

סולמות והגדרות הדירוג של מידרוג

אוגוסט 2026

אנשי קשר:

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

הקדמה

במסמך שלהלן מובאים סולמות הדירוג המשמשים את מידרוג וכן הגדרות שונות הקשורות בדירוגים ובמוצרים נוספים שאינם דירוגי אשראי. מטרת המסמך הינה לייצר שקיפות ביחס לסולמות והגדרות אלו ולהציגם באופן ברור ופשוט, ככל הניתן.

סולמות דירוג האשראי של מידרוג

דירוגי האשראי מוצגים למנפיקים, התחייבויות או מכשירים פיננסיים בהתאם לסולמות הדירוג של מידרוג והם חוות דעת צופות פני עתיד בקשר לכושר החזר האשראי ביחס למנפיקים מקומיים אחרים.

הגדרת מידרוג לכושר חזר אשראי הינה יכולת המנפיק לעמוד בהתחייבויות החוזיות (ההסתברות לכשל פירעון) וההפסד במקרה של כשל פירעון או אירוע פגימה (הפסד בקרות כשל), כאשר ניתן להתייחס לשילוב בין השניים כאל ההפסד הצפוי.

מידרוג שואפת לשקף בדירוגי האשראי את הפסדי האשראי הצפויים במידרג אורדינלי (יחסי), קרי, כי ההפסד הצפוי של דירוגים נמוכים יהיה גבוה מההפסד הצפוי של דירוגים גבוהים¹. חוות דעתה של מידרוג ביחס לכושר החזר האשראי, כהגדרתו לעיל, מוצגת לאורך כל הנקודות בסולם הדירוג של מידרוג.

יחד עם זאת, בדרך כלל מידרוג אינה כוללת את ההסתברות לכשל פירעון או ההפסד בקרות כשל כערכים כמותיים נפרדים בתהליך הדירוג, אלא מעריכה את יכולת המנפיק לעמוד בהתחייבויותיו ושיעור השיקום בקרות כשל פירעון או אירוע פגימה, ביחס למנפיקים מדורגים אחרים, תוך שימוש בפרמטרים המפורטים במתודולוגיות הדירוג.

כמו כן, בדירוגי מכשירים פיננסיים שונים מידרוג לוקחת בחשבון את מאפייניהם הספציפיים, העשויים להשפיע על גובה ההפסד הצפוי בקרות כשל פירעון² אם אינה מעריכה כמותית את ההפסד בקרות כשל פירעון, אלא אם ארע אירוע כשל פירעון. על מנת לשקף את השונות בהפסד הצפוי לאורך מבנה ההון (המשקף את מאפייניו של המכשיר הפיננסי הספציפי) ההפסד הצפוי ולכן גם הדירוג של מכשיר פיננסי עשוי להיות שונה מדירוג המנפיק.

ביחס לדירוגים הנקבעים למניות בכורה ומכשירים היברידיים בהם אין הגדרת אירוע כשל פירעון או שהגדרה זו אינה תואמת לציפיית המשקיעים לתשלום עיתי, דירוגים אלו משקפים את ההסתברות להפיכת המכשיר לפגום וההפסד הצפוי בקרות אירוע פגימה. להגדרות מכשיר פגום ראו בהמשך מסמך זה.

היות ודירוגי האשראי של מידרוג מתייחסים להפסד הצפוי, ניתוח דירוגי האשראי של מכשירי חוב או מנפיקים בכשל פירעון ומכשירים פגומים (מנפיקים של מכשירי חוב אשר הסבירות לכשל מוערכת כוודאית או ממשית, שכן מכשירים אלו כבר בכשל פירעון או בסבירות גבוהה מאוד לכשל פירעון), כולל את שיעור השיקום כאלמנט מרכזי בניתוח.

המכשירים הפיננסיים אשר מידרוג מתייחסת אליהם בדירוגיה הינם כאלו המחייבים תשלום מוגדר, אשר יכול שישתנה כתוצאה ממקורות משתנים סטנדרטיים (כגון: ריבית משתנה ו/או הצמדה למדד המחירים), עד למועד מוגדר וזאת ללא קשר ליכולת אכיפתם³. דירוגי מידרוג אינם מתייחסים למקורות משתנים שאינם סטנדרטיים ביחס לקרן ההתחייבות (למשל: הצמדה למדד מניות), למעט אם בדוח הדירוג הראשוני נכתב אחרת⁴.

¹ דירוגים של מכשירים פיננסיים מסוימים כגון חובות נחותים מסוגים שונים, נקבעים באופן יחסי לדירוג המנפיק (מספר דרגות דירוג מתחת לדירוג המנפיק).

² למאפיינים כגון דרגת הבכירות של המכשיר הפיננסי וכן תמיכות/בטוחות ותנאים שונים של המכשיר עשויה להיות השפעה על הדירוג וזאת בהתאם לשיקולים המפורטים במתודולוגיות הדירוג הרלוונטיות.

³ לדירוגי מנפיק ראו הגדרה בהמשך המסמך. במקרים מסוימים, כושר החזר האשראי מתייחס לצד ג', בנוסף או במקום המנפיק. כגון: מכשירי CLN (Credit Linked Notes) או מכשירים בערבות.

⁴ מידרוג אינה מסווגת את הסוגים השונים של מקורות משתנים שאינם סטנדרטיים, שכן סוגי המאפיינים של מכשירים פיננסיים אינו מוגבל. יחד עם זאת, דוגמאות למקורות כאלו כוללים: מדדים שונים, שווי מניות ותזרימים, קנסות פירעון מוקדם והתחייבות לתשלום שאינו מוגדר במועד תחילת העסקה. כמו כן, לפירוט נוסף ביחס לסוגי המכשירים ההיברידיים המדורגים על ידנו ראו בדוח המתודולוגי באתר מידרוג www.midroog.co.il.

