

דירוג מכשירי חוב ומנפיקים בכשל פירעון ומכשירים פגומים

דוח מתודולוגי | נובמבר 2025

אנשי קשר:

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

סיגל יששכר, סמנכ"ל
ראש תחום נדל"ן, מנהלת פעילות הדירוג
i.sigal@midroog.co.il

ליאת קדיש, רו"ח, סמנכ"ל
ראש תחום מימון תאגידים
liatk@midroog.co.il

מוטי ציטרין, סמנכ"ל
ראש תחום מוסדות פיננסיים, מימון מובנה ושירותים נוספים
moty.c@midroog.co.il

איריס שדה-אור, סמנכ"ל
ראש תחום פרויקטים ותשתיות
iris.s@midroog.co.il

הקדמה

מטרת דוח זה הינה להסביר את גישת מידרוג לדירוג מכשירי חוב או מנפיקים המצויים בכשל פרעון ומכשירי חוב פגומים, בהתאם להגדרות של מידרוג לכשל פרעון. הדוח נועד לשקף את המאפיינים האיכותיים והכמותיים העיקריים המשפיעים על דירוג חברות ומכשירי חוב בכשל פרעון ומכשירים פגומים.

בדוח מתודולוגי זה אנו מציגים פרמטרים עיקריים לדירוג מכשירי חוב או מנפיקים המצויים בכשל פרעון ומכשירים פגומים (להלן: **"הקווים המנחים"**) להערכתנו, קווים מנחים הינם כלי פשוט יחסית, שיכול לשמש במקרים רבים על מנת להעריך בקירוב את השפעת מאפייני החוב על כושר החזר האשראי ביחס למכשירים השונים ולסכם את הפרמטרים העיקריים שהינם, בדרך כלל, בעלי החשיבות הגדולה ביותר לקביעת דירוגים של מכשירי חוב או מנפיקים המצויים בכשל פרעון ומכשירים פגומים. הערכת הפרמטרים בקווים המנחים 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 בקווים המנחים. מדובר בשיקולים אשר עשויים להיות חשובים להערכת כושר החזר האשראי, אולם רק במקרים מסוימים. כמו כן, ייתכן כי שיקולים מתודולוגיים המפורטים במתודולוגיות דירוג רוחביות אחרות יהיו רלוונטיים לדירוגים. יתרה מזאת, מכיוון שדירוגים הינם צופים פני עתיד, מידרוג לוקחת בחשבון הערכה של מגמות בדבר הסיכונים והגורמים הממתנים, באופן איכותי. בדוח מתודולוגי זה נציג את הנושאים הבאים: (1) הגדרה ומאפיינים של כשל פרעון וחוב פגום (2) פרמטרים המשמשים בדירוג מכשירי חוב או מנפיקים בכשל פרעון ומכשירים פגומים (3) הערכת שיעור השיקום הצפוי (4) קביעת הדירוג על בסיס טווח שיעור השיקום (5) שיקולים נוספים בדירוג מכשירי חוב או מנפיקים בכשל פרעון או מכשירים פגומים.

מידרוג בוחנת ומעדכנת את מתודולוגיות הדירוג בהתאם לצורך.

דוח מתודולוגי זה מחליף את הדוח המתודולוגי שפורסם בינואר 2021. מידרוג סבורה כי אין בפרסום מתודולוגיה זו משום שינוי ביחס למתודולוגיה שפעלה לפיה בקביעת הדירוגים עד כה, ואין בפרסומה בכדי לגרום לשינוי הדירוגים הקיימים.

מטרת הפרסום הינה לעדכן את ההפניה להגדרות כשל פרעון ומכשיר פגום, כפי שפורסמו במסמך "סולמות והגדרות הדירוג", להסיר הגדרות קודמות שאינן עדכניות וכן להוסיף התייחסות לאופן דירוג מכשירי מימון מובנה בהקשר למצבי אי תשלום שונים. כמו כן, בוצעו שינויי עריכה.

יחד עם זאת, הציבור מוזמן להעביר התייחסותו באמצעות דואר אלקטרוני RFC@midroog.co.il עד לתאריך 02/12/2025.

כאשר התחייבות בכשל פרעון, או כאשר היא צפויה לעבור לכשל פרעון ברמת ודאות גבוהה, או כאשר מניות בכורה או מכשירים היברידיים הפכו לפגומים, הדירוג ישקף את הערכת מידרוג לשיעור השיקום הצפוי של תשלומי הריבית והקרן, וכן את רמת אי הוודאות בהערכה זו, וזאת על פי הגדרות הטווחים לשיעורי השיקום עבור רמות הדירוג השונות כפי שיפורט להלן. לצורך כך מידרוג מתבססת על טבלת שיעורי השיקום המקורבים של מודי'ס וזאת מבלי שבוצעה התאמה כלשהי לשוק המקומי.

נדגיש כי כלל דירוגי האשראי של מידרוג משקפים את כושר החזר האשראי של מנפיק או הנפקה. כושר החזר האשראי של מנפיק או הנפקה מתייחס להפסדי האשראי הצפויים, שניתן לייצגם כמכפלה של ההסתברות לכשל פרעון וההפסד בקרות כשל פרעון. מידרוג שואפת לשקף בדירוגיה את הפסדי האשראי הצפויים במידרג אורדינלי (של סדר יחסי), קרי, כי ההפסד הצפוי של דירוגים נמוכים יהיה גבוה מההפסד הצפוי של דירוגים גבוהים. כושר החזר האשראי כהגדרתו לעיל, נבחן לאורך כל סולם הדירוג של מידרוג¹. יחד עם זאת, בדירוג מנפיק או הנפקה בתחום המימון התאגידי והמוסדות הפיננסיים, מידרוג אינה מודדת מידה כמותית את ההסתברויות לכשל פרעון לצורך אומדן הפסדי האשראי הצפויים, אלא מעריכה את יכולת המנפיק לעמוד בהתחייבויותיו, ביחס למנפיקים מדורגים

¹ ייתכן כי בדירוגים של מכשירים פיננסיים מסוימים כגון חובות נחותים מסוגים שונים, הנקבעים באופן יחסי לדירוג המנפיק הרלוונטי, תילקח בחשבון מידת סיכון האשראי של המנפיק כפי שבאה לידי ביטוי בדירוג המנפיק שלו וזאת כדי לקבוע את הפער הדירוגי מידרוג המנפיק. בדרך כלל, ככל שרמת הדירוג נמוכה יותר, הפער הדירוגי יהיה גדול יותר בשל הירידה ברמת אי הוודאות לגבי מבנה החוב וההפסד בקרות כשל פרעון. פירוט בדבר השיקולים הנלקחים בחשבון בדירוג מכשירים פיננסיים מסוגים שונים, לרבות גובה דירוג המנפיק, מפורטים במתודולוגיות הדירוג הרלוונטיות.

