

# דירוג מנפיק הקשור למדינה

## Government Related Issuer

דוח מתודולוגי | יולי 2024

### אנשי קשר:

איריס שדה אור

ראש צוות

[iris.s@midroog.co.il](mailto:iris.s@midroog.co.il)

תומר דר

ראש צוות בכירה

[tomero@midroog.co.il](mailto:tomero@midroog.co.il)

אלעד סרוסי, סמנכ"ל

ראש תחום פרויקטים ותשתיות

[elad.seroussi@midroog.co.il](mailto:elad.seroussi@midroog.co.il)

## הקדמה

מטרת דוח זה הינה להסביר את גישת מידרוג להערכת סיכוני אשראי הגלומים במכשירי חוב המונפקים ע"י גופים הקשורים למדינה - Government Related Issuers (להלן: "GRI"). הדוח נועד לשקף את המאפיינים האיכותיים והכמותיים העיקריים המשפיעים על דירוג מנפיקים הקשורים למדינה.

בדוח מתודולוגי זה אנו מציגים את שלבי הניתוח העיקריים בדירוג מנפיקים הקשורים למדינה. להערכתנו, שלבי ניתוח אלו, לרבות מטריצת הדירוג ומודל כשל פירעון משותף, המתוארים בהמשך דוח זה, יכולים לשמש במקרים רבים על מנת להעריך בקירוב את פרופיל סיכון האשראי של מנפיקים הקשורים למדינה ולסכם את הפרמטרים והשיקולים העיקריים, שהינם בדרך כלל, בעלי החשיבות הגבוהה ביותר לקביעת דירוגים של מנפיקים הקשורים למדינה. הערכת הפרמטרים במטריצת הדירוג ו/או בניתוח מבוסס מודל ובכל אחד משלבי הניתוח כמתואר לעיל, יכול שתעשה בנתונים היסטוריים או בנתוני תחזית או באמצעות שילוב שלהם.

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

בדוח מתודולוגי זה נציג את הנושאים הבאים: (1) תחולת המתודולוגיה; (2) תיאור השלבים העיקריים בתהליך קביעת דירוג של מנפיק הקשור למדינה; (3) פרמטרים עיקריים במתודולוגיה לקביעת דירוג מנפיק הקשור למדינה המבוססת על הערכת אשראי בסיסית; (4) הערכת התמיכה החיצונית - מודל JDA; (5) גישה לדירוג מנפיק קשור למדינה על בסיס תמיכת המדינה בלבד, מבלי לקבוע הערכת אשראי בסיסית; (6) שיקולים נוספים; (7) הנחות יסוד במתודולוגיית הדירוג; (8) מגבלות; (9) דוחות קשורים; (10) נספח א' - כשל פירעון משותף - ניסוח פורמאלי; (11) נספח ב' - דוגמה ליישום התוצאות במטריצה והמרה לטווח דירוגים. מידרוג בוחנת ומעדכנת את מתודולוגיות הדירוג בהתאם לצורך.

דוח מתודולוגי זה מחליף את הדוח המתודולוגי שפורסם ביולי 2021. מידרוג סבורה כי אין בפרסום מתודולוגיה זו משום שינוי ביחס למתודולוגיה שפעלנו לפיה בקביעת הדירוגים עד כה ואין בפרסומה בכדי לגרום לשינוי הדירוגים הקיימים. מטרת הפרסום הינה הרחבת התייחסות לגישה של דירוג מנפיק הקשור למדינה, ללא הערכת אשראי בסיסית (Top down), וזאת לאור מספר המנפיקים המדורגים בגישה זו. כמו כן, בוצעו שינויי עריכה. יחד עם זאת, הציבור מוזמן להעביר את התייחסותו באמצעות תיבת הדואר האלקטרוני: [rfa@midroog.co.il](mailto:rfa@midroog.co.il) עד ליום 18.08.2024.

## תחולת המתודולוגיה

ישויות המוחזקות ע"י המדינה או גוף בבעלותה, בשיעור מהותי, ו/או מצויות בהסדר מיוחד לפעול מטעם המדינה כגופים מטעמה.

### תיאור השלבים העיקריים בתהליך קביעת דירוג של מנפיק הקשור למדינה

השלבים העיקריים בתהליך קביעת דירוג של מנפיקים הקשורים למדינה בגישת Bottom-Up הינם: ראשית, מבוצעת הערכת האשראי הבסיסית למנפיק (BCA<sup>1</sup>), לפי מתודולוגיית הדירוג הרלוונטית לו (Stand-Alone), ולאחר מכן, על ה-BCA מופעלת מתודולוגיית GRI, הלוקחת בחשבון את סיכון המדינה (בדירוג מקומי, סיכון הריבון הינו Aaa.il), והשפעתו על הדירוג הסופי למנפיק. מתודולוגיית GRI בוחנת את הסבירות לתמיכה חיצונית במנפיק הן על סמך הערכות איכותיות, אשר כוללות, בין היתר, את מידת חשיבותו המשקית, השפעתו על הכלכלה והיסטוריית תמיכה, והן באמצעות מודל סטטיסטי לכשל פירעון משותף (Joint Default Analysis-"JDA"), המבטא, לאחר בדיקת היכולת והרצון לתמוך, את מידת המתאם וסבירות התמיכה מהגוף התומך<sup>3</sup>. תהליך זה גוזר את הדירוג הסופי למנפיק/חוב.

גישה נוספת לדירוג מנפיק קשור למדינה מבוססת על הנחת תמיכה לבדה, ללא קביעה של הערכת אשראי בסיסית (BCA) למנפיק הקשור למדינה, וזאת במקרים בהם רמת האינטגרציה בין המנפיק והמדינה היא כה גבוהה, עד כי ניתוח האשראי העצמאי של המנפיק הינו בלתי אפשרי או בעל משמעות מוגבלת. במקרים אלו, גישת הדירוג מציבה בראש את בחינת הנכונות והיכולת הגבוהות של המדינה לספק למנפיק הקשור למדינה את התמיכה הנדרשת לעמוד בתשלומי החוב בעיתם. דירוג מנפיק קשור למדינה בגישת המבוססת על תמיכה בלבד הינו Top-Down, כך שנקודת המוצא לדירוג המנפיק הקשור למדינה הינה סיכון הריבון וממנה נשקלת הסבירות להיעדרה של תמיכה וודאית מצד המדינה. סעיף "דירוג מנפיק הקשור למדינה ללא קביעת הערכת BCA" מתאר את הנסיבות בהן מידורג עשויה לנקוט בגישת Top-Down לדירוג מנפיק קשור למדינה ודן בשיקולים אותם מביאה מידורג בחשבון על מנת לקבוע באם דירוג המנפיק הקשור למדינה יהא לסיכון הריבון או שיופחת ביחס לסיכון הריבון.

### פרמטרים עיקריים במתודולוגיה לקביעת דירוג מנפיק הקשור למדינה המבוססת על הערכת BCA

#### הערכת מידת התלות והסבירות לתמיכה מיוחדת

בגישה המבוססת על הערכת BCA, נבחנת השפעת סיכון המדינה על דירוג המנפיק, בהתבסס על הערכת התנהלות המדינה במצב בו המנפיק נמצא על סף כשל פירעון. הערכה זו נסמכת על אינדיקטורים שונים, שבבסיסם שתי שאלות מהותיות: (1) מהי מידת התלות (Dependence) בין המנפיק למדינה, בהינתן מצב הקרוב לכשל פירעון של המנפיק; (2) מהי הסבירות לתמיכה מיוחדת (Extraordinary Support) של המדינה במנפיק, בהינתן מצב הקרוב לכשל פירעון של המנפיק; מידת התלות בין המנפיק לבין המדינה, נבחנת, בין היתר, בהיבטי הישענות על מקורות הכנסה זהים, חשיפות דומות לסיכונים אשראי ושיעור החזקת המדינה במנפיק. הערכת הציפייית לתמיכה מיוחדת, בהיקף הנדרש ובמועד, עשויה להשתקף, בין היתר, בחשיבות המנפיק, ככל שהינה קריטית לכלכלת המדינה, ערבויות מדינה והתחייבויות אחרות של המדינה כלפי המנפיק, אי-קיום חסמים להתערבות המדינה וכן תמיכת המדינה במנפיק בפועל, בהתאם לאירועי עבר. בהתאם למתודולוגיה, ככל שעוצמת הקשר בין המנפיק למדינה גדלה, כך מושפע יותר דירוג

<sup>1</sup> Baseline credit assessment

<sup>2</sup> להרחבה בקשר עם סולם הדירוג להערכת אשראי בסיסית, ראה [סולמות הגדרות הדירוג של מידורג](#).

