון הפסקת מסחר או קושי במסחר

הפסקת מסחר או קשיי סחירות במט"ח או באופציות, עלולים למנוע אפשרות לביצוע עסקאות על ידי החברה המנהלת, וליצור מצב בו לא ניתן יהיה לסגור פוזיציות פתוחות באמצעות ביצוע פעולות איזון יומיות. בהקשר זה, נציין כי הסיכון בחשיפה לשער החליפין במסחר התוך יומי נובע מפעילות רכישה ומכירה של תעודות בשוק, אשר יכולה ליצור הפסד/רווח למנפיק, וזאת בעיקר בשוק תנודתי. על מנת למתן את ההפסדים העלולים להיווצר כתוצאה מחשיפה זו, חברות המנהלות את תעודות הפיקדון המדורגות מגבילות את היקף החשיפה התוך יומית ומפקידות כרית חשיפות המוגדרת במסגרת המסמכים המשפטיים של כל תעודת פיקדון.

### הערכת איכות נותן השירותים (Servicer Quality)

הערכת איכות נותן השירותים הינה חלק מתהליך הדירוג של תעודות הפיקדון. הערכת איכות נותן השירותים נועדה לבחון השפעות תפעוליות וניהוליות על איתנות החברה המנהלת, ומבוססת על בחינת הסיכונים הכרוכים בתפעול וניהול תעודות הפיקדון. גישת ה-SQ מפרידה בין יכולת נותן השירותים לבין ביצועי הנכסים המנוהלים, ומאפשרת להעריך את יעילות נותן השירותים במניעת הפסד, מקסום התקבול במקרי קיצון ועמידת החברה המנהלת בהתחייבויותיה כלפי המשקיעים. הפרמטרים המרכזיים הנבחנו במהלך ביצוע הערכת ה-SQ כוללים, בין היתר: (1) יכולותיו הטכנולוגיות של המנפיק. לרבות היבטי תיעוד, אבטחת מידע, ביקורת, רציפות עסקית ותגובה למצבי שוק משתנים; (2) מערך ארגוני ושירות לקוחות, לרבות היבטי איכות וניסיון ההנהלה והמנכ"ל, יכולת הלמידה מטעויות וכתובת הנהלים בחברה, לצד איכות ויעילות מערך שירות הלקוחות בחברה; (3) יכולתו התפעולית של נותן השירותים. לרבות התייחסות לצינור הכסף ומדרג ההרשאות.

חשוב לציין, כי במסגרת הערכת נותן השירותים תיעשה הבחנה בין סוגי התעודות ומאפייניהן התפעוליים והניהוליים (רמת המורכבות והחשיפות הגלומות בתפעול השוטף), ובהתאם לכך, הערכת איכות נותן השירותים תיעשה ביחס לפרמטרים הרלוונטיים לכל תעודה. בהתאם למאפייניה של כל תעודה, נוסף על הפרמטרים שצוינו לעיל, עשויים להילקח בחשבון שיקולים נוספים כגון איתנותו הפיננסית של נותן השירותים, אסטרטגיה עסקית, בעלי המניות, ניהול הסיכונים, היסטוריה תפעולית (Track Record) ותפקוד בתקופות משבר, מוניטין ותמיכה חיצונית וכיוצא בזה.

בנוסף, במקרים מסוימים, יידרש מנפיק תעודות הפיקדון להעמיד כרית תפעולית ייעודית, וזאת בין היתר, בהתאם להערכת איכות נותן השירותים ולמאפיינים התפעוליים והניהוליים של תעודות הפיקדון. בתעודות פיקדון בהן קיים פער בין יתרת קרן אגרות החוב לנכסים המגבים, במועד הנפקת התעודה, ייבחן היקף המקורות לעמידה בהוצאות תפעול המנפיק לאורך כל חיי התעודה. המקורות להוצאות התפעוליות לאורך כל חיי תעודת הפיקדון מהווים גורם מהותי בדירוג בכלל, ובפרט בתעודות בהן אין בידי החברה המנפיקה אפשרות לבצע פדיון מוקדם כפוי בכל נקודת זמן. בשל כך, במידה ואין מקורות מספקים לתפעול השוטף, אזי לא יוכל המנפיק לעמוד בהתחייבויותיו ולבצע פירעון מוקדם ומלא למשקיעים, אלא רק במועד הפירעון הסופי וזאת בהתאם לתנאי הפיקדונות.