דירוגים לזמן ארוך מוצבים למנפיקים, התחייבויות או מכשירים פיננסיים עם מועד פירעון מקורי של שנה או יותר ולהערכת מידרוג משקפים את כושר החזר האשראי של המנפיק ביחס למנפיקים מקומיים אחרים. כמו כן, מידרוג קובעת דירוגים בסולם הדירוג לזמן קצר. דירוג לזמן קצר ניתן להתחייבויות או מכשירים פיננסיים, אשר במועד הנפקתם המועד לפדיון הינו עד שנה. לסולמות הדירוג ראו בהמשך מסמך זה.

סולם דירוג מקומי לזמן ארוך

Aaa.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים Aaa.il מציגים, על פי שיפוטת של מידרוג, כושר החזר אשראי הגבוה ביותר יחסית למנפיקים מקומיים אחרים.
Aa.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים Aa.il מציגים, על פי שיפוטת של מידרוג, כושר החזר אשראי גבוה מאד יחסית למנפיקים מקומיים אחרים.
A.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים A.il מציגים, על פי שיפוטת של מידרוג, כושר החזר אשראי גבוה יחסית למנפיקים מקומיים אחרים.
Baa.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים Baa.il מציגים, על פי שיפוטת של מידרוג, כושר החזר אשראי בינוני יחסית למנפיקים מקומיים אחרים והם עלולים להיות בעלי מאפיינים ספקולטיביים מסוימים.
Ba.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים Ba.il מציגים, על פי שיפוטת של מידרוג, כושר החזר אשראי חלש יחסית למנפיקים מקומיים אחרים והם בעלי מאפיינים ספקולטיביים.
B.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים B.il מציגים, על פי שיפוטת של מידרוג, כושר החזר אשראי חלש מאוד יחסית למנפיקים מקומיים אחרים והם בעלי מאפיינים ספקולטיביים משמעותיים.
Caa.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים Caa.il מציגים, על פי שיפוטת של מידרוג, כושר החזר אשראי חלש ביותר יחסית למנפיקים מקומיים אחרים והם בעלי מאפיינים ספקולטיביים משמעותיים ביותר.
Ca.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים 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.
C.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים 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.

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.

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 אי-תשלום של תשלומי דיבידנד, ריבית או קרן, אשר עשויים לגרום למכשיר להפוך לפגום⁵ בקרות אי-תשלום כזו. כמו כן, מכשירים היברידיים עשויים להיות כפופים למחיקות של קרן בהתאם לתנאיהם, וכתוצאה מכך עשויים להפוך למכשירים פגומים. הדירוג לזמן ארוך יחד עם האינדיקטור (hyb), משקף את כושר החזר האשראי היחסי של ההתחייבות המסומנת באינדיקטור זה. לפירוט נוסף בדבר השימוש באינדיקטור (hyb) ראו במסמך "אינדיקטור (hyb) בדירוג מכשירים פיננסיים של בנקים וחברות ביטוח" באתר מידרוג www.midroog.co.il.

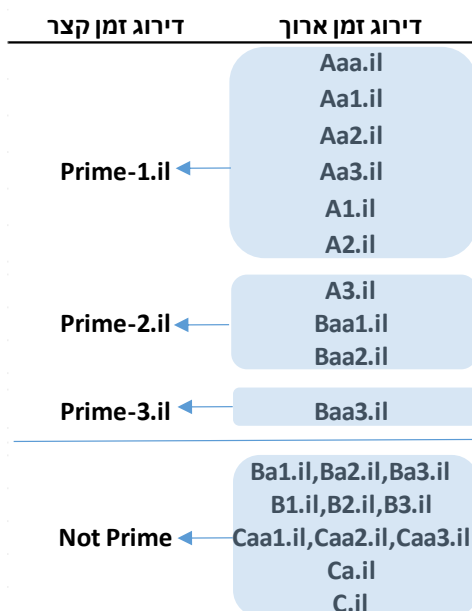
⁵ להגדרת חוב פגום הנכם מוזמנים לעיין בהמשך מסמך זה.

סולם דירוג מקומי לזמן קצר

P-1.il	מנפיקים המדורגים Prime-1.il הינם, על פי שיפוטת של מידרוג, בעלי יכולת טובה מאוד לעמוד בהתחייבויותיהם לטווח קצר יחסית למנפיקים מקומיים אחרים.
P-2.il	מנפיקים המדורגים Prime-2.il הינם, על פי שיפוטת של מידרוג, בעלי יכולת טובה לעמוד בהתחייבויותיהם לטווח קצר יחסית למנפיקים מקומיים אחרים.
P-3.il	מנפיקים המדורגים Prime-3.il הינם, על פי שיפוטת של מידרוג, בעלי יכולת בינונית לעמוד בהתחייבויותיהם לטווח קצר יחסית למנפיקים מקומיים אחרים.
NP.il	מנפיקים המדורגים Not Prime.il, על פי שיפוטת של מידרוג, אינם משתייכים לאף אחת מ-3 קטגוריות ה-Prime שלעיל.

הקשר בין סולם הדירוג לזמן הארוך לבין סולם הדירוג לזמן הקצר

הטבלה שלהלן מפרטת את דירוגי הזמן הארוך המתאימים לדירוגי הזמן הקצר⁶, ככל שדירוגי הזמן הארוך קיימים.



סוגי התחייבויות ומנפיקים המדורגים בדירוג לזמן ארוך ולזמן קצר

התחייבויות לזמן ארוך ולזמן קצר

מידרוג מציבה דירוגים להתחייבויות לזמן ארוך ולהתחייבויות לזמן קצר. דירוג לזמן ארוך ניתן למנפיקים, התחייבויות או מכשירים פיננסיים, אשר במועד הנפקתם מועד הפדיון שלהם הינו שנה ומעלה, ומשקף את חוות דעתה של מידרוג ביחס לסבירות של כשל פירעון או אירוע פגימה של התחייבות פיננסית חוזית והערכת ההפסד במקרה של כשל פירעון או אירוע פגימה, בהשוואה למנפיקים מקומיים אחרים. דירוג לזמן קצר ניתן להתחייבויות או מכשירים פיננסיים, אשר במועד הנפקתם המועד לפדיון הינו עד שנה ומשקף את חוות דעתה של מידרוג ביחס לכושר החזר האשראי ביחס להתחייבויות לזמן קצר, בהשוואה למנפיקים מקומיים אחרים. חוות הדעת ביחס

⁶ הכל בהתאם ובכפוף למתודולוגית "דירוג זמן קצר", ניתן לעיין במתודולוגיה באתר מידרוג.