<sup>3</sup> כלל ההסתברויות לכשל הנלקחות בחשבון במסגרת מתודולוגיה זו מתבססות על ההסתברות לכשל בהתאם לטבלאות הסתברויות לכשל והפסדים צפויים של מוד"ס (Moody's Idealized Default Probabilities and Expected Losses), בהתאם למודל ה-GRI של מוד"ס, וזאת מבלי שבוצעה התאמה כלשהי לשוק המקומי.

המנפיק מסיכון המדינה. ניסוח פורמאלי של המודל הסטטיסטי לניתוח כשל פירעון משותף (JDA) מובא בנספח א' לדוח מתודולוגי זה.

### הערכת מידת התלות (Dependence)

בבחינת מידת התלות, בין המנפיק לבין המדינה, נלקחת בחשבון הקורלציה של מאפייני הרגישות לסיכונים דומים והשפעות כלכליות. יכולתה של המדינה לתמוך במנפיק הקשור אליה, ולמנוע ממנו מצב של כשל פירעון, תלויה, בין היתר, בכושר החזר האשראי של המדינה (בדירוג מקומי, סיכון הריבון הינו Aaa.il). ככל שמתקיימת קורלציה גבוהה יותר בין המנפיק למדינה, כך הסבירות למתן תמיכה ע"י המדינה למנפיק, בהיקף ובמועד הנדרש, נמוכה יותר, שכן המנפיק והמדינה ייפגעו באותו הזמן מאותן נסיבות.

מידת התלות נמדדת על סולם בן ארבעה שלבים: (1) נמוכה (30%); (2) בינונית (50%); (3) גבוהה (70%); (4) גבוהה מאד (90%). ברוב המקרים, מנפיקים הקשורים למדינה נמצאים בחלק הגבוה של הסקאלה (תלות בינונית ומעלה). באופן המשקף את קיומו של קשר, הן ברמה המוסדית (מסגרת רגולטורית וניהול של נציגי מדינה) והן ברמה הכלכלית. אלו מובילים להשפעתן של נסיבות מסוימות באופן דומה על פרופיל הסיכון של שני הצדדים, כפי שהוסבר לעיל. אופן הערכת מידת התלות מתבצע באמצעות בחינת האינדקטורים הבאים:

#### מידת הקשר התפעולי-כלכלי בין המנפיק למדינה

מנפיק אשר הינו בעל פעילות מסחרית, ללא קשרים מהותיים עם המדינה בפעילותו, נוטה לפרופיל סיכון עצמאי ונפרד מהמדינה. לעומת זאת, מנפיק שפעילותו תלויה במדינה, ברמה התפעולית או הניהולית-אדמיניסטרטיבית, לרבות מנפיקים שנוטלים מהמדינה פעילות מסוימת שבאחריותה ומבצעים אותה מטעמה, ייטו להיות בעלי פרופיל סיכון דומה לפרופיל סיכון המדינה ומידת התלות תהיה גבוהה יותר. כמו כן, נבחן הקשר הכלכלי, בין היתר, כפי שמתבטא בתלות של המנפיק בתקצוב או בסבסוד ממשלתי. במצב זה, קשיים כלכליים של המדינה עלולים לפגוע במנפיק. משתנה זה נבחן באמצעות היחס בין שיעור התקצוב הממשלתי הישיר ו/או העקיף לסך הכנסות המנפיק. באותה מידה, במצב בו מנפיק שמחלק דיבידנדים למדינה או במצב שבו חלק מהותי מהכנסותיו של המנפיק נובע ממכירות למדינה כלקוח, הלחץ הכלכלי עלול לעבור מהמנפיק למדינה וחוזר חלילה. גורמים אלו נאמדים באמצעות בחינת: (1) שיעור ההעברות הכספיות הממשלתיות הישירות ו/או העקיפות מסך הכנסות המנפיק; (2) שיעור המכירות למדינה מסך מכירות המנפיק; (3) שיעור תשלומי הדיבידנדים (ו/או מיסים) מהמנפיק למדינה מסך הכנסות המדינה.

#### מידת ההישענות של המנפיק והמדינה על אותו בסיס הכנסות

הצעד השני בהערכת מידת התלות בין המנפיק למדינה טמון בהערכת שיעור בסיס ההכנסות החופף (בהיבט גיאוגרפי או כלכלי) של המנפיק ושל המדינה. לדוגמא, מנפיק אשר מרבית פעילותו הינה ייצוא, עשוי שלא להיות חשוף כמו המדינה למשברים כלכליים בתוך המדינה. אולם כאשר הכנסות המנפיק והכנסות המדינה נובעות מאותו מקור כלכלי, ואולי מאותם צרכנים, הרי שהקשר מתהדק. גורם זה נאמד באמצעות בחינת: (1) שיעור הכנסות המנפיק מייצוא; (2) שיעור הכנסות המדינה ממקורות שמחוץ למדינה.

#### המידה בה המנפיק והמדינה חשופים לאותם סיכונים אשראי

השלב האחרון במדידת התלות בין המנפיק לבין המדינה הינו בחינת הזהות בין הצדדים בחשיפה לסיכונים משותפים. לדוגמא, בהתאם למבנה חוב המנפיק וחוב המדינה, יתכן ושני הצדדים חשופים לשינויים בשע"ח. באותה מידה, מנפיקים הפועלים בכלכלות מתפתחות עלולים לסבול מחשיפות דומות למדינה, כגון: סביבה פוליטית בלתי יציבה (למשל: חשיפת המשטר להפיכות, תסיסה חברתית ומהומות או שיתוק פוליטי-כלכלי), להן השלכות שליליות דומות על הצדדים. לשם אמידת החשיפה לסיכונים אשראי דומים, נלקחים בחשבון, בין היתר: (1) שיעור החשיפה לשע"ח במבנה החוב; (2) מידת החשיפה לאותו סקטור; (3) מידת החשיפה לזעזועים פוליטיים.

#### הערכת מידת התלות - פרמטרים עיקריים

להלן המטריצה המשמשת ככלי להערכת מידת התלות ההדדית בין המנפיק למדינה. עבור כל אחד מן הפרמטרים שנידונו לעיל ניתן ציון המשקף את מידת הקורלציה בין המנפיק למדינה, על גבי הסולם: נמוכה (30%), בינונית (50%), גבוהה (70%), גבוהה מאד (90%). נציין, כי בשונה משאר הפרמטרים להערכת התלות ההדדית, קטגוריית היקף החשיפה לסיכונים אשראי דומים הינה איכותנית בעיקרה,

ונבחנת על בסיס הגורמים והשיקולים שפורטו לעיל. הערכת מידרוג לגבי מידת התלות הכוללת בין המנפיק למדינה נקבעת על בסיס רמת הקורלציה הגבוהה ביותר מבין הפרמטרים במטריצה (ראו דוגמה להמחשה בנספח ב').

| קטגוריה                         | פרמטר  | נמוכה  | בינונית  | גבוהה   | גבוהה מאוד  |
|---------------------------------|--|--|--|---|---|
| קשר כלכלי/תפעולי                | % העברות כספיות באופן ישיר או בלתי ישיר מהמדינה            | 5%-0%  | 10%-5%   | 20%-10%   | 20%<  |
|                                 | % מכירה למדינה מסה"כ מכירות המנפיק                         | 5%-0%  | 10%-5%   | 20%-10%   | 20%<  |
|                                 | % הדיבידנדים (+מיסים) מהמנפיק מהכנסות המדינה               | 5%-0%  | 10%-5%   | 20%-10%   | 20%<  |
| היקף הישענות על בסיס הכנסות     | היקף הישענות על הכנסות אשר מקורן בשטח המדינה               | המנפיק והמדינה יחדיו מניבים מתחת ל-50% מההכנסות בשטחי המדינה | המנפיק ו/או מדינה מניבים מעל 50% מההכנסות בשטחי המדינה | המנפיק והמדינה יחדיו מניבים מעל 75% מההכנסות בשטחי המדינה | המנפיק והמדינה יחדיו מניבים מעל 95% מההכנסות בשטחי המדינה |
| היקף חשיפה לסיכונים אשראי דומים | חשיפה לשע"ח במבנה חבויות חשיפה לסקטור זהה סיכונים פוליטיים |  |  |   |   |