### ניתוח המבנה המשפטי

במסגרת דירוג תעודות הפיקדון, מידרוג בוחנת את המבנה המשפטי של העסקה הכולל, בין היתר, את רמת בידוד סיכונים האשראי של החברה הייעודית, המנפיקה את תעודת הפיקדון, לרבות מערך השעבודים והביטחונות וכן את תפקיד הנאמן. המבנה כולל בדרך כלל חשבונות נפרדים לכל תעודה בהם מופקדים הנכסים המגבים של התעודה, ללא זכות קיזוז בין התעודות וביניהן לבין החברה המנהלת. חשבונות אלו ישועבדו לטובת הנאמן בעבור המשקיעים, בשעבוד קבוע או שוטף, ראשון או שני בדרגה, בהתאם לפעילות

בחשבון<sup>6</sup>. יש לציין, כי מבנה משפטי הולם, המגובה בחוות דעת משפטיות רלוונטיות, הינו תנאי סף לדירוג תעודות פיקדון על פי מתודולוגיה זו.

## שיקולים נוספים

ניתוח כושר החזר האשראי של תעודות פיקדון מבוסס על ניתוח איכותי וכמותי כאחד, בהתאם לשיקולים שתבחן ועדת הדירוג, שעניינם מאפיינים ייחודיים בתעודות הפיקדון, אשר עשויים או עלולים להקנות חשיבות יתר או חשיבות חסר לפרמטרים שהובאו בחשבון בדירוג. מידרוג מבצעת הערכות נוספות לניתוח הכמותי בקשר עם פרמטרים מרכזיים וכן ניתוח איכותי מקיף, לרבות הערכת סיכונים תפעוליים, סיכון צד ג' ו/או צד שילי לעסקה, היבטים משפטיים ומבנה העסקה, כמפורט לעיל. ניתוח מבנה העסקה בוחן את רמת בידוד סיכונים האשראי של החברה הייעודית, המנפיקה את תעודת הפיקדון. במסגרת ניתוח מבנה העסקה, נבחנים הסכמי הפיקדונות, הסכמי אי-קיצוז, מפל התשלומים, נתיב הכסף בעסקה, הבטחות, מגבלות חלוקה ועוד.

## מעקב

במסגרת המעקב אחר תעודות פיקדון נבחנת עמידה בכל המגבלות שהמנפיק קיבל על עצמו, כגון: יחס נכסים להתחייבויות, מבחן התזרים, סוג המכשירים המותרים להשקעה, דירוגי המוסדות הפיננסיים בהם מופקדים הפיקדונות, כריות הביטחון בעסקה וכן בדיקה כי אין שינוי ביכולת החברה לנהל את התעודות כנדרש. כמו כן, מתבצע מעקב מול הנאמן ומול החברה במקרים של תנודות מהותיות בשוק ההון. במקרים של תנודות מהותיות בשוק ההון, מידרוג עשויה לבצע בחינה מחודשת של הניתוחים הסטטיסטיים והכמותיים עליהם התבססה בניתוח הסיכונים במכשירים אלו ולעדכןם, במידת הצורך.

## דיווחים

דיווחי המנפיק לנאמן יכללו פירוט לגבי עמידתו בכלל הסיכונים אשר פורטו לעיל, לרבות אירועים מהותיים שקרו בקשר עם התפעול השוטף של תעודות הפיקדון. במסגרת דירוג תעודות הפיקדון, מוגדר במסמכי העסקה מנגנון דיווחים שוטפים לנאמן ולמידרוג אודות חריגות מתנאי המסמכים המשפטיים של תעודות הפיקדון או שינוי בתנאי או בתמהיל הפיקדונות בבנקים, בהם הופקדו הנכסים המגבים.