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

לכושר החזר האשראי הנגזר מהדירוג לזמן הארוך והשלכתו על יכולת המנפיק לעמוד בהתחייבות לזמן הקצר והסברים להגדרות אלו, מובאים במלואם במתודולוגיה "דירוגים לזמן קצר" 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 פירעון.

דירוג Credit Default Swap (CDS)

דירוג CDS בוחן את הסיכון הגלום בהתחייבותו של מספק ההגנה ביחס לאירועי אשראי (credit protection provider) בהתאם לתנאי העסקה. דירוג ה-CDS אינו מתייחס להפסדים אפשריים כתוצאה מהפסקה מוקדמת של העסקה או סיכויי 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. הדירוג משקף גם את ההפסד הצפוי בקרות כשל.

דירוג מנפיק - Issuer Rating

דירוג מנפיק הינו הערכת מידרוג ביחס ליכולת המנפיק לעמוד בהתחייבויות הפיננסיות הבכירות והלא מובטחות. דירוגי 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 למנפיקים אשר לגביהם חל ניתוח חדלות פירעון משותפת (למשל: בנקים וגופים הקשורים למדינה). דירוג מנפיק אינו מגלם הסדרי תמיכה, כגון ערבויות, החלים רק על התחייבויות בכירות לא מובטחות ספציפיות (ולא לכולן).

סוגי דירוגים וסימונים נוספים

דירוגי מימון מובנה

מידרוג מבחינה בין דירוגי מימון מובנה ויתר הדירוגים (כגון: דירוג תאגידים, 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 שבאמצעות יישום מתודולוגיות הדירוג, ביצועי דירוגי מימון מובנה ויתר הדירוגים יהיו דומים בטווח הארוך⁸. לפירוט נוסף בדבר השימוש באינדיקטור (sf) ראו במסמך "אינדיקטור (sf) בדירוגי מימון מובנה" באתר מידרוג www.midroog.co.il.

דירוג מותנה

מידרוג מציבה דירוגים מותנים למנפיקים או מכשירים פיננסיים כאשר קביעת הדירוג כפופה למילוי התניות מסוימות אשר עשויות להשפיע על הדירוג. דוגמאות להתניות כאלה הינן מסמכים סופיים או התקיימות תנאים/אירועים/נסיבות מסוימים שמפורטים, כאשר

⁸ כמו דירוגים אחרים, גם דירוגי מימון מובנה משקפים את הסבירות לכשל והן את ההפסד הצפוי בקרות כשל. קביעת דירוגי מימון מובנה, מבוססת על הערכת מידרוג ביחס להפסד הצפוי (הסבירות לכשל מוכפלת את ההפסד הצפוי בקרות כשל) של המכשיר הפיננסי וייתכן שיהיו כפופים למגבלה לפיה הדירוג הסופי שייקבע לא יעלה על מספר דרגות דירוג מסוים (בדרך כלל 3-5 דרגות דירוג) מעל הדירוג שהיה נקבע בהתבסס על ההסתברות לכשל בלבד. כחלק מהשיקולים המשפיעים על עוצמת מגבלה זו בקביעת הדירוג, בדרך כלל יילקחו בחשבון גובה הדירוג, גיל העסקה (seasoning) ורמת אי הודאות בהערכת ההפסד הצפוי וההסתברות לכשל.

הדירוג רגיש לשינויים בהם. כאשר התניות כאלו לא מופיעות, ניתן לקבוע דירוג גם בהתבסס על מסמכים שאינם עדיין סופיים. עם התקיימות ההתניות הרלוונטיות, סימול הדירוג כמותנה (P)⁹ יוסר מהדירוג.

הפסקת דירוג

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

דירוג מכשירים מנוהלים עוקבים MLC¹⁰

דירוג MLC הינו הערכת מידרוג בדבר יכולת המנפיק לעמוד בהתחייבויותיו כלפי מחזיקי ה-MLC (להלן בפסקה זו: "המכשירים"), בהתאם להתחייבויות במסמכים המשפטיים הרלוונטיים (כגון: תשקיף, שטר הנאמנות, דוח הצעת מדף וכיוצא בזה). הדירוג משקף את הערכת מידרוג למידת הסיכון שבידי המנפיק לא יהיו, נכסים מספקים במועד הרלוונטי, לפדות את המכשירים (i) לשווי הכספי של הנכסים הפיננסיים הנעקבים או למדד הנעקב; או (ii) לנכסים הפיננסיים עצמם (לפי העניין), בניכוי דמי ניהול ועמלת המרה, בהתאם לתנאי מסמכי העסקה הרלוונטיים. למען הסר ספק, הדירוג אינו מתייחס לתשואות או ההפסדים במכשירים, כתוצאה משינויים במדד הרלוונטי או בנכסים הפיננסיים. לסולם הדירוג הרגיל יתווסף הסימול MLC המיוחס לדירוג מכשירים מנוהלים עוקבים.

סולם דירוג מכשירים מנוהלים עוקבים Managed Linked Certificate (MLC)

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

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

⁹ Provisional.