אחרים, תוך שימוש בניתוח סיכונים אשראי איכותי באמצעות פרמטרים מקובלים המפורטים במתודולוגיות הדירוג, אשר להערכת מידרוג, משקפים את יכולת המנפיק לעמוד בהתחייבויותיו.

כמו כן, בדירוגי מנפיק או הנפקה בתחומי המימון תאגידי והמוסדות הפיננסיים מידרוג לוקחת בחשבון במסגרת דירוג מכשירים פיננסיים שונים את מאפייניהם הספציפיים העשויים להשפיע על גובה ההפסד הצפוי בקרות כשל פרעון², אף אם אינה מודדת מדידה כמותית את ההפסד בקרות כשל פרעון, אלא אם ארע אירוע כשל פרעון. על מנת לשקף את השונות בהפסד הצפוי (במקרים בהם נעריך כי כתוצאה ממאפייניו של המכשיר הפיננסי הפסד האשראי הצפוי יהיה שונה יחסית להפסד בהיעדר מאפיינים אלו), דירוג המכשיר הפיננסי עשוי להיות שונה מידרוג המנפיק כהגדרתו להלן.

בהתאם למשמעות ההפסד הצפוי בבסיס דירוגי האשראי של מידרוג, דירוגים של מכשירי חוב או של מנפיקים בכשל פרעון ומכשירים פגומים (בהתאם להגדרת כשל פרעון וחוב פגום של מידרוג) משקפים את שיעור השיקום כאלמנט מרכזי, מאחר וההסתברות לכשל היא וודאית או ממשית.

בהתאם להגדרות הדירוג של מידרוג בסולם הדירוג לזמן הארוך, התחייבויות המצויות בכשל פרעון ואף קרובות לכשל פרעון מתאימות לרמת Caa.il-Ca.il, שכן מדובר בכשל פרעון בפועל או רמת וודאות גבוהה לכשל פרעון ממשית ולא היתכנות תאורטית בלבד להפסד. יחד עם זאת, כושר החזר האשראי של מנפיקים או מכשירי חוב בכשל פרעון או מכשירים פגומים עשוי להיות שונה ובמקרים מסוימים מכשירי החוב צפויים לשיעורי שיקום גבוהים יחסית. בהינתן הערכה של שיעור שיקום גבוה יחסית וברמות ודאות גבוהות, יכול דירוג ההתחייבויות להגיע גם לדירוג בקבוצת B.il-Caa.il, לפי העניין ובהתאם לשיקולים המפורטים במסמך זה להלן.

בד בבד, כנזכר לעיל, מכשירי חוב ומנפיקים יכול וידורגו על פי המתודולוגיה לדירוג מכשירי חוב בכשל פרעון ומכשירים פגומים אף אם טרם ארע כשל הפרעון לגביהם, וזאת אם להערכתה של מידרוג, קיימת רמת וודאות גבוהה וממשית לכשל פרעון/הפיכת החוב לפגום. על פי רוב, חוב המוגדר בכשל פרעון אינו צפוי לשאת דירוג גבוה מ-B1.il. עם זאת ייתכנו מקרים חריגים, בהם חוב המצוי בכשל טכני זמני ובלתי מהותי ידורג בדירוג גבוה מקבוצת B.il. פירוט השיקולים לדירוג ברמת דירוג הגבוהה מ-B.il על אף שההפסד הינו ממשית, ראה בהמשך דוח זה.

יודגש כי במקרים בהם מכשירי חוב או מנפיקים מדורגים על ידי מידרוג במתודולוגיה לדירוג מכשירי חוב בכשל פרעון ומכשירים פגומים, מידרוג נוהגת לפרט בדוח הדירוג את נסיבות כשל הפרעון בהתאם להגדרת מידרוג או לחילופין, את הנסיבות וההנחות בגינן מידרוג מעריכה כי ברמת וודאות גבוהה המנפיק או מכשיר החוב יעבור למצב של כשל פרעון/ פגום.

מתודולוגיה זו לדירוג מכשירי חוב בכשל פרעון ומכשירים פגומים אינה חלה על מכשירי חוב או מנפיקים שאינם בכשל פרעון/אינם מכשירים פגומים או אשר לא צפויים להפוך לפגומים או לעבור למצב של כשל פרעון ברמת וודאות גבוהה, אף אם מכשירי חוב או מנפיקים אלו מאופיינים על ידינו כבעלי כושר החזר אשראי חלש/חלש מאוד יחסית למנפיקים אחרים (ובהתאם לכך הדירוג שנקבע עבורם נמוך יחסית, לרבות דירוג בקבוצת B.il ומטה).

להגדרת כשל פרעון (Default) ומכשיר פגום (Impairment) הנכם מופנים למסמך סולמות והגדרות הדירוג של מידרוג באתר

מידרוג: www.midroog.co.il

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.

נסיבות בהן תעריך מידורג וודאות גבוהה לכשל פרעון או פגימת חוב אף אם זה טרם ארע

מידורג עשויה להעריך כי קיימת וודאות גבוהה לכשל פרעון או פגימה בקשר עם מכשיר אחד או יותר, גם אם זה טרם התרחש בפועל, וזאת בנסיבות בהן מידורג מזהה חשש ממשי לאירוע כשל פרעון או מכשיר פגום בהתאם להגדרותינו, כגון כאשר מידורג מעריכה כי קיימת רמת וודאות גבוהה שהחברה עלולה שלא לעמוד בתשלום החוב במלואו ובמועדו, או שבכוונתה לפעול להסדר חוב, או כאשר קיים חשש ממשי להפרה של התחייבויות חוזיות שיש בהן להוביל לדרישה להעמדה לפרעון מידי של אחת או יותר מהתחייבויות החברה, שעלולה להתפתח לכדי כשל פרעון. הערכתנו לאירוע כשל פרעון או כשל פירעון ברמת וודאות גבוהה או מכשיר פגום תביא בחשבון שיקולים איכותיים וכמותיים בהתאם לנסיבות ולשיקול הדעת המקצועי של מידורג בכל מקרה לגופו.

