

אג"ח מגובה נכסים - Asset Backed Securities (ABS)

דוח מתודולוגי | מאי 2017

אנשי קשר:

אלון ליפשיץ, אנליסט בכיר

alonl@midroog.co.il

ישי טריגר, ראש צוות בכיר

yishait@midroog.co.il

ABS - תיאור כללי

ניירות ערך מגובי נכסים או Asset Backed Securities (להלן: "ABS") - מהווים חוב שעתיד להיפרע מתזרים המזומנים הנובע ממספר רב של נכסים או זכויות הומוגניים, המאוגדים יחדיו ומהווים את נכס הבסיס בעסקה (להלן: "נכס הבסיס"). איגוד הנכסים לנייר ערך אחד, נועד ליצירת פיזור אשר מפחית את סיכון האשראי הנובע מהחזקת חוב של לווה בודד וכן לצבור היקף תיק נכסים גדול דיו על מנת להצדיק כלכלית הנפקת חוב. נכסי הבסיס ב-ABS כוללים מגוון רחב של נכסים, כגון: תקבולים מחוזי לסינג של כלי רכב וציד, הלוואות לצרכנים ולעסקים בינוניים קטנים (SME)¹, הלוואות סטודנטים, תקבולים מכרטיסי אשראי, איגוח תקבולי גז, פקטורינג וכן נכסים אחרים.

דוח מתודולוגי זה מחליף את הדוח המתודולוגי שפורסם בחודש פברואר 2016. אין בפרסום מתודולוגיה זו משום שינוי ביחס למתודולוגיה שפעלנו לפיה בקביעת הדירוגים עד כה ואין בפרסומה בכדי לגרום לשינוי הדירוגים הקיימים. מטרת הפרסום הינה עדכון בדבר העברתו של נספח א'-ניתוח סטטיסטי (חישוב שיעורי השיקום וערכי הגרט של כלי הרכב), למתודולוגיה לדירוג מכשירי חוב מגובים הלוואות לכלי רכב וליסינג כלי רכב וכן שינויי עריכה.

מבנה וסיכונים משפטיים

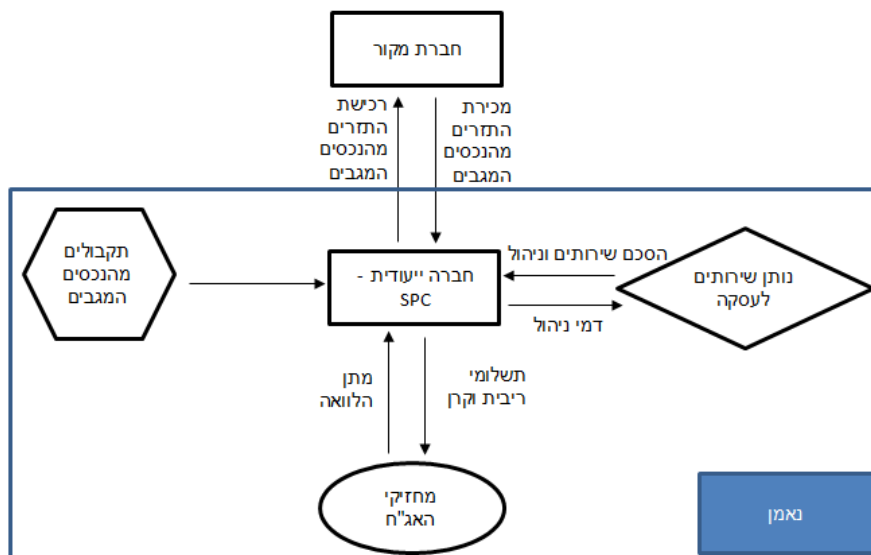
סיכון האשראי בעסקת ABS, וכפועל יוצא דירוגה, מבוסס במידה רבה על המבנה המשפטי שלה ויכולתה לבודד את סיכוני האשראי של חברת המקור ו/או צדדים שלישיים כלשהם (כגון נתן השירותים) מסיכוני האשראי של נכס הבסיס.