¹⁰ MLC - Managed Linked Certificates

דירוג תעודות התחייבות (ILC) - Index Linked Certificate

דירוג ILC לתעודות התחייבות (Notes) המתייחס לאג"ח/התחייבות צמודי מדד נעקב מסוים, הכולל ריבית ומטבע ומשקף את הערכת מידרוג למידת יכולתו של המנפיק להשיב למחזיקי תעודות ההתחייבות את תשלום הקרן והריבית (לפי העניין) במועדי התשלום ובהתאם לתנאים הקבועים במסמכי העסקה. הדירוג אינו מתייחס לסיכון שוק (לא משקף את ההפחתה האפשרית בסכום קרן ההתחייבות או תשואות). לסולם הדירוג הרגיל יתווסף הסימול ^{ILC}, המציין כי הדירוג הינו של תעודות התחייבות ILC.

סולם דירוג תעודות התחייבות (ILC) - Index Linked Certificate

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

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

דירוג אינדיקטיבי (Indicative Rating)

דירוג אינדיקטיבי הוא חוות דעת למועד נתון בדבר דירוג האשראי הפוטנציאלי של מנפיק, או הנפקת חוב מוצעת על ידי מנפיק, השוקל הנפקת חוב כזו במועד עתידי כלשהו. דירוגים אינדיקטיביים אינם מהווים ואינם משקפים דירוג אשראי רגיל, ונדרשת הערכה ו/או מידע נוספים על מנת לקבוע דירוג אשראי רגיל. דירוג אינדיקטיבי אינו במעקב, הינו סודי, הוא מיועד לשימוש פנימי של מזמין הדירוג ואינו מיועד לפרסום. דירוגים אינדיקטיביים חלים על מנפיקים או מכשירים פיננסיים שאינם מדורגים על ידי מידרוג במועד מתן הדירוג האינדיקטיבי.

ציון יחסי לנכסים ולשירותים אחרים

הערכת איכות ניהול ההשקעות של מנהלי נכסים - Investment Manager Quality (MQ) Assessment

הערכת איכות ניהול ההשקעות של מנהלי נכסים ("הערכת MQ") הינה חוות דעת צופת פני עתיד בנוגע לאיכות ניהול ההשקעות על ידי מנהלי נכסים (ישויות שעיסוקן המרכזי כולל ניהול השקעות ונכסים, והנבת תשואה עבור אחרים), בהשוואה לאחרים. הערכת ה-MQ אינה מתייחסת ליכולת מנהל הנכסים להשיב התחייבות פיננסית קבועה, או לעמוד בהתחייבויות פיננסיות חוזיות, בין אם ישירות על ידי מנהל הנכסים ובין אם באמצעות אחת מההשקעות שבוצעו. הערכת ה-MQ גם אינה בוחנת או מעריכה את התשואות או ההפסדים הצפויים, השווי הנכסי והתנודתיות בנכסים ואינה מהווה דירוג אשראי.

הערכת ה-MQ בוחנת ומעניקה חוות דעת בדבר איכות המאפיינים הניהוליים של מנהל הנכסים, בהתאם להגדרות כדלקמן:

MQ1.il	איכות ניהול ההשקעות של מנהל הנכסים מוערכת כגבוהה מאוד וזאת בהתבסס על שקלול מאפייני הניהול, וזאת בהשוואה לגופים מקומיים אחרים.
MQ2.il	איכות ניהול ההשקעות של מנהל הנכסים מוערכת כגבוהה וזאת בהתבסס על מאפייני הניהול, וזאת בהשוואה לגופים מקומיים אחרים.
MQ3.il	איכות ניהול ההשקעות של מנהל הנכסים מוערכת כבינונית וזאת בהתבסס על שקלול מאפייני הניהול, וזאת בהשוואה לגופים מקומיים אחרים.
MQ4.il	איכות ניהול ההשקעות של מנהל הנכסים מוערכת כמספקת וזאת בהתבסס על שקלול מאפייני הניהול, וזאת בהשוואה לגופים מקומיים אחרים.
MQ5.il	איכות ניהול ההשקעות של מנהל הנכסים מוערכת כחלשה וזאת בהתבסס על שקלול מאפייני הניהול, וזאת בהשוואה לגופים מקומיים אחרים.

שירותים גלויים

שירות הערכת דירוג (Rating Assessment Service)

שירות הערכת דירוג הינו חוות דעת בנוגע לדירוג האשראי הפוטנציאלי או ההשפעה הפוטנציאלית על דירוג אשראי נוכחי, וזאת בהינתן תרחיש היפותטי קונקרטי אחד או יותר, כאשר התרחיש מועבר למידרוג בכתב על ידי הישות המזמינה את שירות הערכת הדירוג. הערכת הדירוג הינה סודית, אינה מפורסמת, מיועדת לשימוש פנימי של מזמין השירות. הערכת הדירוג אינה תחת מעקב והינה למועד נתון. הערכת הדירוג אינה מהווה ואינה משקפת דירוג אשראי רגיל. במידה וייקבע, במועד מאוחר יותר דירוג אשראי בהתממש התרחיש הנבחן, גובה הדירוג עשוי להיות שונה מהערכת הדירוג.

תרחיש הינו (1) עסקה/פרייקט ו/או הנפקת חוב מוצעת 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 (2) עסקה ראשונית/פרייקט ו/או הנפקת חוב מוצעים או עסקה/פרייקט ו/או הנפקת חוב מוצעים המהווה גרסה שונה מהותית מהאמור, לרבות שינוי מהותי בהיקף החוב שנלקח בחשבון בתרחיש.

תחזית דירוג

תחזית דירוג היא חוות דעת ראשונית, אינה מפורסמת, למועד נתון, ביחס לכושר החזר האשראי המשוער של יישות לא מדורגת או מכשיר פיננסי של יישות לא מדורגת, בהתייחס לחוזקות וחולשות כלליות של החייב ביחס לחייבים אחרים. אומנם תחזיות דירוג מבוטאות בסולם דירוג האשראי של מידרוג, אך הן אינן דירוגי אשראי ואינן נקבעות על ידי וועדות דירוג. אילו מידרוג הייתה עורכת ניתוח התואם דירוג מלא, התוצאה הייתה עשויה להיות שונה באופן משמעותי מתחזית הדירוג. נציין כי מידרוג תדווח נתונים שהתקבלו בקשר עם בקשות לתחזיות דירוג במסגרת הדוח השנתי, כלל ונדרש בתקנות¹, המסדירות את פעילותן של חברות דירוג.