דירוג מנפיקים או מכשירי חוב הנושאים מאפייני סיכון גבוהים אך אינם בכשל פרעון³

ייתכנו מכשירי חוב או מנפיקים שידורגו בדירוגים נמוכים יחסית (לרבות קבוצת ה-B.il ומטה) אף שאינם מוגדרים על ידינו בכשל פרעון ולפי הערכתנו אינם צפויים לכשל פרעון ברמת וודאות גבוהה. מצב זה עשוי להתרחש, למשל, כאשר מאפייני הסיכון של המנפיק או מכשיר החוב מצביעים על כושר החזר אשראי⁴ חלש מאוד, זאת על פי הפרמטרים במתודולוגיה הרלוונטית לדירוגו, אולם קיימים גורמים ממתני סיכון אשר על בסיסם מידורג מעריכה כי המנפיק אינו בכשל פרעון או אינו צפוי ברמת וודאות גבוהה לעבור למצב של כשל פרעון. מאפייני סיכון האשראי של מנפיק מסוג זה עשויים לנבוע מהערכת רמת הסיכון העסקי בענף הפעילות כגבוהה מאוד, מרמת מינוף גבוהה מאוד או מכריות רווחיות חלשות במיוחד, או שילוב של כל אלו וכן מאפייני סיכון נוספים. גורמים ממתני סיכון עשויים לנבוע מרמת נזילות שעשויה להיות מספקת בטווח הנראה לעין, בהתחשב באיכות המקורות הנזילים, או מתמיכה חיצונית מצד החברה האם. דוגמא שונה למקרה שבו מכשירי חוב יישא דירוג המבטא כושר החזר אשראי חלש, אך עדיין לא יהיה בכשל פרעון, הינו מכשירי חוב אשר בהתאם לתנאיו "סופג הפסדים" בשיעור גבוה יחסית, אף על פי שההסתברות לכך שיהפוך לחוב פגום הינה נמוכה יחסית. למשל: מכשירי חוב נחותים מבחינת סדר קדימותם ב"מפל התשלומים".

מאפיינים של מכשירי חוב בכשל פירעון או מכשירים פגומים

כאשר חברה אינה יכולה לשלם את חובותיה בהגיע מועד פרעונם, היא עלולה להיכנס להליך פירוק או לחילופין לפנות להליך הבראה אשר במסגרתו עשויים להתגבש פשרה או הסדר אשר מטרתם להבריא את החברה, או להוביל להשאת הערך ממימוש נכסיה. כשל פרעון עלול לנבוע גם מפניה של נושי החברה לפעול כנגדה בהליכים משפטיים, למשל בעת שהיא מפרה התחייבויות חוזיות בהסכם המימון או בשטר הנאמנות, המהוות עילה להעמדת החוב לפרעון מידי, כגון אי עמידה באמות מידה פיננסיות. חשוב להדגיש בהקשר זה כי אי עמידה באמות מידה פיננסיות, כגון הפרה של יחסי מינוף ויחסי כיסוי, אינה נחשבת לכשעצמה כשל פרעון בהתאם להגדרות של מידורג, אלא אם החייב לא מצליח לתקן את ההפרה ונכשל בהאצת פירעון החוב, וממילא אז יוגדר בכשל פרעון. יחד עם זאת, כאשר החברה אינה עומדת באמות מידה פיננסיות, מידורג עשויה להעריך, בהתאם לנסיבות העניין, כשל פרעון ברמת וודאות גבוהה.

במקרים מסוימים הניסיון להגיע להסדר חוב מתבצע מחוץ לתכלית בית המשפט, כאשר הנושים ממנים נציגות מטעמם אשר פועלת במו"מ מול הנהלת החברה. בהקשר זה יצוין כי חברות עשויות לפנות למשקיעים בהצעות רכש, אשר חלקן עלולות להיחשב כהצעות הסדר. ככל שתנאי ההצעה עונים להגדרות של סעיף 3 בהגדרת כשל פירעון או בהגדרת חוב פגום, אזי מכשירי חוב אלו יוגדרו כחובות בכשל פירעון או כמכשירים פגומים, בהתאמה.

פרמטרים המשמשים בדירוג מכשירי חוב או מנפיקים בכשל פירעון ומכשירים פגומים

כאשר התחייבות בכשל פירעון על פי הגדרות הכשל של מידורג, או מכשיר מוגדר כפגום, או ברמת וודאות גבוהה יעבור למצב כזה על פי הערכותיה של מידורג, אופן קביעת הדירוג מבוסס על הערכתנו לשיעור השיקום של המכשיר בהתאם לתרחיש המרכזי שנביא

³ או מנפיקים אשר יעברו למצב של כשל פירעון ברמת וודאות גבוהה.

⁴ כהגדרתו לעיל ובמסמך סולמות והגדרות הדירוג של מידורג.

בחשבון לגבי מתווה הפעולה של החברה, בהתחשב בנסיבות בהן מצויה החברה במועד כשל הפירעון של מכשיר החוב ו/או במועד הפגימה במכשירים פיננסיים אחרים.

שיעור השיקום של מכשיר החוב מוגדר על ידי מידורג כיחס בין סכום ההחזר הנאמד על ידי מידורג לבין יתרת החוב המתואמת, לרבות ריבית והצמדה שנצברה.

טבלת שיעור השיקום

בקביעת הדירוג למכשירי חוב בכשל פרעון או חוב פגום מידורג מתבססת על טבלת שיעורי השיקום המקורבים של מודייס לדירוג ניירות ערך בכשל פירעון או חוב פגום, וזאת מבלי שבוצעה התאמה כלשהי לשוק המקומי. טבלת השיקום חלה רק על מכשירים אשר על פי ההגדרות של מידורג מצויים בכשל פרעון או פגומים או שהם צפויים להפוך כאלה בוודאות גבוהה מאוד. טבלה זו מגדירה את רמת הדירוג ההולמת עבור טווח שיעור השיקום הנאמד, ובהתחשב במידת הוודאות הקיימת לגבי שיעור השיקום. השימוש בטבלת השיקום בעת קביעת הדירוגים על ידי מידורג נועד לקבוע, באופן עקבי ומהימן, ככל שניתן לפי הערכות מידורג, לדירוג אורדינלי (של סולם סדר יחסי) של כושר החזר האשראי - כאשר חוב בכשל פרעון בעל הפסד צפוי נמוך, מדורג גבוה יותר מאשר חוב בכשל פרעון בעל הפסד צפוי גבוה. חשוב לציין כי טבלת השיקום אינה מבוססת על קשר סטטיסטי בין שיעורי השיקום לרמת דירוג נתונה, אלא שהיא מייצגת סולם סדר של רמות דירוג בהתאם לטווחים של שיעורי שיקום שהוגדרו וכן את תקרת הדירוג המקובלת על ידי מידורג לחוב המצוי בכשל פרעון.

שיעורי השיקום עשויים להיות שונים עבור מכשירי חוב שונים של החברה, לרבות סדרות שונות של אגרות חוב, בהתאם לבטוחות הקיימות למכשירי החוב השונים, טיבן וערכן של בטוחות אלה ובהתאם למאפייני הנחיתות של מכשירי החוב ביחס למכשירי חוב אחרים. לפיכך, בנסיבות אלה מידורג עשויה לקבוע דירוגים שונים למכשירי החוב השונים.