**הסבירות לתמיכה מיוחדת (Special Support)**

בחלק זה של המתודולוגיה נבחנת הסבירות לתמיכה מיוחדת, אם בצורה כספית ואם בכל צורה אחרת, באופן המסיר מהמנפיק את הסכנה לכשל פירעון. התמיכה עשויה להיות ישירה, למשל באמצעות הזרמת כספי מדינה, או באופן עקיף באמצעות הוראה של המדינה לבנקים לספק הלוואות למנפיק. באופן כללי, תמיכה הינה כל סוג של סיוע, החורג ממהלך עסקיו הרגיל של המנפיק, ומסיר ממנו חשיפה לכשל פירעון. הסבירות לתמיכה מיוחדת מדורגת על סולם, כדלהלן: (1) נמוכה (0-30%); (2) בינונית (31%-50%); (3) חזקה (51%-70%); (4) גבוהה (71%-90%); (5) וגבוהה מאד (91%-100%). השימוש בטווחים נועד לשקף מידה מסוימת של אי-וודאות בקשר להתממשות ההערכה לתמיכה מיוחדת, שכן מדובר במבט צופה פני עתיד, מצד אחד, ובקושי אינהרנטי להעריך באופן מדויק כיצד תנהג המדינה במועד בו המנפיק מצוי על סף כשל פירעון. בהערכת הסבירות לתמיכה מיוחדת, הניתוח מתמקד בשלושה גורמים בעלי אופי מבני-קונקרטי: (1) ערבויות; (2) שיעור החזקה; (3) וקיום חסמים לתמיכה; ושלושה גורמים נוספים, המבטאים רצון לתמוך, בהסתמך על מאפיינים אמורפיים "רכים" יותר, כגון: (4) מידת מעורבות המדינה בפעילות המנפיק; (5) קיום קשרים פוליטיים; (6) וחשיבות כלכלית של המנפיק למדינה. להלן פירוט אופן הערכת כל גורם וגורם:

**ערבויות**

במסגרת הבדיקה נבדק קיומן (או אי-קיומן) של ערבויות, שיש בהן להשפיע על הסבירות לתמיכה מיוחדת. הערבויות עשויות להיות מגוונות במאפייני חוזק הערבות, באופן המייצר שונות בהערכת משתנה זה. עם זאת, אף בצורתן החלשה ביותר, ייטו לשקף מידה מסוימת של מחויבות לסיוע למנפיק המצוי על סף כשל פירעון. להלן שלושה מצבים המשקפים סוג מסוים של ערבות:

- **ערבות שניתנה באופן מפורש:** במידה וקיימת ערבות מטעם המדינה, אשר ניתנה מפורשות ומהווה התחייבות משפטית בקשר עם כלל חוב המנפיק, אזי יחול דירוג הריבון (Aaa.İl) על המנפיק. אולם, באם רק לחלק מהחוב ניתנת ערבות מדינה, הרי שנוצרת שונות בין ההלוואות, באשר לרצון המדינה לתמוך, ויש לבחון שונות זו באופן הערכת הפרמטר.
- **ערבות וורבלית ו/או מכתב כוונות (Comfort Letter):** בהקשר זה יש לקחת בחשבון את הצהרות הפקידות הבכירה של המדינה

בדבר כוונתה לתמוך בחברה, במידת הצורך. כאשר מדובר על ערבות וורבלית (כזו שנאמרה בעל-פה) או במכתב כוונת, מושם דגש על התכנים הבאים: (1) מיהו האדם או הגוף שהעניק ערבות זו; (2) מהי השפה בה נעשה שימוש, דהיינו, האם חד-משמעית; (3) מהו פרק הזמן שחלף מאז ניתנה הערבות; (4) האם הערבות קיבלה פרסום פומבי. מבחינת התשובות לשאלות אלו, ניתן להשליך על חוזק הערבות והסבירות לתמיכה מיוחדת.

- **מעמד משפטי ייחודי:** במידה ואין ערבות מהסוגים שצוינו לעיל, יתכן ומתקיים קונטקסט משפטי, המונע מהמנפיק להיכנס למצבים של כשל פירעון ו/או מעביר למדינה את האחריות לחובות המנפיק. במקרים אלו למדינה קיים תמריץ מיוחד להתערב ולתמוך במנפיק, על מנת להימנע מאירוע כשל פירעון, אשר השלכותיו עלולות להתגלגל לפתחה.

נציין, כי במסגרת השיקולים הנבחרים בפרמטר זה, נבחרים על ידי מידורג היבטים ומנגנוני תמיכה ישירים ו/או עקיפים אשר קיימים למדינה בקשר עם המנפיק המדורג.

### שיעור החזקה

בהתאם למתודולוגיה, שיעור החזקה גבוה של המדינה במנפיק הינו אינדיקציה לסבירות גבוהה לתמיכת מדינה. מעבר להחזקה ישירה של המדינה במנפיק, נלקחת בחשבון שליטה של המדינה במנפיק באמצעים אחרים. במסגרת הבדיקה נבחנת מידת השליטה של המדינה (או של גוף אחר שנשלט על-ידי המדינה) במנפיק ומנהג בעלים במנפיק, מצד אחד, ותוכניות הפרטה, ככל שישנן, מצד שני. תוכניות להפרטה נלקחות בחשבון, לרבות הסיבות לקיומן ורמת הוודאות בקשר לתוצאותיהן. באופן כללי, תוכניות להפרטה, אף במקרים בהן אינן קונקרטיביות בטווח-הקצר, משמען ירידה מסוימת בחשיבות המנפיק עבור המדינה, וקוטן בסבירות לתמיכה מיוחדת.

### קיום חסמים לתמיכה

קיום חסמים בחוק לתמיכת מדינה במנפיק עלול להפחית את הסבירות לתמיכתה. חסמים אלו קיימים, למשל, באיחוד האירופי, באופן האוסר על מדינות להפלות חברות מסחריות, באופן שיפגע בתחרות החופשית (לעתים חסמים אלו קיימים בתוך תחומי המדינות עצמן, במסגרת כללי הגבלים עסקיים). בפועל, מדינות אירופאיות תומכות בחברות מסוימות, בניגוד לכללי האיחוד האירופי. על כן, בהינתן חסמי כניסה, יבוצע ניתוח באשר למידת האפקטיביות שלהם. כיום בישראל אין חסמים מהותיים לתמיכה בחברות ממשלתיות. תמיכה מיוחדת נתונה, לרוב, לשיקול דעת המדינה, בהתאם לסדר עדיפויותיה.

### מידת מעורבות המדינה בפעילות המנפיק

מגמת המדינה להתערב בכלכלה, מתוך סיבות אידיאולוגיות, פוליטיות או חברתיות-כלכליות, עשויה להעיד על רצון המדינה לתמוך במנפיק הקשור אליה. מעורבות המדינה בפעילות המנפיק באה לידי ביטוי בהיבטים שונים, כגון:

- **היסטוריה של הצלה מקריסה כלכלית:** התנהגות המדינה בעבר עשויה לרמוז על פעולותיה בעתיד. ניתן להעריך, כי מדינות שנרתמו לתמיכה במנפיקים הקשורים אליהן, או אף בחברות פרטיות, ייטו יותר לשוב על דפוס פעולה זה, בניגוד למדינות שאפשרו למנפיקים הקשורים אליהן לקרוס כלכלית.
- **נטייה פוליטית אידיאולוגית:** ניתן להעריך, במידה מסוימת, באם ממשלתה הנוכחית של מדינה נוטה יותר או פחות להתערבות בכלכלה. קיומן של ממשלות המצדדות בהתערבות מצדן בכלכלה, מחזקות את הסבירות לתמיכת מדינה.
- **רגולציה ממשלתית על המנפיק:** השפעת המדינה על מצבו הכלכלי של מנפיק, באמצעות רגולציה ואמצעים אחרים, בדרך כלל, מהווה תמריץ למדינה לתמוך במנפיק. השפעה זו עשויה להיות ישירה (לדוגמא: תקצוב ממשלתי) או עקיפה (לדוגמא: באמצעות קביעת תעריפים) - שני המקרים תומכים במסקנה כי למדינה אחריות על מצב המנפיק, ולפיכך, מגבירים את הסבירות לתמיכתה.
- **מעורבות המדינה בקבלת החלטות:** מעורבות המדינה בתוכניות המימון של המנפיק ו/או מינוי דירקטורים, מצביעים על נטייתה לתמוך במנפיק, זאת מאחר, והמדינה עשויה לשאת באחריות ולתת את הדין על החלטות אסטרטגיות שקיבלה עבור המנפיק.