להלן המאפיינים המבניים של עסקת ABS טיפוסית (לתרשים סכמטי של מבנה איגוח, ראה תרשים 1):

- נכסי הבסיס בעסקה נמכרים (המחאה על דרך המכר) לחברה הייעודית על ידי חברת המקור. התקבולים הנובעים מנכסי הבסיס משמשים לפירעון ריבית וקרן הלוואה, ולהוצאות השוטפות של החברה הייעודית (שכ"ט נאמן, שכר לנותן השירותים בעסקה, שכ"ט רו"ח, והוצאות נוספות ככל שתהיינה). סדר התשלומים בחברה הייעודית מתבצע בהתאם למפל תשלומים, אשר מעוגן במסמכים המשפטיים של העסקה.
- נתן השירותים, הינו הגורם המתפעל בעסקה, שבאחריותו, בין היתר, לגבות את התקבולים מהנכסים. איכות נתן השירותים הינה גורם מהותי, משום שתפעול לקוי עלול לגרום לירידה בהיקפי הגבייה אשר עלולה לגרום להפסד בעסקה. ברוב עסקאות ה-ABS נתן השירותים הינו חברת המקור או חברה בת של חברת המקור, אך לעיתים, נתן השירותים הינו חברה חיצונית.
- בסמכות הנאמן להחליף את נתן השירותים במקרים מסוימים, כגון: פשיטת רגל, מצוקה פיננסית, רה-ארגון, ירידה בשיעורי גבייה, אי-עמידה בהדקים ועוד. משך הזמן הממוצע בארה"ב להחלפת נתן שירותים נע בין 4-6 שבועות ל- 3 חודשים. בישראל הניסיון בהחלפת נתן שירותים הינו מצומצם יחסית, ועל כן בעסקאות מסוימות נדרש למצוא נתן שירותים חלופי (אשר יהווה גיבוי בעת הצורך) מבעוד מועד ולעגן זאת במסמכי המימון. על פי רוב, קיימת כרית ייעודית להחלפת נתן שירותים ולתשלום החוב, על מנת למתן את הסיכון של פערי עיתוי, כתוצאה מהחלפת נתן שירותים ובעיות תזרימיות שעלולות לנבוע מכך.
- בנוסף להמחאה על דרך המכר, משועבדות לטובת הנאמן בשעבוד מדרגה ראשונה הבטוחות בעסקה, ככל שקיימות, וכן הנאמן הינו בעל זכויות חתימה בחשבונות החברה הייעודית, לרבות בחשבונות הבנק בהם מופקדים התקבולים מהנכסים שבבסיס העסקה.
- הנאמן מתפקד כגורם מפקח וברב המקרים מוענקת לו מניית זהב בחברה הייעודית, אשר מאפשרת לו לבצע פעולות שונות לטובת המשקיעים. במקרים בהם מנגנון זה אינו אפשרי, יקבל הנאמן ייפוי כוח בלתי-חוזר חתום, המעניק לו את הסמכויות לפעול בשם החברה הייעודית.
- הנאמן מקבל דיווחים מהחברה הייעודית אחת לפרק זמן קבוע מראש, לרבות דוחות כספיים של חברת המקור והחברה

¹ Small and medium-sized enterprises

הייעודית, שיעורי גבייה, שינויים מהותיים בחברה ו/או בחברה הייעודית ועמידה בהדקים אשר נקבעו בעסקה. לפירוט בדבר תפקידי הנאמן בעסקאות ABS וההשלכות הדירוגיות ראה פרק תפקידי הנאמן בעסקאות ABS, כמופיע מטה.



תרשים 1. מבנה סכמטי של הנפקת ני"ע מגובה נכסים.

בידוד העסקה מסיכונים האשראי של חברת המקור מתאפשר, בין היתר, על ידי הקמת חברה ייעודית (SPC)² והקניית סמכויות בקרה, פיקוח ותשתית דיווחים לנאמן בעסקה. כפועל יוצא, לנאמן שליטה על צינור הכסף בעסקה, המאפשרת בקרה טובה על נתיב התקבולים לחשבונות ייעודיים. עם זאת, תיתכנה אפשרויות של פעילות אסורה של גורמים בחברת המקור, נותן השירותים, או גורמים חיצוניים אשר עלולים להזיק לתזרים. הבקרה הפנימית בחברה אמורה גם היא למנוע מצבים מעין אלה. כמו כן, ללא כללים משפטיים, המסדירים את עסקאות האיגוח, אין ודאות מלאה באשר לבידוד התזרים מסיכונים האשראי של חברת המקור או נותן השירותים לעסקה. הנחת הדירוג הינה כי החברה הייעודית תציג חוות דעת משפטית, על-פיה בידוד סיכונים האשראי גבוה, אם כי לא מוחלט.