## הנחות יסוד במתודולוגית הדירוג

במתודולוגיות המתייחסות למימון מובנה, הנחות מפתח בדירוג הינן בדרך כלל הנחות בבסיס המתודולוגיה. הנחות היסוד במתודולוגיות הדירוג החלות על תעודות פיקדון כוללות שימוש בשיעורי ההפסד הצפוי, כמפורט לעיל.

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 שוק המימון, התרחשות אירועי קיצון, שינויים בסביבת התחרות, חידושים טכנולוגיים, שינויים רגולטוריים שונים או הליכים משפטיים.

## מגבלות

בחלקי הדוח הקודמים הוצגו פרמטרים רבים מהשיקולים הנוספים אשר יכולים להיות חשובים בקביעת הדירוג וכן הנחות יסוד מסוימות. בחלק זה, מוצגות מגבלות מודל הדירוג ומגבלות כלליות של המתודולוגיה.

## מגבלות ניתוח מבוסס מודל

ישנן סיבות שונות לשוני אפשרי בין התוצאה המשתמעת מהניתוח, בהתאם לשלבי התהליך הכמותי, לבין הדירוגים בפועל. ניתוח מבוסס מודל נועד להעריך בקירוב את כושר החזר האשראי של תעודות פיקדון ולסכם את הסיכונים העיקריים שהינם, בדרך כלל, בעלי ההשפעה הגדולה ביותר לקביעת דירוגים של מכשירים מסוג זה. הנחות היסוד בניתוח מבוסס מודל יכול שיתבססו על נתונים

<sup>6</sup> לדוגמא: בחשבון בו קיימת פעילות בנגזרים יירשם שיעבוד שוטף מדרגה שנייה, ואילו בחשבון בו מופקדות כריות תפעוליות יירשם שעבוד קבוע מדרגה ראשונה.

היסטוריים ו/או על נתוני תחזית ו/או באמצעות שילוב שלהם. החשיבות שניתנת בפועל לפרמטר מסוים עשויה להיות שונה מהותית, כתלות בנסיבות הספציפיות של המנפיק.

שיקולים שאינם מופיעים בשלבי תהליך הניתוח, לרבות אלו המפורטים בסעיף השיקולים הנוספים לעיל, עשויים להיות בעלי חשיבות לדירוג והחשיבות היחסית שלהם עשויה להיות שונה בין מנפיק למנפיק. כמו כן, יתכן כי שיקולים מתודולוגיים המפורטים במתודולוגיה או במתודולוגיות דירוג רחביות יהיו רלוונטיים לדירוגים בענף זה. יתרה מזאת, מכיוון שדירוגים הינם צופים פני עתיד, מידרוג לוקחת בחשבון הערכה של מגמות בדבר הסיכונים והגורמים הממתנים, באופן איכותי.

## מגבלות כלליות של המתודולוגיה

דוח מתודולוגי זה לא מכיל את פירוט כל הגורמים האפשריים אשר אנו עשויים לשקול בקביעת דירוגים בענף זה. חברות בענף זה עלולות לעמוד בפני סיכונים חדשים או שילוב חדש של סיכונים, ועשויות לפתח אסטרטגיות חדשות על מנת למתן את הסיכון. מטרטנו הינה לגלם בדירוגים את כלל שיקולי כושר החזר האשראי המהותיים וזאת מנקודת מבט צופה פני עתיד, ככל שניתן לאמוד את הסיכונים והגורמים הממתנים. דירוגים משקפים את הערכתנו לביצועים העתידיים של המנפיק, יחד עם זאת, ככל שעתיד זה הינו בטוח ארוך יותר, אי-הוודאות גדלה והיכולת לבצע הערכות מדויקות, הן במודל הדירוג והן בשיקולים הנוספים, יורדת בדרך כלל, ובכל מקרה, ניתוח צופה פני עתיד כפוף לאי-ודאות משמעותית.