### השלכות מדיניות ממשלתית

מדינות עשויות להגיע למסקנה כי המחיר הפוליטי של כשל פירעון של מנפיק יקר יותר מעלויות הצלתו מפני קריסה. מכאן כי, אפילו ממשלות בעלות אוריינטציה מובהקת של שוק-חופשי יעדיפו, לעתים, לתמוך במנפיקים הקשורים למדינה, ובכך, להימנע מחשיפת

המדינה לפגיעה במוניטין. פגיעה במוניטין עשויה, מחד להוביל לעלויות מימון גבוהות יותר בגיוסי חוב של המדינה ומנפיקים הקשורים אליה, ומאידך, להוביל למבוכה פוליטית, ברמה הלאומית או הבינלאומית.

להערכתנו, מצב כלכלי קשה של מנפיק הקשור למדינה, ואשר המדינה אחראית לפקח על מבנה הוצאותיו, עלול להגביר את הביקורת על התנהלות הממשלה בעניינו. קריסה של מנפיק כזה עלולה להציג את הממשלה באור שלילי, כמי שאינה מצליחה לנהל את עסקיה, ובפרט את נכסי המדינה החשובים ביותר. קריסת מנפיקים הקשורים למדינה, בהקשר זה, עלולים להשליך על הסבירות לתמיכת מדינה לגבי מנפיקים אחרים הקשורים בה, באופן שיגביל או ייקר את עלויות המימון של מנפיקים אלו ואף של המדינה עצמה.

### חשיבות כלכלית

בהתאם למתודולוגיה, קיים קשר ישיר בין חשיבות המנפיק לבין הסבירות לתמיכת המדינה בו. חשיבות זו עשויה לבוא לידי ביטוי, בראש ובראשונה, בהשפעות מסחריות וכלכליות של המנפיק על המדינה, אך בנוסף בהיקף כוח אדם משמעותי ומאוגד. עם זאת, יש לקחת בחשבון כי במקרים מסוימים המדינה תתמוך בהמשך פעילות המנפיק, אך לא תמנע אירוע של כשל פירעון וכניסה להסדר כזה או אחר. במקרים אלו, נשאלת השאלה האם לנושים אפשרות לתפוס אילו מהנכסים. תשובה חיובית לשאלה זו מגדילה מצד אחד את יכולת הנושים להיפרע באמצעות הנכסים, ומחזקת את הסבירות לתמיכת מדינה, לשם הגנה על נכסים אסטרטגיים שנמצאים בבעלותה. בבחינת החשיבות הכלכלית, נלקח בחשבון אופי פעילות המנפיק. לדוגמה, מנפיק שפעילותו אספקת ציוד צבאי עלול לספק למדינה תמריץ גבוה לתמיכה בו, במיוחד במקרים בהם המדינה חוששת להשלכות קריסתו. באותה מידה, קיים תמריץ לתמיכה במנפיק השולט בענף חיוני למשק ללא מתחרים המסוגלים לתפוס את מקומו, או כזה המספק שירותים חיוניים לציבור.

להערכתנו, מנפיקים הקשורים למדינה, ובמיוחד מנפיקים בהם למדינה שיעורי החזקה גבוהים, מעידים, ברמה כזו או אחרת, על רצון המדינה לשמר את שליטתה על נכסים בעלי חשיבות מיוחדת. היותה של ישראל "אי-בודד" בהיבטי תשתיות ואספקת שירותים חיוניים (מים, חשמל, גז, תחבורה וכדומה), מבליטה ומקצינה עוד יותר את החשיבות שבאחריות המדינה לנכסים שונים שנמצאים בתחומה ותורמים, במידה רבה, לקיומה.

### הסבירות לתמיכה מיוחדת - פרמטרים עיקריים

להלן המטריצה המשמשת לכלי להערכת הסבירות לתמיכה מיוחדת על ידי המדינה. עבור כל אחד מן הפרמטרים שנידונו לעיל ניתן ציון המשקף את רמת הסבירות לתמיכה, על גבי הסולם: נמוכה (0%-30%), בינונית (31%-50%), חזקה (51%-70%), גבוהה (71%-90%), גבוהה מאוד (91%-100%). למעט שיעור החזקה של המדינה במנפיק, אשר הינו פרמטר כמותי, יתר הפרמטרים הנבחנו בעת הערכת הסבירות לתמיכה מיוחדת הינם איכותניים בעיקרם, ומובאים בחשבון על בסיס הגורמים והשיקולים שפורטו לעיל. הערכת מידרוג לגבי רמת הסבירות לתמיכה מיוחדת במנפיק נקבעת באמצעות חישוב ממוצע פשוט של כל אחד מציוני הפרמטרים במטריצה (ראו דוגמה להמחשה בנספח ב'). טווח התמיכה הנגזר מן המטריצה משמש כנקודת ייחוס עבור מערכי הדירוג וועדת הדירוג.

| קטגוריה      | פרמטר   | נמוכה  | בינונית | חזקה    | גבוהה   | גבוהה מאוד |
|--------------|---|--------|---------|---------|---------|------------|
| תמיכה מובנית | ערבות (הסכם, מכתב, וורבלית), מעמד משפטי מיוחד |        |         |         |         |            |
|              | החזקה   | 30%-0% | 50%-31% | 70%-51% | 90%-71% | 100%-91%   |
| תמיכה שברצון | חסמים לתמיכה                                  |        |         |         |         |            |
|              | התערבות ממשלתית                               |        |         |         |         |            |
|              | קשר פוליטי                                    |        |         |         |         |            |
|              | חשיבות כלכלית                                 |        |         |         |         |            |

## הערכת התמיכה החיצונית - מודל JDA

ככלל, דירוג מנפיקים הקשורים למדינה נעשה על בסיס הערכת האשראי הבסיסית שלהם (BCA). בהתאם למתודולוגיה הרלוונטית לכל מנפיק ומנפיק, על הערכה זו מופעלת מתודולוגיית GRI תוך בחינת הסבירות לתמיכה חיצונית במנפיק, הן על סמך הערכות איכותיות, אשר כוללות, בין היתר, את מידת חשיבות המשקית, השפעתו על הכלכלה, היסטורית תמיכה, והן באמצעות מודל סטטיסטי לכשל פירעון משותף (JDA - Joint Default Analysis), המבטא לאחר בדיקת היכולת והרצון לתמוך, את מידת המתאם וסבירות התמיכה מהגוף התומך. תהליך זה גוזר את הדירוג הסופי למנפיק. מודל JDA מבוסס על העיקרון לפיו סיכון כשל הפירעון של מנפיק תלוי בביצועיו כמו גם בתמיכה חיצונית של המדינה, שיכול ויגבו את התחייבויותיו. גישתנו גורסת כי כל הערכה של הפסד צפוי של חוב שהונפק ע"י המנפיק חייבת לקחת בחשבון את פוטנציאל התמיכה החיצונית של המדינה בכדי למנוע מהמנפיק להגיע לכשל פירעון, כאשר יש להעריך את יכולת ורצון המדינה לסייע במניעת אירוע כשל, כנזכר לעיל. הערכת יכולת המדינה מבוססת על דירוגה והערכת הרצון מבוססת על מבחנים איכותניים וכמותיים. ישום זה של תמיכה חיצונית מאפשר ליצור בסיס השוואה אחיד בין דירוגי מידרוג ויכולת השוואה בין סיכונים אשראי של תאגידים לא פיננסים שאינם קשורים למדינה, שלרוב לא יהנו מתמיכה חיצונית של המדינה לבין דירוג מנפיקים הקשורים למדינה, שיכול ויהנו בסבירות מסוימת מתמיכה חיצונית שכזו מהמדינה.