דגשים מתודולוגיים בהתאם לענף נכסי הבסיס

המתודולוגיה לדירוג ניירות ערך מגובי נכסים מבוססת, בין היתר, על ניתוח כמותי של ההפסד הצפוי³ בנכסי הבסיס וכתוצאה מכך בחוב המדורג, ניתוח המבנה המשפטי בעסקה - בין היתר בהתבסס על חוות דעת משפטיות בדבר בידוד סיכונים האשראי, ניתוח ההיבט התפעולי בעסקה, לרבות מורכבות התפעול והאפשרות להחליף נותן שירותים במידת הצורך. להלן דגשים מתודולוגיים בדירוג ניירות ערך מגובי נכסים בהתאם לענף נכסי הבסיס.

יצוין כי בכל סוגי עסקאות ה-ABS שיפורטו להלן, ניתן לעשות שימוש במנגנוני ביטוח אשראי וערבויות. דוגמאות למנגנונים מסוג זה הינן תמיכה פדרלית למשכנתאות למגורים והלוואות לסטודנטים מסוגים מסוימים הנהוגות בארה"ב. ככל שמבנה העסקה יכול לנצל מנגנון ביטוחי מסוג זה, תיבחן זהות הגוף התומך, האירועים בהם הביטוח יופעל והיקף התמיכה ביחס להפסדים. מנגנון זה יילקח בחשבון בשיקולי הדירוג.

² Special Purpose Company

³ לפירוט השיטות הכמותיות ראה דוח: [טכניקות לספידית סיכונים האשראי בעסקאות מימון מובנה](#).

כלי רכב

עסקאות ABS בקטגוריות כלי רכב נחלקות לשלוש תתי קטגוריות: הלוואות לרכישת כלי רכב, תקבולי ליסינג והלוואות לסוכנויות רכב. החוב המדורג במודי"ס בקטגוריה זו הינו מגובה בתיקי הלוואות לרכישת כלי רכב, בהלוואות לסוכנויות כלי רכב ובתקבולים מעסקאות ליסינג כלי רכב.

תיקי הלוואות לרכישת כלי רכב - תיקי הלוואות לכלי רכב המדורגים במודי"ס הינם תיקים מפוזרים במידה רבה וכוללים אלפי הלוואות מגבות. נותן הלוואה הינו בדרך כלל בנק או חברת מימון, לעתים חברת המימון הינה חברה בת של יצרן/משווק כלי הרכב. במידה ונותן הלוואה הינו חברה קשורה ליצרן/משווק ייתכן שבסוד בהלוואה. בדרך כלל הלווים הינם פרטיים, אך קיימים גם תיקים בהם הלווים הינם עסקים וחברות. על מנת להעריך את ההפסד הצפוי בני"ע מגובי הלוואות לרכישת כלי רכב נעשה שימוש בנתונים היסטוריים על תיקי הלוואות לכלי רכב, כאשר הנתונים הינם של תיקים סטטיים ממועדי חיתום שונים. ההפסדים בתיקים מותאמים לגיל התיק (seasoning), וכן תנודתיות ההפסדים מותאמת על מנת לקחת בחשבון תנודות הנובעות ממצבי שוק שייתכן ולא התממשו בתיקים היסטוריים. הנתונים היסטוריים המובאים בחשבון כוללים את שיעורי הפירעון המוקדם, פיגורים, כשלים ושיעורי השיקום. שיעורי השיקום מושפעים מהזמן הנדרש להשבת כלי הרכב והזמן עד למכירתו. ככל ששלביו אלו מתארכים שווי כלי הרכב נשחק (לעתים בשל עונתיות, כגון תקופת חגים). בשל הפיזור הרב בתיקי הלוואות לרכישת כלי רכב המדורגים במודי"ס, התפלגות ההפסדים עליה מבוסס חישוב ההפסדים בתרחישים השונים הינה התפלגות לוג נורמלית.

מאפייני החוב מובאים בחשבון במסגרת המודל התזרימי הינם: פרופיל הפירעון של הלוואה, איגרות החוב וההדקים בעסקה. דוגמא לפרופיל פירעון שיש לקחת בחשבון, הינה הלוואות בלון המאפשרות ללווה אחת משלוש האפשרויות הבאות: (א) לשלם את תשלום הבלון ולהמשיך להחזיק ברכב; (ב) למכור את כלי הרכב ולהשתמש בתקבולים לתשלום הבלון; (ג) להחזיר את כלי הרכב למלווה בהתאם להסכם רכישה מחדש. תחת האפשרות השלישית, סיכון ערך הגרט מועבר למלווה. הסיכון במקרה זה הינו כי קצב האמורטיזציה של הלוואה הינו נמוך מקצב אובדן הערך של כלי הרכב ויש לבחון את היקף הסיכון באמצעות נתונים היסטוריים.