קביעת רמת הדירוג על פי טבלת שיעור השיקום תתחשב במידת הוודאות הקיימת לגבי שיעור השיקום. כך שלצורך קביעת דירוג בקבוצת ה-B,il, למכשיר חוב בכשל פרעון או חוב פגום, אי הוודאות בדבר שיעורי השיקום צריכה להיות נמוכה. למשל: במידה וההסתברות כי שיעור השיקום נמוך מ-90% אינה זניחה (למשל מעל 10%) - הדירוג בדרך כלל יהיה נמוך מקבוצת ה-B,il.

על פי רוב, חוב המוגדר בכשל פרעון אינו צפוי לשאת דירוג גבוה מ-B1,il אם כי ייתכנו נסיבות נדירות בהן חוב המצוי בכשל טכני זמני ובלתי מהותי ידורג בדירוג גבוה מכך. לפירוט בנושא שיקולים לדירוג בשונה מטווחי שיעור השיקום בטבלת שיעורי השיקום, ראו סעיף שיקולים נוספים להלן.

לאחר שהשתנו תנאיו של מכשיר החוב והוא חדל להתקיים בתנאיו המקוריים, יחדל להיחשב בכשל פרעון מהעת בה נחתמו לגביו תנאים חדשים. דירוג מכשיר החוב החדש ייעשה תחת בחינה זהירה ושמרנית לגבי מתווה ההסדר שנכנס לפעולה, בהתאם לנסיבות העניין ובכל מקרה לגופו.

שימוש בפרמטרים רלוונטיים לפעילות החברה לצורך בחינת שיעור השיקום כמפורט במתודולוגית הדירוג הענפית

במקרים רבים הפרמטרים אשר שימשו לקביעת הדירוג בעת שהחברה נחשבה כעסק חי ובעלת אופק פעילות ארוך טווח, עשויים להיות פחות רלוונטיים לבחינת שיעור השיקום כאשר אחד או יותר ממכשירי החוב של החברה מצוי בכשל פרעון. עם זאת, ככל שההנחה שהחברה תמשיך בפעילותה הקיימת במתכונת של תכנית הבראה, בחינת שיעור השיקום עשויה להתבסס גם על הפרמטרים הרלוונטיים לפעילות החברה בטווח הבינוני-ארוך, כמפורט במתודולוגית הדירוג הרלוונטית.

תרחיש השיקום המרכזי ומידת הוודאות לגביו

בדרך כלל קיים חוסר וודאות גבוה בשלבים השונים של הסדר החוב לגבי המתווה שייקבע בסופו של התהליך. הסדרי חוב מערבים שחקנים רבים ובעלי אינטרסים שונים, ובתוכם החברה, בעלי השליטה בה, הנושים לסוגיהם השונים, משקיעים קיימים ועתידיים וכן בעלי תפקידים רשמיים מטעם בית המשפט. במקרים רבים הליכי הסדר החוב כוללים משא ומתן ממושך בין הגורמים המעורבים בו לגבי הסדר החוב הרצוי, תרומת בעלי המניות, שווי נכסי החברה, כניסת משקיעים חדשים ועוד. מאפיינים אלו של הליכי הסדר חוב

מעלים אי וודאות עסקית ומשפטית גבוהה יחסית לגבי ההתפתחויות הצפויות, משך זמן ההליך ותוצאותיו. כך קורה שפעמים רבות בנקודת הכניסה לאירוע כשל הפרעון, קיימת אי וודאות גבוהה באשר למתווה הפעולה של החברה בטווח הבינוני והארוך, והתרחיש המרכזי שמידרוג מביאה בחשבון בבחינת שיקום החוב הינו הנזלת הנכסים והשבת ההתחייבויות בהתאם למדרג החובות ובהתחשב בהוצאות ההפעלה והניהול של הפעילות בטווח הקצר-הבינוני ובהתאם לנסיבות. במקרים בהם מידרוג תעריך כי קיימת סבירות ברמה טובה להתממשות הצעה קונקרטית להסדר חוב ו/או תכנית הבראה שהועלתה על ידי החברה, מידרוג תתבסס על הצעת הסדר החוב ו/או על תכנית הבראה על מנת להעריך את שיעור השיקום. בהיעדר תכנית הבראה קונקרטית או תכנית לארגון מחדש של החוב, וכאשר מידרוג תעריך במידה גבוהה של וודאות כי שווי החברה עולה על ערך נכסיה בהנזלה, מידרוג עשויה לבחון תרחישים של המשך פעילות החברה תחת ארגון מחדש של החוב.

כאשר אירוע הכשל מוגדר כהצעת רכש לאגרות חוב במחיר המגלם "תספורת" ביחס לערך הפארי של החוב, ובנסיבות בהן הצעת הרכש נעשתה על רקע מצוקה פיננסית ונועדה להימנע מכשל פרעון משפטי, מידרוג עשויה לאמוד את שיעור השיקום על בסיס שיעור ההפסד הגלום בהצעת הרכש.

הערכת שיעור השיקום הצפוי

כאמור, שיעור השיקום של נייר הערך מוגדר על ידי מידרוג כיחס בין סכום ההחזר הנאמד על ידי מידרוג לבין יתרת החוב המתואמת, לרבות ריבית והצמדה שנצברה. הערכת שיעור השיקום הצפוי לנייר הערך המדורג תתבצע על בסיס מצבת הנכסים וההתחייבויות של החברה בסמוך למועד כשל הפרעון והערכת תזרימי המזומנים או הגרעון הצפויים למנפיק בטווח תחזית התזרים הנלקחת בחשבון בדירוג או בטווח השלמת הסדר החוב, המוקדם מבניהם. התחייבויות החברה במאזן והתחייבויות חוץ-מאזניות ימופו על פי מדרג הבכירות (priority rank). ככלל, בנסיבות של כשל פרעון, מידרוג מסווגת התחייבויות לפי הסוגים הבאים: התחייבויות בעלות בטוחות המשועבדות לטובתן, התחייבויות בדין קדימה, חובות תחת שעבוד צף ולבסוף חובות פיננסיים והתחייבויות תפעוליות ואחרות (כגון חובות לספקים, תביעות תלויות, חובות לרשויות שאינם בדין קדימה ועוד) שאינם מובטחים בשעבודים כלשהם. הערכת סכומי החוב שיושבו לנושים השונים מתוך נכסי החברה תתבצע על פי האומדן של שווי נכסי החברה, התזרימים הצפויים מנכסים אלו והעלויות הכרוכות בהמשך הפעלת החברה. ככל שקיימת וודאות טובה לגבי תכנית הבראה המגלמת מקורות נוספים להשבת התחייבויות, כגון הזרמות בעלים, הנפקות הון וכד, יילקח הדבר בחשבון.