קביעת הערכת ה-BCA של המנפיק יחד עם קביעת רמת התלות ורמת התמיכה של המדינה, גוזרות טווח דירוגים שעל פיו קובעת ועדת הדירוג את דירוג המנפיק הקשור למדינה. בהתאם לשיקולים שתבחן ועדת הדירוג, שעניינם מאפיינים ייחודיים למנפיק, אשר עשויים להקנות משקל יתר או משקל חסר לפרמטרים שהובאו בחשבון בהערכת התמיכה, אי ודאות הקשורה במאפיינים אלו וכן בהשוואה למנפיקים אחרים למדינה. כמו כן, ועדת הדירוג עשויה להביא בחשבון את הערכתה לגבי גישת המדינה בתעודף התחייבויותיה לנושים שונים על פני אחרים, וזאת בהתאם לתנאי השוק. למשל, בעת שימוש במתודולוגיה ניתן יהיה לקבוע כי רמת התמיכה של המדינה הינה נמוכה, או ניתן יהיה להגביל את רמת התמיכה של המדינה. החלטות אלה מתבססות על בחינת הרצון והיכולת לתמוך מצד המדינה תחת תנאי לחץ, וכן את הציפיות של תמיכה ממשלתית במנפיק הקשור למדינה.

מידרוג עשויה לשקול לקבוע למנפיק הקשור למדינה דירוג השווה, או קרוב, לדירוג הריבון, כאשר דירוג זה גבוה באופן משמעותי מהערכת האשראי הבסיסית של אותו מנפיק, או כאשר לא ניתן לקבוע הערכת אשראי בסיסית. זאת, גם במידה ולא קיימת ערבות ישירה ומפורשת מטעם המדינה לכל התחייבויות המנפיק. ככלל, מקרים כאלו עשויים לכלול מנפיקים בעלי מעמד משפטי ייחודי, או מנפיקים בעלי חשיבות אסטרטגית מהותית, בגינם קיימת להערכת מידרוג סבירות גבוהה ביותר לתמיכה מצד המדינה. כמו כן, מידרוג עשויה להביא בחשבון ערבויות אשר ניתנו על ידי המדינה לחלק מחובות המנפיק, לרבות במקרים בהם בתנאי החוב הנערב קיימים מנגנוני Cross-Default בינו לבין חובות נוספים של אותו המנפיק. חשוב לציין, כי במקרים מסוג זה שינויים במעמד המנפיק הנובעים מתמורות במדיניות ו/או בסדרי העדיפויות של המדינה, אשר עלולים להביא לשינוי ברצון או ביכולת המדינה להתערב, הינם מהותיים להערכת הסבירות לתמיכה מיוחדת במנפיק.

### גישה לדירוג מנפיק קשור למדינה על בסיס תמיכת המדינה בלבד, מבלי לקבוע הערכת אשראי בסיסית

כפי שתואר לעיל, לעיתים הגישה של מידרוג לקביעת דירוג עבור מנפיק קשור למדינה, הינה על בסיס הערכת אשראי בסיסית (BCA) המהווה נקודת מוצא, ממנה מידרוג שוקלת את מידת השיפור בדירוג, לאור הערכת הסבירות לתמיכת המדינה והשפעתה על דירוג המנפיק. בגישה זו, מאפייני האשראי הבסיסיים של המנפיק (כגון: איתנות פיננסית, נזילות ונגישות למקורות מימון) משפיעים על הסבירות כי המנפיק ידרש לתמיכת המדינה והינם בעלי ערך אנליטי. על אף זאת, במקרים מסויימים, כאשר מעמדם ופעילותם של המנפיקים משולבים במידה גבוהה מאוד עם המגזר הציבורי, וכן מאופיינים בנוסף במעורבות גבוהה של המדינה בהתנהלות המנפיקים, מידרוג תדרג מנפיקים אלו בדירוג שווה או קרוב לסיכון המדינה ומבלי ליחס למנפיק הערכת אשראי בסיסית (BCA) על בסיס עצמאי, וזאת גם בהיעדר ערבות מפורשת מצד המדינה, או מנגון תמיכה מפורש מסוג אחר.



## מאפיינים של מנפיקים קשורים למדינה שדירוגם נקבע מבלי לקבוע הערכת אשראי בסיסית

מנפיק שדירוגו נקבע מבלי לקבוע הערכת אשראי בסיסית (BCA) תחילה, הינו בדרך כלל בעל מרבית המאפיינים הבאים:

- זהות אינטרסים ויעדים קרובה ומתמשכת בין המנפיק הקשור למדינה לבין המדינה או שלוחה של המדינה, המתבססת על פעילות מוגבלת ובעלת אינטרס ציבורי מובהק שהוקנתה למנפיק הקשור למדינה, מתוקף רישיון או מנדט ציבורי, ובדרך כלל במעמד של ספק יחיד (מונופול).
  - מעמד משפטי מיוחד מסוג כלשהו, אשר מקנה למנפיק הקשור למדינה הגנה בפני פרוצדורה רגילה של חדלות פרעון, או קיומן של הוראות חוק המאפשרות את העברת התחייבויותיו לידי המדינה במקרה של פירוק, כך שפירוק נפרד ישים במידה מועטה.
  - הממשל התאגידי, המימון והתפעול של מנפיק הקשור למדינה נתונים לפיקוח ממשלתי חזק מאוד, כך שהמדיניות והחלטות המפתח, רובן ככולן, מתקבלות על ידי המדינה, כמו למשל, תקציב פעילות המנפיק, סוגי השקעות והיקפן או מקורות מימון. השפעת המדינה ניכרת גם באחריותה על מינוי הדירקטוריון והנהלה הבכירה. פיקוח המדינה על פעילות המנפיק הקשור למדינה הינו הדוק למדי ותדירות הדיווח למדינה גבוהה. פעילותו של המנפיק הקשור למדינה שזורה בפעילות המדינה והן אינן ניתנות להפרדה. כך, ניתן לצפות לניוד של משאבים פיננסיים או לוגיסטיים בין המנפיק הקשור למדינה לבין המדינה גם במהלך עסקים רגיל. בהתאם, למנפיק הקשור למדינה מידה נמוכה מאוד של עצמאות תפעולית ואסטרטגית, תוך שליטה מועטה שלו, אם בכלל, בגורמים המשפיעים על איתנותו הפיננסית. על כן, יש משמעות נפרדת מועטה לביצועים ולמדדים הפיננסיים של המנפיק הקשור למדינה, כאשר אלו אינם רלוונטיים למידת סיכון האשראי הניצבת בפני המלווים ויתכן אף שבלתי אפשרי להעריכם על בסיס עצמאי ובמנותק מהמדינה. מדדים המצביעים על האיתנות הפיננסית הפנימית של המנפיק, כגון הון עצמי, הכנסות, נזילות ורווחיות הינם בעלי ערך אנליטי מועט, אלא בעיקר מידת הסבירות לקבלת תמיכת המדינה.
  - כשל פרעון של מנפיק הקשור למדינה עלול להסב נזק משמעותי לסיכון האשראי של המדינה, ויחליש את יכולתה להשיג את יעדי המדיניות של המנפיק הקשור למדינה. לפיכך, הציפייה לתמיכת יוצאת דופן הינה קרובה ל-100%.
  - סוכנויות ממשלתיות או ישויות בבעלות מלאה של המדינה. קיומה של אפשרות תיאורטית להפרטת המנפיק הקשור למדינה, אינה מהווה מגבלה לנקיטת גישה דירוגית על בסיס תמיכה בלבד, אולם ככל שקיימת סבירות לא מבוטלת להפרטה, באופן חלקי או מלא, הרי שמידרוג תישלול גישה דירוגית המתבססת על תמיכת המדינה לבדה.
- בבחינת כל אחד מהפרמטרים שנידונו לעיל ניתן ציון המשקף את מידת ההתאמה לדירוג ללא הערכת אשראי בסיסית בין המנפיק למדינה על גבי הסולם: נמוכה מאוד, נמוכה, בינונית, רבה, רבה מאוד.
- מידרוג עשויה לשקול מאפיינים נוספים לגבי מידת התאמת המנפיק הקשור למדינה לגישת דירוג המבוססת על הערכת התמיכה בלבד, וזאת בהתאם למאפייני המנפיק, בכל מקרה לגופו.