הערכת איכות נותן שירותים (SQ - Servicer Quality Assessment)

הערכת איכות נותן השירותים היא הערכת מידרוג בדבר איכות פעילות תפעול ההלוואות של נותן השירותים. הערכה זו אינה מתייחסת לאיכות האשראי של הנכסים אשר בטיפולו של נותן השירותים. יצוין כי למועד כתיבת מסמך זה, מידרוג מבצעת הערכות איכות נותן שירותים כחלק מתהליך הדירוג של מכשירים פיננסיים מסוימים.

הערכת יזם (OA - Originator Assessment)

הערכת יזם הינה הערכת מידרוג בדבר איכות פעילות התפעול של ייזום ההלוואות על ידי יזם ההלוואות. יצוין כי למועד כתיבת מסמך זה, מידרוג מבצעת הערכות יזם עסקה כחלק מתהליך הדירוג של מכשירים פיננסיים מסוימים.

הערכות המשמשות כנתוני קלט בדירוגים

הערכות אלה אינן מהוות דירוגי אשראי. אופן השימוש בהערכות אלו מתואר במתודולוגיות הדירוג הרלוונטיות, במסגרתן הן משמשות.

הערכת אשראי (Credit Estimates)

הערכת אשראי הינה חוות דעת בדבר איכות האשראי המקורבת של התחייבות, מכשיר פיננסי, או מנפיק. ההערכה אינה מפורסמת והינה למועד נתון. הגם שהערכת אשראי מבטאות בסולם הדירוג הרגיל של מידרוג, הערכת אשראי אינה מהווה ואינה משקפת דירוג אשראי רגיל. ככל וייקבע דירוג אשראי הוא עשוי להיות שונה באופן משמעותי מהערכת האשראי. כמו כן, הערכת האשראי אינה במעקב, יחד עם זאת, 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 כנתון קלט לדירוגי אשראי רגילים.

הערכת אשראי בסיסית (Baseline Credit Assessment (BCA)

ה-BCA הינה הערכת מידרוג לאיתנות הפיננסית הפנימית של המנפיק, בהיעדר תמיכה חיצונית יוצאת דופן של חברה קשורה¹² או תמיכת מדינה.

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

מערכות יחסים חוזיות בין המדינה או חברה קשורה למנפיק הנתמך וצפי לסובסידיות שנתיות שוטפות מהמדינה או מחברה קשורה גלומות ב-BCA ולכן נחשבות כפנימיות ביחס לאיתנות הפיננסית של המנפיק. תמיכה יוצאת דופן הינה בדרך כלל בעלת אופי ייחודי ונועדה למנוע מהמנפיק להפוך לחדל פירעון.

ה-BCA מסומן בסולם דירוג אלפא-נומרי באותיות קטנות, בהתאם לסולם הדירוג האלפא-נומרי לזמן ארוך.

¹² גוף קשור, לרבות, חברת אם, התאגדות קשורה אחרת, ומשקיעים מהותיים (בדרך כלל בעלות בשיעור העולה על 20% מזכויות ההצבעה). מדינה, לרבות שלטון מקומי, אזורי או מדיני.

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

aaa.il	מנפיקים או הנפקות המוערכים aaa.il מציגים, על פי שיפוט של מידרוג, איתנות פיננסית פנימית או בלתי תלויה (עצמאית), הגבוהה ביותר יחסית למנפיקים מקומיים אחרים, בהיעדר כל אפשרות לתמיכה חיצונית יוצאת דופן מחברה קשורה או מהמדינה.
aa.il	מנפיקים או הנפקות המוערכים aa.il מציגים, על פי שיפוט של מידרוג, איתנות פיננסית פנימית או בלתי תלויה (עצמאית), גבוהה מאוד יחסית למנפיקים מקומיים אחרים, בהיעדר כל אפשרות לתמיכה חיצונית יוצאת דופן מחברה קשורה או מהמדינה.
a.il	מנפיקים או הנפקות המוערכים a.il מציגים, על פי שיפוט של מידרוג, איתנות פיננסית פנימית או בלתי תלויה (עצמאית), גבוהה יחסית למנפיקים מקומיים אחרים, בהיעדר כל אפשרות לתמיכה חיצונית יוצאת דופן מחברה קשורה או מהמדינה.
baa.il	מנפיקים או הנפקות המוערכים baa.il מציגים, על פי שיפוט של מידרוג, איתנות פיננסית פנימית או בלתי תלויה (עצמאית), בינונית למנפיקים מקומיים אחרים, בהיעדר כל אפשרות לתמיכה חיצונית יוצאת דופן מחברה קשורה או מהמדינה והם עלולים להיות בעלי מאפיינים ספקולטיביים מסוימים.
ba.il	מנפיקים או הנפקות המוערכים ba.il מציגים, על פי שיפוט של מידרוג, איתנות פיננסית פנימית או בלתי תלויה (עצמאית), חלשה יחסית למנפיקים מקומיים אחרים, בהיעדר כל אפשרות לתמיכה חיצונית יוצאת דופן מחברה קשורה או מהמדינה והם בעלי מאפיינים ספקולטיביים.
b.il	מנפיקים או הנפקות המוערכים b.il מציגים, על פי שיפוט של מידרוג, איתנות פיננסית פנימית או בלתי תלויה (עצמאית), חלשה מאוד יחסית למנפיקים מקומיים אחרים, בהיעדר כל אפשרות לתמיכה חיצונית יוצאת דופן מחברה קשורה או מהמדינה והם בעלי מאפיינים ספקולטיביים משמעותיים.
caa.il	מנפיקים או הנפקות המוערכים caa.il מציגים, על פי שיפוט של מידרוג, איתנות פיננסית פנימית או בלתי תלויה (עצמאית), חלשה ביותר למנפיקים מקומיים אחרים, בהיעדר כל אפשרות לתמיכה חיצונית יוצאת דופן מחברה קשורה או מהמדינה והם בעלי מאפיינים ספקולטיביים משמעותיים ביותר.
ca.il	מנפיקים או הנפקות המוערכים ca.il מציגים, על פי שיפוט של מידרוג, איתנות פיננסית פנימית או בלתי תלויה (עצמאית), חלשה באופן קיצוני, בהיעדר כל אפשרות לתמיכה חיצונית יוצאת דופן 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 שיפוט של מידרוג, איתנות פיננסית פנימית או בלתי תלויה (עצמאית), החלשה ביותר, בהיעדר כל אפשרות לתמיכה חיצונית יוצאת דופן 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.