מיפוי הנכסים וההתחייבויות של המנפיק במועד כשל הפרעון

ככל שאופק הזמן עד מועד כשל הפרעון רחוק יותר, כך גדלה אי הוודאות לגבי מבנה הנכסים וההתחייבויות שיהיו את הבסיס לאומדן שיעור השיקום במועד הכשל. מימוש נכסים, נטילת הלוואות חדשות ושעבוד נכסים, הנפקות הון או הכנסת משקיעים הן דוגמאות למהלכים שעשויים להשפיע על מבנה ההון והנכסים במהלך התקופה שבה החברה מצויה במצוקה פיננסית, אולם עדיין אינה מוגדרת בכשל פרעון. זאת ועוד, בחברות תפעוליות נמשכת הפעילות ומבנה ההון החוזר הינו דינאמי ומשתנה בהתאם להיקף הפעילות. גם בסמוך למועד הכשל ובמהלכו, עשויות לצמוח התחייבויות תלויות חדשות, בין השאר, בשל מצבה העסקי הייחודי של החברה. הדוחות הכספיים של החברה בסמוך למועד הכשל מהווים את נקודת המוצא להערכת שיעור השיקום. מידרוג תביא בחשבון שינויים שהיא צופה במבנה ההוני ובמצבת הנכסים, בהתחשב גם באי הוודאות הכרוכה במבנה זה.

מיפוי מצבת ההתחייבויות הפיננסיות בהתאם לסדר הבכירות

שלב זה של הניתוח משלב שיקולים מבניים ושיקולים חוזיים בבחינת התחייבויות החברה. בצד המבני מידרוג מנתחת את המבנה הארגוני של החברות בקבוצה: חברות האחזקה והמטה, חברות תפעוליות, חברות ייעודיות, שותפויות וכד' וזאת על מנת למפות את מיקום הנכסים וההתחייבות של החברה באופן שיש בו לגזור את מדרג ההתחייבויות, לרבות התחייבויות בין חברתיות וערביות הדדיות. בחינה זו עשויה גם למפות פוטנציאל למורכבות מבנית ומשפטית הנובעת מקיומן של פעילויות במדינות שונות, שותפויות ושותפים, אחזקות מיעוט ועוד. ההנחות של מידרוג בדרך כלל מתבססות על הכלל של קרבה למקור התזרים. כך, חברות תפעוליות אשר מחזיקות בנכס יצרן המזומנים או שקרובות יותר לנכס זה, יזכו למעמד עדיף מבחינת סדר הקדימויות ביחס לחברת המטה/האחזקות שגם אם היא בעלת השליטה בהון המניות של החברה התפעולית, אינה מחזיקה בו באופן ישיר.

קיומן של ערבויות בין חברתיות עשוי להשפיע על סדר הקדימויות. כך למשל, כאשר חברה בת תפעולית ערבה כלפי חוב של חברת האם, אזי החוב הנערב עשוי להיחשב במעמד שווה לחוב בדיון רגיל של החברה התפעולית. במישור השיקולים החוזיים, מידרוג בוחנת את התנאים של מכשירי החוב השונים בחברה, בהתאם למבנה הבטוחות וסדר הקדימויות. בתוך כך מידרוג תבחן את מידת הכיסוי של החובות המובטחים בשעבדים, ככל שישנם, ונעריך את עודף/חוסר השעבדים הקיים כנגד יתרת חובות אלו.

בדרך כלל, בראש מדרג ההתחייבויות, לאחר הוצאות הליך חדלות הפרעון, יעמדו חובות המובטחים בשעבוד קבוע והמחאות חוב על דרך שעבוד, לאחר מכן חובות בדיון קדימה, אחריהם התחייבויות המובטחות בשעבוד צף, ולבסוף החובות שאינם בדיון קדימה ואינם מובטחים בשעבוד. באשר להתחייבויות המוגדרות כנחותות (שאינן בגדר הון עצמי, שטרי הון או הלוואות בעלים), מידרוג תבחן את תנאי הנחיות על מנת לקבוע את מקומן במדרג החוב ביחס להתחייבויות לא מובטחות אחרות.

חובות הנובעים מישויות בשליטה משותפת, שותפויות וחברות ייעודיות מסוג "חברות פרויקט" או SPC, ייבחנו בהתאם למאפייני החוב ולמידת הנכונות והיכולת של החברה לתמוך בחוב זה. יודגש כי, קיים חוסר וודאות ביחס להחלטת בית המשפט ביחס לנכסים וההתחייבויות אשר יוחרגו בפועל וכן ביחס לחלוקה בפועל בין הנושים השונים. בהקשר זה יצוין, בין היתר, היעדרו של חוק האיגוף ואי הוודאות באשר לטיב בידוד התזרימים של "חברות פרויקט" או SPC ומנגד טיב הבידוד של ההתחייבויות בגין החוב של "חברות פרויקט" או SPC. ככלל, חוב ללא זכות חזרה ללווה וחובות פרויקטאליים יוחרגו מסדר הקדימויות. הלוואות בעלים שהועמדו למנפיק ייבחנו בהתאם לתנאיהן וככל שסיווגן כהון העצמי, לא ייכללו במדרג החובות אלא יטופלו כהון בעלים הנשען על ערך השייר של נכסי החברה.

התחייבויות תפעוליות ואחרות

בקטגוריה של התחייבויות תפעוליות ואחרות מובאות בחשבון יתרת חוב מסחרית לספקים, התחייבויות חוזיות שונות שאינן בדיון קדימה, התחייבויות אקטואריות ועוד. חלק מהתחייבויות אלה, מקורן בהתחייבויות תלויות חוץ מאזניות או בתביעות שעוללות להיות מוגשות במסגרת הליכים משפטיים אגב כשל פרעון. בתוך כך ניתנת תשומת לב להתחייבויות כלפי ספקים המובטחות בשעבדים, מכתבי אשראי, ערבויות ביצוע וערבויות אחרות. התחייבויות אלו ייאמדו ויסווגו בהתאם לנסיבות העניין, כל מקרה לגופו. בהיעדר מעמד בכיר קונקרטי להתחייבות שונות אלו מכוח שעבדים או מכוח חוק, הן תחשבנה כהתחייבויות לא מובטחות באותה דרגה להתחייבויות פיננסיות שאינן בכירות.