### דירוג המנפיק הקשור למדינה יהיה קרוב לסיכון הריבון, אך לא בהכרח זהה לו

בדירוג מנפיק קשור למדינה ללא הערכת אשראי בסיסית, מידרוג מתמקדת בסבירות לתמיכה מיוחדת, כאשר נקודת המוצא הינה שמידת הוודאות לתמיכה מיוחדת הינה כמעט מלאה. עם זאת, בהיעדרה של ערבות פורמלית מפורשת, מידרוג עשויה לשקף מידה מסוימת של אי וודאות לגבי הסבירות לתמיכת המדינה, על ידי הפחתה של רמת דירוג אחת או שתיים ביחס לסיכון הריבון, ובמקרים נדירים, אף יותר מכך. קביעת הדירוג משקפת את שיקול הדעת של מידרוג בהתאם לנסיבות המקרה. סוגייה עיקרית שנבחנת במסגרת הניתוח הינה האם המדינה, בנסיבות בהן היא עצמה תתמודד בקושי פיננסי משמעותי, תבחר להעדיף את התחייבויותיה שלה על פני אלו של המנפיק הקשור למדינה. מידרוג תישקול את הנטל על המדינה, עד כמה פעילותו של המנפיק הקשור למדינה והמדינה יסבלו שניהם ממצוקה פיננסית, את המידה בה התמיכה תכביד את הנטל על המדינה, עד כמה פעילותו של המנפיק הקשור למדינה קריטית להתאוששות המדינה מהמשבר וכן באיזו מידה פעילויות אלו ניתנות להעברה ליישות פרטית אחרת.

### קריטריונים לביסוס חוזק התמיכה

מעת שקבעה כי גישת הדירוג תתבסס רק על הערכת חוזק התמיכה, ללא הערכת אשראי בסיסית, נדרשת וועדת הדירוג להחליט האם דירוג המנפיק הקשור למדינה יהיה זהה לסיכון הריבון או נמוך ממנו (בדירוג מקומי, סיכון הריבון הינו Aaa.il). כאשר אין וודאות מלאה לגבי סבירות מלאה לתמיכה של המדינה במנפיק הקשור למדינה, מידרוג עשויה להימנע מקביעת דירוג זהה לסיכון הריבון, ולבצע הפחתת דירוג ביחס לסיכון הריבון. בד בבד, הפער בין דירוג המנפיק הקשור למדינה לבין סיכון מדינה אינו אמור לעלות על שני נוספים, אלא במקרים מיוחדים.

על מנת לקבוע כי דירוג המנפיק הקשור למדינה יהא זהה לסיכון הריבון, מידרוג תיבחן האם התנאים המופיעים להלן נענים ברובם, אחרת סביר להניח כי דירוג המנפיק הקשור למדינה יופחת מתחת לסיכון הריבון:

- התרחיש לפיו המדינה תבחר להעדיף את חובותיה שלה על פני אלו של המנפיק הקשור למדינה הינו בלתי סביר לחלוטין, כפי שניתן להעריך זאת כיום. במקום זאת, קיימת סבירות גבוהה ביותר שהמדינה תנהג בהתחייבויות המנפיק הקשור למדינה פארי פאסו עם התחייבויותיה שלה וזאת בכל הנסיבות האפשריות. אף כי אין זה תנאי הכרחי על מנת לקבוע תמיכה מלאה, אם קיים טרם רקורד רלוונטי לתמיכה יוצאת דופן של המדינה במנפיק הקשור למדינה, הרי שיש בכך לחזק את הסבירות לתמיכה גם בעתיד.
- המדינה צפויה לסבול מנזק תדמיתי קשה אילו המנפיק הקשור למדינה יכנס לכשל פרעון, ויהיה בכך לפגוע במידה רבה באמון הציבור במדינה. ככל שהמנפיק הקשור למדינה נתפס כזרוע ארוכה של המדינה, וכזה שהחלטות המפתח לגביו (אסטרטגיה, תקציב והשקעות, גיוס חוב וכו') מתקבלות בידי המדינה, כך עולה חומרת הפגיעה התדמיתית במדינה ואובדן האמון.
- קיימת חקיקה לפיה נדרשת המדינה לספק תמיכה יוצאת דופן גם בהיעדרה של ערבות מפורשת, בדרך כלל בצורה של העמדת כתב נוחות (אשר לבדו, אין בו להצדיק דירוג זהה).
- המנפיק הקשור למדינה מחזיק בנכסים חיוניים, אשר המדינה לא תאפשר העברתם לשליטת נושים או צד שלישי כלשהו (לרבות הפרטה), או שהוא בעל פונקציה חיונית לתפקוד המשק, אשר לא ניתן להעבירה לידי המגזר הפרטי במחיר סביר. דוגמאות לכך כוללות תשתיות לאומיות חיוניות או מוסדות פיננסיים הממלאים תפקיד מפתח בנייתו מקורות מימון לחלקים נרחבים בציבור או במשק.
- מידת החוזק הפיסקלי והמוסדי של המדינה הינה גבוהה ביותר והמדינה מקנה ביטחון רב בכך שאיכות האשראי של המנפיק הקשור למדינה בלתי ניתנת להפרדה מזו של המדינה. יכולת התמיכה של המדינה מושפעת מגורמים שונים בסביבה המאקרו כלכלית. שינויים בסביבה הכלכלית עלולים לגרום לתיעדוף בין התחייבויות שונות של המדינה ולהשפיע על יכולת המדינה לתמוך במנפיק הקשור למדינה.

### שיקולים נוספים

הערכת התמיכה והתלות בהתאם לפרמטרים וכן יישום מודל ה-JDA אינם יכולים לכלול את כלל שיקולי הדירוג ועל כן אינם מיועדים להחליף את שיקול הדעת של חברי ועדת הדירוג. לכן, שיקולים נוספים אשר לא באים לידי ביטוי בעת יישום המתודולוגיה, יכולים להוביל לקביעת רמת הדירוג מחוץ לטווח המתקבל במודל ה-JDA. לפיכך, בעת קביעת רמת התמיכה הממשלתית, ייתכן כי הערכת הסיכוי לרמת תמיכה זו, תהיה שונה מהסיכוי לרמת התמיכה הממשלתית המתקבלת על ידי יישום המתודולוגיה. להלן דוגמאות לשיקולים נוספים:

יכולת המדינה לתמוך, בסביבה מאקרו-כלכלית לחוצה או בעתות משבר, כאשר מספר רב של מנפיקים הקשורים למדינה זקוקים לתמיכה משמעותית, מוגבלת בשילוב של התחייבויות מאזניות וחוב מאזניות, למרות שהרצון לתמוך עשוי להישאר גבוה. נציין, כי ככל שמצבה הפיסקאלי של המדינה פחות חזק, יכולת המדינה לתמוך תהיה רגישה יותר לאמור לעיל. בחינת החוזק הפיסקאלי של המדינה כוללת, בין היתר, את היקף החוב של המדינה, זמינות גיוס חוב, מבנה החוב, התחייבויות חוב מאזניות ועוד. כמו כן, החלטות הגמישות המוניטרית ו/או הכלכלית יכולים גם להצביע על יכולת נמוכה לתמיכה.

- יכולת הערכת התמיכה הממשלתית על ידי מידרוג מושפעת מרמת השקיפות והחיזוי של המדיניות הממשלתית. שקיפות וחיזוי של המדיניות הממשלתית הינן, בדרך כלל, מוגבלות כאשר למדינה מוסדות חלשים, ולכן קיים קושי להעריך את רמת התמיכה הממשלתית למנפיקים הקשורים למדינה המצויים בקשיים. כמו כן, היעילות הממשלתית ושלטון החוק הינם שיקולים חשובים. לפירוט אודות המודל הסטטיסטי ראו נספח א' להלן.