## דוחות קשורים

דירוגי מידרוג נקבעים בהתבסס על מתודולוגיות הרלוונטיות לענף הפעילות. יחד עם זאת, שיקולים מתודולוגיים רחביים (המתוארים במתודולוגיה או מתודולוגיות דירוג רחביות) 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: 12.02.2025



## נספח א'

### תיאור שלבי אמידת ההפסדים הנובעים מפערי מח"מ

בהתאם לניתוח הסטטיסטי עבור נתוני הפסד היסטוריים עולה כי ההפסדים מתפלגים בקירוב על פי התפלגות ה-Lognormal, המשקפת זנב ימני ארוך. בהתאם לכך, יבוצע ניתוח ההפסדים ההיסטוריים בהתאם לשלבים שלהלן:

1. נוסחת הגדרת ההפסד - (0, תשואת פיקדונות - תשואה מובטחת למשקיעים) Max. נוסחת הגדרת ההפסד מחושבת ברמה היומית. בהתאם לנוסחה, במידה והתשואה המובטחת למשקיעים גבוהה מן התשואה המתקבלת בגין הפיקדונות, ייווצר הפסד (ערך חיובי בנוסחה).
2. אמידה של התוחלת (M) וסטיית התקן (Σ) של ההפסדים - בהנחה שההפסדים מתפלגים בדומה להתפלגות ה-Lognormal, אזי לערך הלוגריתמי של ההפסדים קיימת הסתברות להפסדים המתפלגים נורמאלית עם תוחלת (m) וסטיית תקן (σ), כאשר:

$$m = \log(M) - \frac{\sigma^2}{2} ; \sigma = \sqrt{\log \left[ 1 + \left( \frac{\Sigma}{M} \right)^2 \right]}$$

3. הגדרת כרית הביטחון המתאימה לשיעור ההפסד הנדרש, בהתאם לדירוג המבוקש.

## נספח ב'

להלן טבלה המדגימה את אופן חישוב סיכון האשראי, כפי שמוצג במתודולוגיית הדירוג של Moody's לקרנות כספיות. להלן שלוש דוגמאות: (1) פיקדון בבנק המדורג בדירוג Aa2, באופק יציב, ולתקופה של עד 60 ימים, יתמוך בפרופיל סיכון אשראי של Aaa; (2) פיקדון בבנק המדורג בדירוג Aa3, באופק יציב, ולתקופה של עד 5 ימים, יתמוך בפרופיל סיכון אשראי של Aaa; (3) פיקדון בבנק המדורג בדירוג Aa3, באופק יציב, ולתקופה של עד 90 ימים, יתמוך בפרופיל סיכון אשראי של Aa1.

Underlying Security Maturity (Days)	Aaa	Aa1	Aa2	Aa3	A1	A2
30	Aaa	Aaa	Aaa	Aa1	Aa1	Aa2
60	Aaa	Aaa	Aaa	Aa1	Aa2	Aa2
90	Aaa	Aaa	Aa1	Aa1	Aa2	Aa3
120	Aaa	Aaa	Aa1	Aa2	Aa2	Aa3
180	Aaa	Aaa	Aa1	Aa2	Aa3	A1
1 Year	Aaa	Aa1	Aa2	Aa3	A1	A2

\* This table illustrates schematically some of the outcomes of the credit matrix based on portfolios of different credit quality and maturity. The table is not a comprehensive representation of all the possible combinations of portfolio credit qualities and maturities as well as resulting outcomes under the credit matrix.

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

דירוגים שהונפקו על ידי מידרוג משקפים חוות דעת סובייקטיביות של מידרוג ביחס לסיכון האשראי היחסי העתידי של גופים, התחייבויות, חובות ו/או מכשירים פיננסיים דמויי חוב, נכון למועד פרסומם או אספקתם, וכל עוד מידרוג לא שינתה את הדירוג או הפסיקה אותו, וכל החומרים, המוצרים, השירותים והמידע שמידרוג מפרסמת או מספקת (להלן: "חומרי מידרוג"), עשויים לכלול חוות דעת סובייקטיביות כאמור לעיל.

מידרוג מגדירה סיכון אשראי כסיכון שהגוף המדורג עלול שלא לעמוד בהתחייבויותיו הפיננסיות החוזיות במועד, וכן ההפסד הכספי המשוער במקרה של כשל פירעון או במקרה של הפיכת החוב לפגום.