הגדרות אחרות

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. לא לכל דירוג מוצב אופק. במקרים בהם לא הוצב אופק, יצוין (No Outlook) NOO. האינדיקטור "m" (multiple) יתווסף כדי לציין אופק דירוג שונה להתחייבויות שונות של אותו מנפיק. הסיבות לאופק הדירוג השונה תוסברנה במקרים אלו במסגרת דוח הדירוג.

אופק דירוג יציב משקף צפי נמוך לשינוי דירוג בטווח הזמן הבינוני. אופק דירוג חיובי, שלילי או נבנה משקפים סיכוי גבוה יותר לשינוי הדירוג בטווח הזמן הבינוני. במועד הצבת האופק, וועדת הדירוג מגלמת את הערכתה כי כושר החזר האשראי של המנפיק הולם את רמת הדירוג לאותו מועד.

משך הזמן בין קביעת אופק דירוג חדש לבין שינוי הדירוג ו/או אופק הדירוג, משתנה מאוד כתלות בקצב ההתפתחויות הנוגעות לסיכון האשראי, והערכת מידרוג בדבר מהותיות ההשפעה שלהן על כושר החזר האשראי של המנפיק. במוצא, משך הזמן בין הצבת אופק הדירוג לבין שינוי באופק הדירוג ו/או בדירוג, הינו בדרך כלל ארוך יותר כאשר לדירוג מוצב אופק דירוג יציב וקצר יותר כאשר לדירוג מוצב אופק דירוג אחר.

לסטטיסטיקת שינוי/אי שינוי הדירוג בתקופות העוקבות לאחר הצבת האופק ומשך הזמן באופק הדירוג, הנכם מוזמנים לעיין בדוחות [ביצועי הדירוג באתר מידרוג](#).

בחינת דירוג

כאשר דירוג מועבר לבחינת דירוג, נבחנת אפשרות לשינוי הדירוג בטווח הזמן הקרוב. בחינת הדירוג יכולה להתבצע להעלאת דירוג - ואז תיקרא בחינת דירוג עם השלכות חיוביות, להורדת דירוג - בחינת דירוג עם השלכות שליליות ובמקרים מסוימים עם כיוון לא וודאי - בחינת דירוג ללא כיוון וודאי. בחינת הדירוג יכולה להסתיים בהעלאת דירוג, הורדת דירוג או הותרת הדירוג על כנו.

דירוגים מועברים לבחינת דירוג כאשר שינוי דירוג ו/או אופק דירוג עשוי להידרש בטווח הזמן הקרוב, אך נדרש מידע נוסף או ניתוח נוסף על מנת להחליט בדבר שינוי הדירוג או עוצמת השינוי האפשרי. טווח הזמן הקרוב יכול שיהיה מידי ויכול שיהיה תוך החודשים הקרובים לאחר העברת הדירוג לבחינת דירוג. יחד עם זאת, משך הזמן בו דירוג נמצא בבחינת דירוג נמשך במקרים רבים תקופה ארוכה יותר.

משך הזמן בין תחילתה של בחינת דירוג לבין השלמתה משתנה מאוד כתלות בנסיבות הבחינה ומשך הזמן הנדרש לצורך התבררות המידע הרלוונטי לקביעת הדירוג וניתוחו של מידע זה. במקרים מסוימים, היכולת ומשך הזמן להשלמת בחינת הדירוג תלויים בהתרחשות (או אי התרחשות) אירוע מסוים שמועד התרחשותו אינו בשליטת מידרוג או בנסיבות ייחודיות אחרות.

לסטטיסטיקת שינוי/אי שינוי הדירוג בתקופות העוקבות לאחר העברה לבחינת דירוג ומשך הזמן בבחינת דירוג, הנכם מוזמנים לעיין בדוחות [ביצועי הדירוג באתר מידרוג](#).

הגדרת כשל פירעון

הגדרות מידרוג לכשל פירעון, מתייחסות רק למכשירי חוב או "דמויי" חוב (כגון CDS). שלושה אירועים מהווים כשל פירעון חוב¹³:

1. אי תשלום או דחיית תשלום של קרן או ריבית כהגדרתם במסמכי המימון (למעט אי תשלום אשר תוקן בתוך פרק הזמן המותר חוזית).
2. פניה לערכאות משפטיות בקשר להליכי חדלות פירעון של הגוף המנפיק כגון: בקשה לפירוק, פירוק זמני, כינוס נכסים או הקפאת הליכים, כאשר סביר כי תשלומי החוב המתוכננים יידחו או לא ישולמו.
3. הצעת הסדר או ארגון מחדש של חוב כאשר: (א) החייב מציע למחזיקי החוב ני"ע חדשים או ני"ע שתנאיהם הוגדרו מחדש או חבילת ני"ע, מזומנים או נכסים אשר מסתכמים בהתחייבות מופחתת ביחס להתחייבות המקורית ו-(ב) הצעת ההסדר נועדה לסייע לחייב להימנע מכשל פירעון¹⁴.