## הנחות יסוד במתודולוגית הדירוג

במתודולוגיות המתייחסות למנפיקים הקשורים למדינה, הנחות מפתח בדירוג הינן בדרך כלל הנחות בבסיס המתודולוגיה. הנחות היסוד במתודולוגיות הדירוג החלות על מנפיקים הקשורים למדינה כוללות את הערכתנו לערכי הפרמטרים המשפיעים על הערכת מידת התלות ההדדית בין המנפיק לבין המדינה, הערכת הסבירות לתמיכה מיוחדת וכיוצא בזה.

ההערכות המשמשות בדירוג מבוססות על הנחות, אשר עלולות להסתבר בדיעבד כשגויות. הסיבות לכך כוללות שינויים בלתי צפויים בכל אחד מהגורמים הבאים: הסביבה המאקרו-כלכלית, שינויים רגולטוריים או הליכים משפטיים, התרחשות אירועי קיצון וכדומה.

## מגבלות

בחלקי הדוח הקודמים הוצגו הפרמטרים במטריצת הדירוג ורבים מהשיקולים הנוספים אשר עשויים להיות חשובים בקביעת הדירוג וכן הנחות יסוד מסוימות. בחלק זה, מוצגות מגבלות מטריצת הדירוג ומגבלות כלליות של המתודולוגיה.

### מגבלות מטריצת הדירוג וניתוח מבוסס מודל

ישנן סיבות שונות לשוני אפשרי בין התוצאה המשתמעת מהניתוח בהתאם למטריצת GRI ומודל ה-JDA. המטריצה במתודולוגיה זו, כמו גם המודל הסטטיסטי, הינם כלים אשר נועדו להעריך בקירוב את כושר החזר האשראי של מנפיקים הקשורים למדינה ולסכם את הגורמים העיקריים, שהינם, בדרך כלל, בעלי השפעה הגדולה ביותר על הערכת מידת התלות ההדדית בין המנפיק למדינה ועל הערכת מידת הסבירות לתמיכה מיוחדת. החשיבות שניתנת בפועל לפרמטר מסוים עשויה להיות שונה מהותית כתלות בנסיבות הספציפיות של המנפיק.

שיקולים שאינם מופיעים במטריצה, 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 זו, מתודולוגיות ענפיות או מתודולוגיות דירוג רוחביות אחרות יהיו רלוונטיים לדירוג. ההנחות בבסיס ניתוח מבוסס מודל יכול שיתבססו על נתונים היסטוריים או בנתוני תחזית או באמצעות שילוב שלהם. 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 מסוג זה עלולות 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 הממתנים.

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 במטריצת הדירוג 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: 18.07.2024**

## נספח א' - כשל פירעון משותף - ניסוח פורמאלי

### הסתברויות מותנות לאירוע כשל פירעון

ההסתברות ששתי ישויות יגיעו לכשל פירעון יחד (לאו דוקא באותו פרק זמן בדיוק) תלויה בהסתברות שאחת מהן תגיע לאירוע כשל ובהסתברות שהשנייה תגיע לכשל פירעון גם כן, בהינתן אירוע כשל של הראשונה, כלומר:

$$P(A \cap B) = P(A|B) * P(B)$$

הגדרות:

A - המאורע שישות A תגיע לאירוע כשל פירעון

B - המאורע שישות B תגיע לאירוע כשל פירעון

$A \cap B$  - המאורע ששתי הישויות יגיעו לכשל פירעון

$P(A | B)$  - ההסתברות המותנית - בהינתן שמאורע B קרה A יקרה.

בכדי לגזור את ההסתברויות לכשל פירעון אנו משתמשים בטבלאות Moody's Idealized Default Probabilities and Expected Losses המשקפות נתונים היסטוריים בינלאומיים מותאמים של Moody's וזאת מבלי שבוצעה התאמה כלשהי לשוק המקומי. לצורך הערכת ההסתברות המותנית לכשל פירעון יש לקחת בחשבון את הקשרים בין המאורעות, שעלולים להביא לאירוע כשל של שתי הישויות יחד. נציין, כי בשלב זה ההסתברויות לאירוע כשל עבור כל אחד מהחייבים וההסתברויות המותנות לאירוע כשל נעדרות הנחה של תמיכה, כלומר ההסתברויות לאירוע כשל בהיעדר תמיכה משותפת (בהמשך תותר הנחה זו).  
נניח עתה כי:

L - המאורע שבו החייב שמדורג נמוך יותר ("הנתמך") יגיע לאירוע כשל

H - המאורע שבו החייב שמדורג גבוה יותר ("התומך") יגיע לאירוע כשל

ניסוח משוואת ההסתברות המותנית מחדש עבור אירועים אלה:

$$P(L \cap H) = P(L|H) * P(H)$$

ההסתברות המותנית תנוע בטווח שבין 0 במקסימום ל-1 במינימום<sup>4</sup>. להלן שתי דוגמאות למצבים אלו (שהינן לצורך המחשת השימוש התיאורטי בנוסחאות):

- $P(L | H) = 1$  - נניח שאיכות האשראי של חברה תלויה משמעותית בפעילות של חברה אחרת. לדוגמה הסיכון לכשל פירעון של מפיץ בשוק תחרותי, הנשלט על ידי ספק יחיד עלולה להיות תלויה משמעותית באיתנות הפיננסית של אותו ספק. כלומר, בהינתן שהספק (H) פשט רגל, ההסתברות שהמפיץ (L) יפשוט רגל היא 1.0. הקורלציה בין שני האירועים (L ו-H) היא מקסימאלית. בתרחיש מסוג זה ההסתברות ששתי החברות יגיעו לאירוע כשל פירעון היא  $P(H)$ .
- $P(L | H) = P(L)$  - נניח כי בנק ממדינה א' בעל דירוג גבוה (H) ופיזור לקוחות רחב מעניק מכתב אשראי (LOC) לחברה בעלת דירוג נמוך (L) ממדינה ב'. בעוד שיתכנו נסיבות שבהן החברה עלולה להתמודד עם קשיים כלכליים בעצמה, סיכון האשראי שלה אינו מושפע מסיכון האשראי של הבנק כך שהתלות בין הישויות נמוכה. בתרחיש זה ההסתברות המותנית של אירוע כשל של החברה, בהינתן שהבנק הגיע לכשל פירעון היא פשוט ההסתברות של החברה להגיע לאירוע כשל בפני עצמה -  $P(L)$ . כלומר האירועים L ו-H לא מתואמים וההסתברות המשותפת לאירוע כשל הוא המכפלה של הסתברותיהן בנפרד -  $P(L) * P(H)$ . במקרה זה הדירוג המשתמע גבוה מהדירוג של התומך.

<sup>4</sup> בתיאוריה, ההסתברות המותנית יכולה לקבל במינימום ערך של 0-, במידה והמתאם בין הישויות הוא שלילי חזק, אולם פרקטית נתעלם מאפשרות זו ונשמר את הטווח הנזכר מעלה.

במציאות, ההסתברות לפשיטת רגל של הנתמך בהינתן שהתומך הגיע לכשל פירעון תנוע בטווח שבין שני ערכים אלו. לצורך פשטות נניח כי  $W$  הוא משקולת הקורלציה בין  $L$  ו- $H$  ומבטא ערכים בין המקסימום למינימום. ניתן עתה לבטא את ההסתברות המשותפת לאירוע כשל בין התומך והנתמך כ: (1)  $P(L \cap H) = W * P(H) + (1-W) * P(L) * P(H)$

כלומר בהינתן שקיים דירוג לכל אחת מהישויות, נותר לקבוע את משקולת הקורלציה כדי לגזור את הדירוג בהינתן תמיכה חיצונית מלאה. כעת נרחיב את המודל להסתברויות שונות של תמיכה חיצונית.

### הסתברות לתמיכה

מידת התמיכה של התומך בנתמך אינה נתון וודאי ברוב המקרים. במקרים מסוימים, למשל כאשר קיימת ערבות בלתי חוזרת של התומך למלוא החוב של הנתמך, המגובה בכתב ערבות, ניתן להניח תמיכה מלאה בהסתברות גבוהה. ואולם, במרבית המקרים התמיכה אינה ניתנת במפורש ו/או אינה מלאה ומוגבלת במגבלות שונות. באותם מקרים יש לבצע הערכה סובייקטיבית של ההסתברות לתמיכה.