תקבולים מחוזי ליסינג של כלי רכב - דירוג ני"ע המגובים בתקבולים מחוזי ליסינג כלי רכב מושפע בעיקר מסיכון כשל אשראי, סיכון ההחזר המוקדם וסיכון ערך הגרט במועד החזרת כלי הרכב. סיכון אשראי מתממש כאשר עסקת הליסינג שבבסיס האג"ח מגיעה לחדלות פירעון. הפסד ערך גרט, עלול להתממש כאשר רכב הליסינג מוחזר בסוף עסקת הליסינג.

ניתוח סיכון האשראי זהה לגישה הערכת סיכון האשראי בדירוג ני"ע המגובים בהלוואות לרכישת כלי רכב. בשונה מדירוגי הלוואות לרכישת כלי רכב, הדגש בדירוג חוב מגובה בתקבולי ליסינג הינו על סיכון ערך הגרט, לרבות תרחישי קיצון בשוק המכוניות המשומשות אשר עלולים להתרחש כתוצאה משיעורי החזרים מוקדמים גבוהים של כלי הרכב ובכך הגדלת היצע המכוניות המשומשות מליסינג ומנגד ביקושים נמוכים באותה עת. כמו כן, חדלות פירעון של יצרן כלי רכב עלולה להגביר סיכון זה. ההפסד בגין ערך גרט תלוי בשיעורי ההחזרים המוקדמים ואובדן הערך של כלי הרכב בסיום עסקת הליסינג. שיעור החזרי כלי הרכב משקף את ההסתברות לכשל והשחיקה בערך הגרט הינה ההפסד בקרות כשל. בעסקת ליסינג טיפוסית המגבה את ני"ע המדורגים במודי"ס, קיימת אופציה לרכוש את כלי הרכב בסוף חיי העסקה. לכן במידה ואופציה זו ממומשת, לא צפוי הפסד בגין ערך הגרט. לנותן השירותים לעסקה חשיבות רבה, לאור סיכון הגרט בעסקאות מסוג זה. נותן השירותים בעסקאות אלו מתפעל את התיק ובאחריותו לתחזק את כלי הרכב (בדומה לליסינג תפעולי, הנהוג בישראל) וכן לבצע גבייה והשבה של כלי הרכב במקרי כשל. בנושא הסיכון התפעולי, מידורג לוקחת בחשבון בעסקאות המגובות בתקבולים מליסינג תפעולי ומימוני את אמידת סיכון השחיקה בשווי הבטוחות, המושפעת ממאפייני השוק המשיני המקומי לכלי רכב, לרבות השפעות רגולטוריות, כגון: מיסוי, שווי שימוש, משק סגור ומגבלות יבוא מקביל.

תיקי הלוואות לסוכנויות רכב - סוכנויות רכב נוטלות הלוואות לצורך מימון מלאי ציי רכב חדשים או משומשים טרם מכירתם בשוק. לעתים קיימת ריכוזיות של יצרנים בתיקים אלו, וזאת מכיוון שהגופים המממנים הינם חברות קשורות של יצרני הרכב. במקרה בו הגוף המממן הינו בנק או מוסד פיננסי שאינו קשור, תיקי הלוואות נוטים להיות מפוזרים יותר. הסיכונים העיקריים אשר מובאים בחשבון בדירוג ני"ע מגובים בהלוואות לסוכנויות רכב הינם: ירידת הביקושים לכלי רכב וכתוצאה מכך קצב פירעון איטי של החוב, שיעורי שיקום נמוכים כתוצאה מירידה בשווי כלי הרכב, חשיפה למצבו הפיננסי של היצרן אשר משפיעה על הסיכון לחדלות פירעון של סוכנות

הרכב. בנוסף, קיימים מצבים בהם נמכרים כלי הרכב אולם התקבולים אינם מועברים ישירות לפירעון החוב, וזאת, בין היתר, בשל איכות נותן השירותים, אשר אף הוא קשור בצורה הדוקה לאיתנותו הפיננסית של היצרן, בייחוד במידה וסוכנות הרכב הינה גוף הקשור ליצרן.