דירוגי מידרוג אינם מתייחסים לכל סיכון אחר, כגון סיכונים נזילות, שווי שוק, שינויים בשערי ריבית, תנודתיות מחירים או כל גורם אחר העשוי להשפיע על שוק ההון, למעט סיכונים אשראי.

אין לראות בדירוגים של מידרוג, בהערכות שאינן בדבר סיכונים אשראי (להלן: "הערכות מידרוג") או בכל חוות דעת הכלולה בחומרי מידרוג, עובדות או נתונים היסטוריים. חומרי מידרוג עשויים לכלול גם הערכות כמותיות של סיכונים אשראי, המבוססות על מודלים, וכן חוות דעת והערות בנוגע להערכות אלו.

דירוגי האשראי של מידרוג, הערכות מידרוג, חוות דעת של מידרוג וחומרי מידרוג אחרים, אינם מהווים יעוץ השקעות או יעוץ פיננסי, ואינם בגדר המלצה לרכוש ניירות ערך כלשהם, למכור אותם או להחזיק בהם.

דירוגי האשראי של מידרוג, הערכות מידרוג, חוות הדעת של מידרוג וחומרי מידרוג אחרים, אינם בגדר חוות דעת לגבי ההתאמה של השקעה כלשהי לצרכיו של משקיע מסוים.

מידרוג מנפיקה דירוגי אשראי, הערכות וחוות דעת אחרות ומפרסמת או מספקת את חומרי מידרוג מתוך הנחה וציפייה כי כל משקיע ינקוט זהירות ראויה ויבצע הערכות משלו בדבר הכדאיות של רכישה, מכירה או המשך החזקה בכל נייר ערך. מידרוג ממליצה לכל משקיע פרטי להיוועץ ביעוץ מקצועי לגבי כדאיות ההשקעה, לגבי הדין החל, ולגבי כל עניין מקצועי אחר, בטרם יחליט החלטה כלשהי לגבי השקעות.

דירוגי מידרוג, הערכות מידרוג וכל חוות דעת או חומרי מידרוג אחרים, אינם מיועדים לשימוש על ידי משקיעים פרטיים. משקיעים פרטיים מזהירים בזאת שלא לבסס החלטות השקעה על חומרי מידרוג. משקיע פרטי שביסס החלטות בענייני השקעות על חומרי מידרוג, ינהג בכך בצורה פזיזה וחסרת אחריות. מידרוג ממליצה לכל משקיע פרטי להיוועץ ביועץ פיננסי או ביועץ מקצועי אחר בטרם יקבל החלטה כלשהי לגבי השקעות.

כל המידע הכלול במסמך זה הוא מידע המוגן על פי דין, כולל, בין היתר, מכוח דיני זכויות יוצרים וקניין רוחני. אין להעתיק את כל המידע או חלק כלשהו ממנו או לסרוק אותו, לשכתב אותו, להפיצו, להעבירו, לשכפל אותו, להציגו, לתרגמו או לשימוש נוסף למטרה כלשהי, בכל דרך שהיא, ללא אישורה של מידרוג בכתב ומראש.

לצורך חוות הדעת שמידרוג מפקיה, מידרוג משתמשת בסולמות דירוג, בהתאם להגדרות המפורטות בכל סולם. הסימול שנבחר על מנת לשקף את דעתה של מידרוג לגבי סיכון האשראי, משקף אך ורק הערכה יחסית של אותו סיכון. הדירוגים של מידרוג אינם נערכים על פי סולם גלובלי - הינם חוות דעת לגבי כושר החזר האשראי של המנפיק או ההנפקה באופן יחסי לזה של מנפיקים או הנפקות אחרים בישראל.

דירוגי האשראי, ההערכות וחוות הדעת של מידרוג וחומרי מידרוג אינם מיועדים לשימוש כ"בנצ'מרק", במשמעותו של מונח זה בהקשר הרגולטורי, ואין להשתמש בהם בכל דרך אשר עלולה להוביל לכך שהם ייחשבו "בנצ'מרק".