נגדיר  $S$  כשיעור התמיכה, או ההסתברות לתמיכה אשר יכולה לנוע בטווח שבין 0 ל-1. נסתכל שוב על שני מצבי קיצון: א)  $S=0$  - כלומר אין תמיכה חיצונית. בתרחיש זה ההסתברות שחייב  $L$  יגיע לאירוע כשל עומדת על ההסתברות הכשל שלו  $P(L)$ . ב) תמיכה מלאה  $S=1$  - במקרה זה אירוע כשל יתרחש כאשר שני המנפיקים יגיעו לכשל פרעון. בתרחיש זה ההסתברות הכשל המשותפת תהיה  $P(L \cap H)$  בדומה לנוסחא 1.

ההסתברות המשותפת לכשל פירעון בהינתן שיעור תמיכה מסוים הוא ממוצע משוקלל של שני תרחישים אלו בשיעור התמיכה:

$$P(L \cap H | S) = (1-S) * P(L) + (S) * P(L \cap H) \quad (2)$$

### יישומים ודוגמאות

**1. תמיכה מלאה וחובות מובטחים בערבות בלתי חוזרת ( $S=1$ )** - נניח כי ישנה התחייבות המובטחת ע"י שתי ישויות, כלומר שני החייבים ביחד ולחוד אחראים לשירות החוב. אירוע כשל פירעון יתרחש רק אם שני החייבים יגיעו לכשל פירעון. נניח כי מנפיק  $L$  מדורג Baa2.il ומנפיק  $H$  מדורג A1.il; נניח כי על-פי ההסתברויות לכשל המתאימות לכל רמת דירוג הן 1.20% ו-0.19%, בהתאמה. בנוסף, נניח כי משקולת הקורלציה היא 50%. בתרחיש זה ההסתברות הכשל המשותפת תעמוד על 0.10% והדירוג המשותף הוא Aa3.il, הטבה של דרגת דירוג אחת מעל הדירוג הגבוה. הגדלת משקל הקורלציה ל-75% תניב הסתברות לכשל של 0.14% (דירוג נגזר של A1.il) והקטנתה ל-25% תניב הסתברות לכשל של 0.05% (דירוג נגזר של Aa2.il).

**2. תמיכה חלקית** - בהיעדר עדות פורמאלית על תמיכה מלאה ובלתי מסויגת במנפיק, תיבחן הנחה של תמיכה לפי אינדיקטורים איכותניים בעיקרם, המבססים את מידת החשיבות של הנתמך עבור התומך, כפי שפורטו לעיל. ההערכה לגבי אינדיקטורים אלו תתורגם למפתח ניקוד אשר גוזר את ההסתברות לתמיכה, שהינה בדרך כלל חלקית. בהינתן הדוגמא הקודמת ( $W=50\%$ ), נניח כי  $S=50\%$ , אזי הדירוג המשותף על פי נוסחא 2 הוא 0.65% הגוזר בקירוב דירוג של A3.il (לעומת Aa3.il בהנחה של תמיכה מלאה), דירוג הנמצא במחצית הדרך בין שני הדירוגים (A1.il ו-Baa2.il).

### נספח ב' - דוגמה ליישום התוצאות במטריצה והמרה לטווח דירוגים

להלן דוגמה היפותטית לאופן שקלול הציונים במטריצת הערכת מידת התלות ההדדית ובמטריצת הערכת הסבירות לתמיכה מיוחדת, לכדי טווח דירוגים עבור מנפיק קשור למדינה. בדוגמה זו, הערכת האשראי הבסיסית למנפיק (BCA) הינה a3.il. כאמור, בסולם הדירוג המקומי של מידרוג, סיכון הריבון (ישראל) הינו Aaa.il.

#### הערכת התלות ההדדית

| קטגוריה                         | פרמטר  | נמוכה | בינונית | גבוהה | גבוהה מאוד |
|---------------------------------|--|-------|---------|-------|------------|
| קשר כלכלי/תפעולי                | % העברות כספיות ממשלתיות באופן ישיר או בלתי ישיר מהמדינה   |       | ✓       |       |            |
|                                 | % מכירה למדינה מסה"כ מכירות המנפיק                         |       |         | ✓     |            |
|                                 | % הדיבידנדים (+מיסים) מהמנפיק מהכנסות המדינה               |       |         |       | ✓          |
| הישענות על אותו בסיס הכנסות     | היקף הישענות על הכנסות אשר מקורן בשטח המדינה               |       |         | ✓     |            |
| היקף חשיפה לסיכונים אשראי דומים | חשיפה לשע"ח במבנה חבויות חשיפה לסקטור זהה סיכונים פוליטיים |       |         | ✓     |            |
| <b>סה"כ - הערכת תלות הדדית</b>  |  |       |         |       |            |

על בסיס הפרמטרים הנ"ל, מידת התלות ההדדית הנגזרת הינה High (70%).

#### הערכת הסבירות לתמיכה מיוחדת

| קטגוריה                            | פרמטר  | נמוכה | בינונית | חזקה | גבוהה | גבוהה מאוד |
|------------------------------------|--|-------|---------|------|-------|------------|
| תמיכה מובנית                       | ערבות (הסכמ, מכתב, ורבלית), מעמד משפטי מיוחד |       |         |      | ✓     |            |
|                                    | החזקה  |       |         |      |       | ✓          |
| חסמים לתמיכה                       |  |       |         |      |       |            |
| תמיכה שברצון                       | התערבות ממשלתית                              |       |         |      | ✓     |            |
|                                    | קשר פוליטי                                   |       |         |      | ✓     |            |
|                                    | חשיבות כלכלית                                |       |         |      |       | ✓          |
| <b>סה"כ - סבירות לתמיכה מיוחדת</b> |  |       |         |      |       |            |

על בסיס הפרמטרים הנ"ל, הסבירות הנגזרת לתמיכה מיוחדת הינה High (71%-90%).

**שקלול התוצאות והמתרן לטווח דירוגים באמצעות מודל JDA**

בהתבסס על הערכת התלות ההדדית בין המנפיק למדינה, הערכת הסבירות לתמיכה מיוחדת, הערכת אשראי בסיסית (BCA) של a3.il וכן הנחת סיכון ריבון של Aaa.il, המודל מספק טווח תוצאות אפשריות. גבול הטווח התחתון הינו דירוג A1.il וגבולו העליון הינו דירוג Aa2.il.

| גבוהה מאוד | גבוהה  | בינונית | נמוכה | תלות הדדית           |
|------------|--------|---------|-------|----------------------|
| גבוהה מאוד | גבוהה  | חזקה    | נמוכה | סבירות לתמיכה מיוחדת |
|            |        |         |       | Aaa.il               |
|            |        |         |       | Aa1.il               |
|            | Aa2.il |         |       | Aa2.il               |
|            | Aa3.il |         |       | Aa3.il               |
|            | A1.il  |         |       | A1.il                |
|            |        |         |       | A2.il                |
|            |        |         |       | A3.il                |
|            |        |         |       | Baa1.il              |
|            |        |         |       | Baa2.il              |
|            |        |         |       | Baa3.il              |
|            |        |         |       | Ba1.il               |
|            |        |         |       | Ba2.il               |
|            |        |         |       | Ba3.il               |
|            |        |         |       | B1.il                |
|            |        |         |       | B2.il                |
|            |        |         |       | B3.il                |
|            |        |         |       | Caa1.il              |
|            |        |         |       | Caa2.il              |
|            |        |         |       | Caa3.il              |
|            |        |         |       | Ca.il                |
|            |        |         |       | C.il                 |



## © 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 שיבסס החלטות בענייני השקעות על חומרי מידרוג, ינהג בכך בצורה פזיזה וחסרת אחריות. מידרוג ממליצה לכל משקיע פרטי להיוועץ ביעוץ פיננסי או ביעוץ 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 כשלהו ממנו או לסרוק אותו, לשכתב אותו, להפיצו, 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 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 נוצרו 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 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 אמינים, 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 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).