הערכת המקורות להחזר החוב

בניתוח המקורות להחזר החוב מידרוג עשויה להתבסס על אחד משני תרחישים עיקריים: תרחיש הנזלה (liquidation) או תרחיש ארגון מחדש של החוב (restructuring). תרחיש הנזלה מניח מכירה של נכסי החברה בטווח הקצר-הבינוני ושימוש בתמורת הנכסים נטו לאחר מס והוצאות עסקה לצורך השבת ההתחייבויות לפי המדרג שנקבע. תרחיש זה כמוהו כתרחיש פירוק, אשר אינו מניח את המשך החברה כעסק חי בטווח הארוך, והוא מהווה בדרך כלל את הרף התחתון לשווי נכסי החברה.

תרחיש ארגון מחדש של החוב מתבסס על מתווה קונקרטי להסדר חוב הכולל אחד או יותר מהמרכיבים הבאים: פריסה מחדש של החוב, עם או ללא ויתור של הנושים על חלק מהחוב, הזרמה הונית מצד בעלי מניות הקודמים או החדשים, מימוש נכסים ויתכן שגם תכנית הבראה להחזרת פעילות החברה למסלולה. על פי רוב, מידרוג תתבסס על תכנית קונקרטית לארגון מחדש של החוב משזו הוצגה בפניה, בתנאי שמידרוג תעריך כי היא עשויה להתממש בסבירות גבוהה. יש לציין כי תנאי זה אינו מתקיים על פי רוב בשלבים הראשונים של אירוע הכשל. טיבם של תהליכים לארגון מחדש של החוב, המערבים גורמים רבים בעלי אינטרסים שונים, לעבור אבולוציה לאורך הזמן עד להתגבשות הצעת הסדר ישימה ומוסכמת. כך, בהיעדר וודאות גבוהה לתרחיש קונקרטי של ארגון מחדש של החוב, תרחיש הנזלה יהווה את התרחיש המרכזי לאומדן המקורות להחזר החוב.

תרחיש הנזלה יביא בחשבון את ערך הנכסים במאזני החברה ו/או הערכות שווי ככל שישנן לגבי נכסים שאין להם שווי סחיר (כגון נכסי נדל"ן, אחזקה בחברות פרטיות) או שווי שוק סחיר ככל שקיים (כמו לגבי אחזקות בניירות ערך סחירים), וכל זאת תוך הפעלת מקדמי רגישות לשווי הנכסים, המבטאים מימוש מהיר או מימוש בתנאי מצוקה. קביעת מקדם הרגישות לגבי שווי של נכס תעשה בהתאם לטיב הנכס ואיכותו, מידת הסחירות של הנכס, מבנה הבעלות המשפטית על הנכס, קיומן של זיקות עסקיות ומשפטיות ייחודיות לנכס (כגון היתר שליטה הנדרש להחזקה בנכס, חובת רישוי מיוחד להפעלת הנכס, תלות בהמשך קיומו של הסכם זיכיון, הסכם חכירה ועוד), המצב הכלכלי והעסקי בשוק או בטרטוריה הרלוונטיים לנכס, ובהתאם לנסיבות העניין. בנוסף, מידרוג תביא בחשבון את ההוצאות הצפויות לחברה בטווח הזמן הקצר והבינוני לרבות הוצאות נאמן/בעל תפקיד אחר, הוצאות הכרוכות במימוש נכסים והוצאות שוטפות. הערכת הוצאות אלו, תתבסס על אומדני החברה ועל הערכות של מידרוג ביחס לבנצ'מארק.

כאשר קיים תרחיש מרכזי להמשך פעילות החברה תחת ארגון מחדש של החוב, שמידרוג מעריכה כי יוסכם ויצא אל הפועל בסבירות גבוהה, ניתוח המקורות לשיקום החוב יביא בחשבון את מתווה התוכנית ומרכיביה. בכל אחד מהתרחישים המרכזיים שיהוו בסיס לאומדן המקורות להחזר החוב ושיעור השיקום, מידרוג תתחשב במידת אי הוודאות הקיימת לגבי הנחות הבסיס.

הסדר חוב דרך רכישה של ניירות ערך בשוק החופשי

רכישה עצמית של אגרות חוב בשוק החופשי בתנאים המגלמים להערכתה של מידרוג הצעת הסדר בלתי פורמאלית הנובעת ממצוקה פיננסית של המנפיק, עלולה להיחשב לפי הקריטריונים של מידרוג כהסדר חוב כפוי השקול לכשל פרעון. הקריטריונים של מידרוג לבחינת הצעת רכש כהסדר חוב בלתי פורמאלי הנם כדלקמן (כולם או חלקם): (1) הצעת הרכש נעשית במחיר נמוך משמעותית מערך הפארי של אגרות החוב המגלם "תספורת" למחזיקי החוב (2) הרכישה נעשית כתוצאה ממצוקה פיננסית בה מצוי המנפיק, ועל מנת להימנע מכשל פרעון "פורמלי" (משפטי), כגון חוסר יכולת לעמוד בפרעון החוב במועדו (3) היקף הצעת הרכש הינו מהותי ביחס לערך הנקוב במחזור של נייר הערך (4) קבלת הצעת הרכש תפגע במידה ניכרת בנזילות המנפיק ותסכן את יכולות לעמוד ביתר התחייבויותיו (5) הצעת הרכש עשויה להיחשב כהעדפת נושים באופן שיוביל את נושי החברה לנקוט בהליכים משפטיים. במקרה של הצעת רכש השקולה להערכתה של מידרוג לכשל פרעון, הערכת שיעור השיקום תתבצע על בסיס תנאי הצעת הרכש תוך גילום הערכת מידרוג לגבי מידת הוודאות לקבלת הצעת הרכש, מצבה הפיננסי של החברה והשלכות הצעת הרכש על יתר התחייבויות החברה ועל המשך פעילותה בכלל.

דירוג מכשירים פיננסיים מתחום המימון המובנה המוגדרים בכשל פירעון

מידורג לא תראה בדחיית תשלום ריבית המותרת חזית 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), נתייחס באותו מועד לאי התשלום, כאל כשל פירעון.

לפני מועד הפירעון, אם אי תשלום הריבית במכשיר מימון מובנה, נמשך יותר מ-18 חודשים, הדירוג יוגבל ל-Baa1.il כדי לשקף את אי הוודאות המוגברת הקשורה לכושר החזר האשראי של המכשיר. מגבלה זו תחול גם אם ההפסד הצפוי על המכשיר מוערך על ידי מידורג כנמוך ממה שהיה עקבי עם דירוג של Baa1.il. אם חוסר זה בריבית, יחד עם ריבית דריבית לתקופת החוסר, יושלם לאחר מכן, אז הדירוג לא יהיה עוד כפוף לתקרה של Baa1.il.