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 בהצעת פירעון החוב, אשר עשויה להידרש במצב כזה. כמו כן, לצורך הגדרת כשל פירעון, מוחרגים תשלומים בגין התחייבויות לזמן ארוך שלא שולמו במועדם כתוצאה משינוי טכניות ואדמיניסטרטיביות אשר: (1) אינן קשורות ליכולת ולנכונות לביצוע התשלומים ו-(2) תוקנן תוך זמן קצר מאוד (בדרך כלל, תוך 1-2 ימים עסקיים לאחר גילוי הטעות).

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

מידרוג לא תראה בדחיית תשלום ריבית המותרת חוזית ככשל. עם זאת, עבור מכשיר **מימון מובנה**, ככל ותשלום ריבית לא שולם **עד למועד הפירעון** (או עבור מכשיר שדירוגו הופסק לפני מועד הפירעון, ככל ובזמן הפסקת הדירוג לא שולם תשלום ריבית וגם לא צפוי להשתלם עד למועד הפירעון), מידרוג תתייחס באותו מועד לאי התשלום, כאל כשל פירעון.

הגדרה של מכשיר פגום (Impairment)

מכשיר 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 מהחייב לשלם על ידי צד שלישי, אף אם מסמכי המימון או שטר הנאמנות אינם מאפשרים למחזיקים אפשרות לפעול מול החייב באירוע מסוג זה, כגון האפשרות לפעול בתהליכים משפטיים לחדלות פירעון.

הגדרות מידרוג למכשיר פגום, מתייחסות ל מניות בכורה ומכשירים היברידיים אחרים. מכשיר מוגדר פגום אם:

1. אי-תשלום של דיבידנד, ריבית או קרן בגין מניות בכורה או מכשירים היברידיים אחרים המותר לפי תנאי המכשיר.
2. הסדר מכשיר פגום (או ארגון מחדש של מכשיר פגום)¹⁵ בגין מניות בכורה או מכשירים היברידיים אחרים בשל מצוקה פיננסית כאשר: (א) הקרן המובטחת למחזיק מופחתת בהתאם לתנאי המכשיר; או (ב) החייב מציע למחזיקים ני"ע חדשים או ני"ע שתנאיהם הוגדרו מחדש או חבילת ני"ע, מזומנים או נכסים על מנת להימנע מאי-תשלום המותר על פי תנאי נייר הערך, כאמור בסעיף 161.

¹³ במכשירי חוב מסוימים אשר בהתאם לתנאיהם קיימת זכות חזרה כפולה - הן כלפי המנפיק והן כלפי ערב לחוב של המנפיק - אירוע לא יהווה כשל פירעון, אלא אם כן הוא מתרחש הן ביחס להתחייבויות המנפיק והן ביחס להתחייבויות הערב.

¹⁴ מידרוג כוללת הצעות הסדר וארגון מחדש של החוב בהגדרת הכשל על מנת לקחת בחשבון אירועי אשראי בהם מנפיקים למעשה לא עומדים בהתחייבותם לשירות החוב אבל בפועל לא פותחים בהליכי חדלות פירעון או לא עומדים בתשלומי ריבית או קרן. מידרוג מבצעת ניתוח פונדמנטלי בהערכה לכשל פירעון עתידי ולוקחת בחשבון אינדיקטורים שונים בהערכת ההפסד ביחס להתחייבויות המקורית, אשר יכולים לכלול את התשואה לפדיון של החוב.

¹⁵ הסדרי מכשיר פגום זהים להסדרי חוב שהינם חלק מהגדרת כשל פירעון, אך הסדרי מכשיר פגום נועדו להימנע מאירוע פגימה ולא מאירוע כשל.

¹⁶ דוגמאות לחוב שיוגדר כפגום כוללות: המרת כתבי התחייבות נדחים להון רגיל ומחיקה של ניירות ערך שהם תוצאה של מצוקה פיננסית.

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

כמו כן, לצורך הגדרת מכשיר פגום, מוחרגים אירועים של אי-תשלום במועד כתוצאה משגיאות טכניות ואדמיניסטרטיביות אשר: (1) אינן קשורות ליכולת ולנכונות לביצוע התשלום ו-2) תוקנו תוך זמן קצר מאוד (בדרך כלל, תוך 2-1 ימים עסקיים).

למתודולוגית דירוג מכשירי חוב ומנפיקים בכשל פירעון ומכשירים פגומים ראו אתר מידורג.

מתודולוגיות דירוג (שיטות הערכה)

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

במתודולוגיות המתייחסות לדירוגי תאגידים ומוסדות פיננסיים, בדרך כלל נעשה שימוש במטריצות דירוג. מטריצת הדירוג הינה כלי עזר דירוגי וכוללת את הפרמטרים העיקריים בקביעת הדירוג ומהווה סיכום, אשר אינו בהכרח כולל כל שיקול הרלוונטי לדירוג. המשקל אשר ניתן לכל פרמטר, מייצג קירוב לחשיבות של הפרמטר להחלטת הדירוג. בהקשר זה יצוין, כי החשיבות בפועל עשויה להיות שונה מהותית בהינתן הנסיבות הספציפיות של המנפיק והסביבה העסקית שלו. 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 עזר לדירוג וכולל את הפרמטרים העיקריים הנלקחים בחשבון לצורך אמידת התפלגות ההפסדים של נכס הבסיס או לצורך קביעת השפעות על כושר החזר האשראי של איגרות החוב השונות, כתלות בתזרים הצפוי מנכסי הבסיס, מבנה המימון וכריות הביטוח. 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 קצר.

הנחות מפתח בדירוג (הנחות היסוד 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 כפוף לאישור וועדת מדיניות האשראי במידורג.

הנחות המפתח בדירוג הינן מטבען, נתוני קלט על-זמניים, יחסית, בתהליך הדירוג ונועדו ליצור יציבות, עקביות ושקיפות 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 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 מסוימות.