#### מידרוג איננה מעניקה שום אחריות, מפורשת או משתמעת, ביחס לרמת הדיוק של כל דירוג, הערכה או חוות דעת אחרת או מידע שנמסרו או נצרו על ידי מידרוג בכל דרך ואופן שהוא, או ביחס להיותם נכונים למועד מסוים, או ביחס לשלמותם, לסחירותם או להתאמתם למטרה כלשהי.

כל המידע הכלול בדירוגים של מידרוג, בהערכות של מידרוג, בחוות הדעת של מידרוג ובחומרי מידרוג (להלן: "המידע"), נמסר למידרוג על ידי מקורות מידע הנחשבים בעיניה לאמינים ומדיקים. יחד עם זאת, והיות שתמיד תיתכן טעות אנוש או תקלה טכנית, וכן בשל גורמים אחרים, כל המידע הנכלל במסמך הזה מסופק כפי שהוא (as is) בלי שום אחריות משום סוג שהוא.

מידרוג איננה אחראית לנכונותו של המידע. מידרוג נוקטת אמצעים סבירים כדי שהמידע שהיא משתמשת בו לצורך הדירוג יהיה באיכות מספקת וכי יגיע ממקורות הנחשבים בעיניה לאמינים, לרבות מידע שהתקבל מצדדים שלישיים בלתי תלויים, ככל שהדבר רלבנטי. יחד עם זאת, מידרוג איננה גוף המבצע ביקורת ולכן איננה יכולה לאמת או לתקן את המידע שהתקבל בכל מקרה ומקרה בסולם מהלך תהליך הדירוג או במהלך הכנת חומרי מידרוג.

התוכן של חומרי מידרוג איננו חלק מן המתודולוגיה של מידרוג, למעט אותם חלקים בתוכן אשר לגביהם מצוין במפורש כי הם מהווים חלק מן המתודולוגיה.

בכפוף לאמור בכל דין, מידרוג, הדירקטורים שלה, נושאי המשרה שלה, עובדיה, שלוחיה, נציגיה, כל גורם שהעניק למידרוג רישיון, וכן ספקיה (להלן: "אנשי מידרוג"), לא יישאו באחריות כלפי כל אדם או גוף בגין כל נזק או הפסד עקיף, מיוחד, תוצאתי או נלווה, אשר ינבע מן המידע שבמסמך זה או משימוש במידע כאמור או מאי יכולת להשתמש במידע כאמור, וזאת אף אם נאמר למידרוג או למי מאנשי מידרוג, כי נזק או הפסד כאמור עלולים להתרחש. מבלי לגרוע מכלליות האמור לעיל, מידרוג לא תישא באחריות: (א) לאובדן רווחים בהווה או בעתיד; (ב) לאובדן או לנזק הנובעים ממכשיר פיננסי שלא עמד במוקד דירוג אשראי ספציפי של מידרוג.

בכפוף לאמור בכל דין, מידרוג ואנשי מידרוג לא יישאו באחריות כלפי כל אדם או גוף בגין כל נזק או הפסד ישירים הנובעים מן המידע הכלול במסמך זה, או משימוש בו או מאי היכולת להשתמש בו, כולל, בין היתר, בגין נזק או הפסד שנובעים מרשלנות מצדם (למעט מרמה, פעולה בזדון או כל פעולה אחרת שהדין אינו מתיר לפטור מאחריות בגינה), או מאירוע בלתי צפוי, בין אם אותו אירוע הוא בשליטתם של מידרוג או אנשי מידרוג, ובין אם לאו.

מידרוג אימצה מדיניות ונהלים לעניין עצמאות הדירוג ותהליכי הדירוג.

כל דירוג, הערכה או חוות דעת שהונפקו על ידי מידרוג עשויים להשתנות כתוצאה משינויים במידע שעליו התבססו ו/או כתוצאה מקבלת מידע חדש ו/או מכל סיבה אחרת. כשרלבנטי, עדכונים ו/או שינויים בדירוגים מופיעים באתר האינטרנט של מידרוג שכתובתו [www.midroog.co.il](http://www.midroog.co.il).