בנוסף, במכשירי חוב אי תשלום ריבית מוגדר כאירוע כשל במסגרת תנאי מכשיר החוב. אי תשלום כאמור עשוי להוביל להאצת תשלום החוב. במקרים אלה, ריבית שלא שולמה תיחשב ככשל פירעון במכשיר החוב, אלא אם כן למנפיק היסטוריה משמעותית של אי הפעלת סעדים עם התרחשות כשל פירעון כזה, ואנו צופים שהריבית תיפרע בסופו של דבר.

בחלק מסוגי נכסי המימון המובנה, מסמכי העסקה **קובעים** כי סכום הקרן המצטבר של מכשיר חוב יופחת כאשר מכשיר כזה אינו מגובה בביטחונות מספקים. מידורג תסווג הפחתה כזו של הקרן (המכונה אירוע מחיקה) כמצב של כשל פירעון.

במקרים אחרים, מסמכי העסקה **אינם קובעים** כי סכום הקרן המצטבר של מכשיר חוב יופחת כאשר מכשיר כזה אינו מגובה בביטחונות מספקים; מידורג תסווג מצבים של חוסר כאמור בביטחונות, ככשל פירעון, ככל וביטחונות עודם בלתי מספקים עד למועד פירעון מכשיר החוב או הפסקת דירוגו.

אם במכשיר מימון מובנה אין חובה לתשלום ריבית דריבית, דירוגי מידורג עשויים להתייחס להפסד הכלכלי הכרוך באי תשלום כזה. כתוצאה מכך, אי תשלום ריבית דריבית יביא לתקרת דירוגים של ניירות ערך כאלה בהתבסס על אורך תקופת דחיית הריבית, כדלקמן:

משך זמן אי תשלום ריבית	דירוג מקסימלי
מעל שנה	Aa2.il
מעל שנתיים	A1.il
מעל 3 שנים	A3.il
מעל 4 שנים	Baa1.il
מעל 6 שנים	Baa3.il
מעל 8 שנים	Ba1.il
מעל 10 שנים	Ba2.il

דירוג מכשירים פיננסיים מתחום המימון המובנה, המוגדרים כמכשירי חוב בכשל פירעון, מגלם אף הוא הנחות בדבר שיעור השיקום בגין התזרים הצפוי למכשיר שנפגם. המכשירים הפיננסיים בתחום המימון המובנה מגוונים מבחינת תנאיהם וסוגי הנכסים המגבים. ככלל, כאשר התזרים המגבה את החוב המדורג נפגם (להלן: "נכס/ים בהפרה") באופן שבו נוצר הפסד למשקיעים, הדירוג יבוצע על בסיס ההפסד הצפוי כתוצאה מפגימת התזרים. יצוין כי בדרך כלל, דירוגי מכשירים מסוג מימון מובנה מבוססים על ההפסד הצפוי, גם כאשר ההפסד הינו תאורטי. בקרות פגימת חוב המהווה הפסד בפועל למחזיקי איגרות החוב, יחושב ההפסד הצפוי כשקולל של תרחישי שיעור השיקום בגין הנכס/ים שהינם בהפרה וההפסד הצפוי בגין הנכסים שאינם בהפרה. תוצאת הערכה זו תשמש לקביעת הדירוג על בסיס טווח שיעורי השיקום המפורטים בטבלת שיעורי השיקום.

קביעת הדירוג על בסיס טווח שיעור השיקום

לאחר אמידת שיעור השיקום, הדירוג ייקבע בהתאם לטבלת שיעורי השיקום להלן. יש להדגיש כי טבלת השיקום מסייעת למפות את רמת הדירוג לפי שיעור השיקום שהוערך על ידי מידורג, בהתאם לפרמטרים כמפורט במתודולוגיה זו, ובהתאם לרמת הוודאות הנלווית אליו, אולם לא להפך; כלומר, טבלת השיקום אינה משמשת למיפוי של שיעור השיקום עבור רמת דירוג שנקבעה מראש (קרי, הטבלה

נקראת מימין לשמאל). למשל: עבור שיעור שיקום צפוי של 40%-50% הדירוג ההולם הינו Ca.il, אך אין משמעות הדבר כי הערכת שיעור שיקום של 40%-50% מאפיינת רק דירוגים שמדורגים בדירוג Ca.il.⁵

כאמור לעיל, בקביעת הדירוג למכשירי חוב בכשל פרעון או חוב פגום מידורג מתבססת על טבלת שיעורי השיקום המקורבים של מודייס לדירוג ניירות ערך בכשל פירעון או חוב פגום, וזאת מבלי שבוצעה התאמה כלשהי לשוק המקומי. טבלת השיקום חלה רק על מכשירי חוב אשר על פי ההגדרות של מידורג מצויים בכשל פרעון או פגומים. טבלה זו מגדירה את רמת הדירוג ההולמת עבור טווח שיעור השיקום הנאמד, ובהתחשב במידת הוודאות הקיימת לגבי שיעור השיקום. השימוש בטבלת השיקום בעת קביעת הדירוגים על ידי מידורג נועד להוביל, באופן עקבי ומהימן, ככל שניתן לפי הערכות מידורג, לדירוג אורדינלי (של סולם סדר יחסי) של כושר החזר האשראי - כאשר חוב בכשל פרעון בעל הפסד צפוי נמוך, מדורג גבוה יותר מאשר חוב בכשל פרעון בעל הפסד צפוי גבוה. חשוב לציין כי טבלת השיקום אינה מבוססת על קשר סטטיסטי בין שיעורי השיקום לרמת דירוג נתונה, אלא שהיא מייצגת מדרג סדר של רמות דירוג בהתאם לטווחים של שיעורי שיקום שהוגדרו וכן את תקרת הדירוג המקובלת על ידינו לחוב המצוי בכשל פרעון.