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 מבנה 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 משקפים דיונים אנליטיים אשר אינם מהווים 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 תאגידים 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 מתודולוגית הדירוג, הינו כמעט חסר 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 הדירוגים הנקבעים על ידי מידרוג. (למשל, בדירוגי 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 משקפים דיונים אנליטיים, אשר אינם מהווים 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.

פרמטרים השוואתיים לייחוס (Benchmark) המשמשים במודלים

מידרוג שואפת לשקף בדירוגיה את הפסדי האשראי הצפויים במידרג אורדינלי (יחסי), קרי, כי ההפסד הצפוי של דירוגים נמוכים יהיה גבוה מההפסד הצפוי של דירוגים גבוהים וזאת בשונה ממדידת שיעורי הכשל וההפסד הספציפיים. בהתאם, הדירוגים הינם הערכות לכושר החזר אשראי יחסי ולא הערכות - מוחלטות.

יחד עם זאת, לצורך קביעת הדירוג של מכשירים פיננסיים מסוימים, מידרוג עושה שימוש במודלים וכלים אשר מקשרים בין שיעורי כשל ושיעורי הפסד לבין דירוגים וזאת על מנת לעשות שימוש בתוצאות המודלים והכלים במסגרת תהליך הדירוג. לצורך כך, מידרוג מתבססת על שיעורי כשל ושיעורי הפסד שנקבעו על ידי מודיס, כאשר פרמטרים אלו מוגדרים לפי קבוצות דירוג וטווחי זמן. על ידי שימוש בסט פרמטרים השוואתיים לייחוס, המודלים המשמשים בדירוג צפויים להניב תוצאה עקבית יותר וברת השוואה בקלות יחסית ביחס להערכת כושר החזר האשראי בין רמות דירוג שונות וטווחי זמן שונים. בעוד שטבלאות ההסתברויות של מודיס היו בעלות קשר מסוים לשיעור הכשל וההפסד בתחום המימון התאגידי כאשר נקבעו, הקשר הזה משתנה על פני זמן והמשך השימוש בטבלאות אינו תלוי בחוזקו של הקשר לטווחי זמן מסוימים. לטבלאות הכשל וההפסד בשילוב עם כלים נוספים והנחות מסוימות ישנה השפעה משולבת על תוצאות המודלים. כמו כן, בעוד שמדדים מוחלטים משמשים כנתוני קלט למודלים, ביצועי הדירוג עצמם נבחנים במדדים המפורטים בדוחות ביצועי הדירוג¹⁷.

כאשר נדרש עדכון של הדירוגים בשל שינוי בכושר החזר האשראי, הדבר ייעשה על ידי שינוי בנתונים ולפעמים בהנחות מסוימות ולא על ידי שינוי בפרמטרים ההשוואתיים לייחוס. גישה זו מאפשרת לבצע התאמות רק ביחס לענפים או סוגי נכסים מסוימים אשר צפויים לשינויים משמעותיים בהיבט הסיכונים בזמן נתון.

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. לטבלאות כשל והפסד צפוי השוואתיים לייחוס ראו באתר מידרוג.

הטבלאות יכולות לשמש באופן הבא: (1) כשיעור כשל והפסד צפוי השוואתי לייחוס, במידול כושר החזר האשראי של נכסי הבסיס או כושר החזר האשראי של צד מדורג שיוכל לבצע את תפקידו (2) לקשר בין שיעורי הפסד שנגזרים ממודלים לבין דירוגים השוואתיים לייחוס. לפירוט הנכם מוזמנים לעיין במתודולוגיות הדירוג של מידרוג.

תאריך הדוח: 06.08.2026

¹⁷ לדוחות ביצועי הדירוג הנכם מוזמנים לעיין באתר מידרוג.

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

דירוגים שהונפקו על ידי מידרוג משקפים חוות דעת סובייקטיביות של מידרוג ביחס לכושר החזר 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 כושר החזר אשראי כיכולת המנפיק לעמוד בהתחייבויות החוזיות וההפסד במקרה של כשל פירעון או אירוע פגיומה. דירוגי מידרוג אינם מתייחסים לכל גורם אחר, כגון אך לא רק לסיכונים נזילות, שווי שוק, שינויים בשערי ריבית, תנודתיות מחירים או כל גורם אחר שאינו כושר החזר 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 בנוגע לכושר החזר 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 ביועץ מקצועי לגבי כדאיות ההשקעה, לגבי הדין החל, ולגבי כל עניין מקצועי אחר, בטרם יחליט החלטת כלשהי לגבי השקעות.

דירוגי מידרוג, הערכות מידרוג וכל חוות דעת או חומרי מידרוג אחרים, אינם מיועדים לשימוש על ידי משקיעים פרטיים. משקיעים פרטיים מוזהרים בזאת שלא לבסס החלטות השקעה על חומרי מידרוג. משקיע פרטי שיבסס 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 החלטת 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 כשלה ממנו או לסרוק אותו, לשכתב אותו, להפיץ, להעבירו, לשכפל אותו, להציגו, לתרגמו או לשמור אותו לשימוש נוסף למטרה כלשהי, בכל דרך שהיא, ללא אישורה של מידרוג בכתב ומראש.

לצורך חוות הדעת שמידרוג מפיקה, מידרוג משתמשת בסולמות דירוג, בהתאם להגדרות המפורטות בכל סולם. הסימול שנבחר על מנת לשקף את דעתה של מידרוג לגבי כושר החזר 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 ההנפיקה באופן יחסי לזה של מנפיקים או הנפיקות אחרים בישראל.

דירוגי האשראי, הערכות 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 שנמסר או נוצר על ידי מידרוג בכל דרך ואופן שהוא, או ביחס להיות 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 אמינים ומדויקים. 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 לתקף את המידע שהתקבל בכל מקרה ומקרה בתהליך הדירוג או במהלך הכנת חומרי מידרוג.

התוכן של חומרי מידרוג אינו 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.