בדרך כלל רמת אי הוודאות באשר לשיעור השיקום הצפוי הינה גבוהה והטבלה מהווה מנחה כללית ולא כללים קשיחים:

שיעור השיקום הצפוי (הגדרות מידורג עפ"י ההגדרות של מודייס) ⁶	דירוג	דירוג מימון מובנה
99% עד 100%	B1.il*	B1.il(sf)*
97% עד 99%	B2.il*	B2.il(sf)*
95% עד 97%	B3.il*	B3.il(sf)*
90% עד 95%	Caa1.il	Caa1.il(sf)
80% עד 90%	Caa2.il	Caa2.il(sf)
65% עד 80%	Caa3.il	Caa3.il(sf)
35% עד 65%	Ca.il	Ca.il(sf)
פחות מ-35%	C.il	C.il(sf)

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

שיקולים נוספים בדירוג מכשירי חוב או מנפיקים בכשל פירעון או מכשירים פגומים

בבחינת שיעור השיקום מידורג עשויה להקנות משקל לשיקולים איכותיים נוספים שאינם מגולמים באופן ישיר במדידה הכמותית של שיעור השיקום, אולם עשויים להשפיע עליו לחיוב או לשלילה: שיקולים אלו יכול ויכללו את היסטוריית כשלי הפרעון של המנפיק או חברות הקשורות לו, איכות הניהול וההנהלה בחברה וה"טרק רקורד" הקיים לה בהתמודדות עם משברים, המדיניות העסקית והפיננסית של בעלי המניות כפי שהוכחה בעבר או כפי שהיא מוצהרת על ידי בעלי המניות בהווה, ומערך קשרי הגומלין בין החברה לבין בעלי המניות כגון קיומן של החזקות צולבות, הלוואות בין-חברתיות ועוד.

כאמור לעיל, טבלת שיעורי השיקום לעיל אינה בהכרח מתאימה במגוון נסיבות מיוחדות. למשל: ני"ע בכשל פירעון אשר צפוי לעמוד בתשלום במלואו בטווח הזמן הקצר, אך יותר מסוכן בטווח הזמן הארוך, עלול להיות מדורג בדירוג שונה מהותית מהמשתמע מן הטבלה. דוגמא אחרת, של דירוגים בסיכון נמוך מאוד הנמצאים באירוע אשראי זמני ועשויים להיות מדורגים גבוה מ-B1.il.

⁵ יתרה מכך, ובהתאם לאמור בהקדמה לדוח מתודולוגי זה, בדירוגי מימון תאגידי ומוסדות פיננסיים מידורג אינה עושה שימוש באמידה כמותית של שיעורי שיקום כאשר מכשיר החוב אינו בכשל פרעון או מכשיר פגום או לא צפוי לעבור למצב של כשל פרעון או להפוך לפגום ברמת וודאות גבוהה. ⁶ שינוי בהגדרות של מודייס יכול שיובילו לשינוי בהגדרות של מידורג.

הנחות יסוד במתודולוגית הדירוג

הנחות היסוד במתודולוגית הדירוג החלות מכשירי חוב בכשל פירעון ומכשירים פגומים כוללות את הערכתנו כי: (1) סיכון המדינה הינו במתאם גבוה יחסית ביחס למנפיקים אשר עיקר פעילותם במדינה זו (2) סדר הקדימויות בין חובות שונים וקיומן של בטוחות יכול שישפיע במקרים מסוימים על שיעור השיקום הממוצע באופן משמעותי ויכול להצדיק פער דירוגי בין חובות שונים של אותו המנפיק (3) ההנחה שנגישות לנזילות הינה גורם משמעותי בכומר החזר האשראי. ההערכות המשמשות בדירוג מבוססות על הנחות, אשר עלולות להסתבר בדיעבד כשגויות. הסיבות לכך כוללות שינויים בלתי צפויים בכל אחד מהגורמים הבאים: הסביבה המאקרו-כלכלית, תנאי השוק המימון, התרחשות אירועי קיצון, שינויים בסביבת התחרות, חידושים טכנולוגיים, שינויים רגולטוריים שונים או הליכים משפטיים.

מגבלות

בחלקי הדוח הקודמים הוצגו הפרמטרים 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 הקווים המנחים

ישנן סיבות שונות לשוני בין התוצאה המשתמעת מהקווים המנחים לבין הדירוגים בפועל. הקווים המנחים במתודולוגיה זו הינה כלי פשטני המתמקד בגורמי כומר החזר האשראי היחסי. חשיבות שניתנת בפועל לפרמטר מסוים עשויה להיות שונה מהותית כתלות בנסיבות הספציפיות של המנפיק. פרמטרים שאינם מופיעים בקווים המנחים, לרבות אלו המפורטים בסעיף השיקולים הנוספים לעיל, עשויים להיות בעלי חשיבות לדירוג והחשיבות היחסית שלהם עשויה להיות שונה בין מנפיק למנפיק. כמו כן, ייתכן כי שיקולים מתודולוגיים המפורטים במתודולוגיה או במתודולוגיות דירוג רוחביות יהיו רלוונטיים לדירוגים. דוגמאות לשיקולים כאלו כוללות: תמיכה של ישויות אחרות, מדרג הקדימויות בין החובות השונים ומכשירים היברידיים, קביעת דירוגים לזמן קצר. אנו עשויים לעשות שימוש בקווים המנחים לתקופות היסטוריות שונות או צופות פני עתיד. יתרה מזאת, מכיוון שדירוגים הינם צופים פני עתיד, מידורג 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. חברות ומכשירי חוב עלולים לעמוד בפני סיכונים חדשים או שילוב חדש של סיכונים, ועשויים לפתח אסטרטגיות חדשות על מנת למתן סיכון. מטרתנו הינה לגלם בדירוגים את כלל שיקולי כומר 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 בקווים המנחים והן בשיקולים הנוספים, יורדת בדרך כלל ובכל מקרה, ניתוח צופה פני עתיד הינו כפוף לאי וודאות משמעותית.

דוחות קשורים

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

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

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

הדוחות מפורסמים באתר מידרוג www.midroog.co.il

תאריך הדוח: 03.11.2025

© 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 כסיכון שהגוף המדורג עלול שלא לעמוד בהתחייבויותיו הפיננסיות החוזיות במועד, וכן ההפסד הכספי המשוער במקרה של כשל פירעון או במקרה של הפיכת המכשיר הפיננסי 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 כושר החזר האשראי.

אין לראות בדירוגים של מידרוג, בהערכות שאינן בדבר סיכונים כושר החזר 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 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 ביועץ פיננסי או ביועץ מקצועי אחר בטרם יקבל החלטה כלשהי לגבי השקעות.

כל המידע הכלול במסמך זה הוא מידע המוגן על פי דין, כולל, בין היתר, מכוח דיני זכויות יוצרים וקניין רוחני. אין להעתיק את כל המידע או חלק 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 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 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 שנמסר או נוצר על ידי מידרוג בכל דרך ואופן שהוא, או ביחס להיותם נכונים למועד מסוים, או ביחס לשלמותם, לסחירותם או להתאמתם למטרה כלשהי.

כל המידע הכלול בדירוגים של מידרוג, בהערכות של מידרוג, בחוות הדעת של מידרוג ובחומרי מידרוג (להלן: "המידע"), נמסר למידרוג על ידי מקורות מידע הנחשבים בעיניה לאמינים 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 לתקן את המידע שהתקבל בכל מקרה ומקרה בסולם מהלך תהליך 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.