כרטיסי אשראי

מבנה ניירות הערך המגובים בתקבולים מכרטיסי אשראי שונים מרב סוגי ה-ABS. הנפקת ני"ע מסוג זה מבוצעת לרב באמצעות ישות משפטית אשר מנפיקה סדרות רבות של ני"ע על פני זמן, כאשר כל סדרה מגובה באמצעות תקבולים מכרטיסי אשראי בחשבונות המיועדים לישות משפטית זו. בסוגי ABS אחרים, ני"ע מגובים באמצעות תיק מוגדר של נכסים, בעוד שבכרטיסי אשראי מדובר בתיק של חשבונות כרטיסי אשראי אשר היקף השימוש בהם עשוי להשתנות על פני זמן. בני"ע המגובים בתקבולים מכרטיסי אשראי, בשונה מסוגי ABS אחרים, התקבולים מחולקים בין המוכר והמשקיעים פרו-רטה. תקבולים אלו מחולקים לתקבולי קרן ותקבולי ריבית. תקבולי הריבית הינם למעשה הכנסות הכוללות מימון, עמלות ולעתים תקבולי שיקום. תקבולי הקרן מושקעים מחדש או משמשים לפירעון למשקיעים. תקופת ההשקעה מחדש (תקופת ה- "בעבוע"), נועדה לרכישת תקבולים חדשים מכרטיסי אשראי, כך שהיקף התקבולים יוותרו ברמה אחידה ומשך חיי האג"ח יהיה ארוך מתקבולי כרטיסי האשראי, המאופיינים באורך חיים קצר יחסית. בעסקאות ABS מגובות תקבולים מכרטיסי אשראי קיימת תקופת פירעון מוקדם, אשר מתרחשת בקרות אירועי אשראי שליליים. במקרה זה, תקבולי הקרן אינם מושקעים מחדש, אלא משמשים לפירעון למשקיעים עד לפירעון מלא. במסגרת קביעת הדירוג נבחנת אסטרטגיית החיתום וניהול סיכון האשראי של המלווים (לרב בנקים). על נהלי החיתום להיות גמישים דיים, לצורך התאמה לשינויים בשוק (לחצים מצד מתחרים או מחזוריות עסקים), וזאת לצד נהלים ברורים אשר יאפשרו לבחון את הסיכון בצורה מדויקת. הערכות אלו מבוצעות באמצעות מודלים של credit scoring, ביצועי עבר לפי מועד מתן האשראי ועוד. כמו כן איכות האשראי של המוכר ונותן השירותים לעסקה נבחנת בדירוג. הגורמים העיקריים אשר מובאים בחשבון בדירוג ני"ע מגובי תקבולים מכרטיסי אשראי הינם: שיעור החובות האבודים, תשואת התיק הנובעת מגביית הריבית מהלקוחות, עמלות וכן עמלות המשולמות על ידי הספק לחברת כרטיסי האשראי, קצב תשלומי הקרן, מאפייני האג"ח ונותן השירותים לעסקה.

הלוואות לחברות קטנות בינוניות (SME)

מודי"ס מגדירה תיק של הלוואות ל-SME במידה ומרבית הלווים בתיק מוגדרים על ידי הבנק כלוויים קטנים - בינוניים. תיקי הלוואות כאלו מונים לרב אלפי לוויים ועשויים לכלול גם תאגידי גדולים. בחלק ממדינות אירופה, קיימות ערבויות ללוויי SME, בהתאם למדיניות ממשלתית לעידוד מגזר זה. בעקבות המשבר הכלכלי, ביצעה מודי"ס התאמות במתודולוגיה לדירוג ניירות ערך המגובים בהלוואות ל-SME's, וזאת לאור הביצועים הפרו-מחזוריים של לוויים מסוג זה.

הערכת ההסתברות לכשל בתיקי SME, מבוססת על הנחה בדבר ההסתברות לכשל של SME בהתאם למדינת הלווה, ונעה באירופה בין Ba2 ל-Ba3. בדירוגים מסוג זה המגובים בתיקי לוויים בישראל, מידרוג מתבססת על הנחות דומות בדבר דירוג הלוויים וגוזרת את ההסתברות לכשל בהתאם לטבלאות הסתברויות לכשל והפסדים צפויים של מודי"ס Moody's Idealized Default Probabilities (and Expected Losses), וזאת מבלי שבוצעה התאמה כלשהי לשוק המקומי. להנחה זו מבוצעות התאמות ברמת איכות התיק ומחזוריות העסקים. איכות התיק כוללת התאמה בגין איכות החיתום, הרכב התיק הספציפי ומאפייני הלוואות. ההתאמה בגין מחזוריות עסקים כוללת התאמות למחזוריות המאקרו כלכלית וענף הפעילות הרלוונטי.

בקביעת התפלגות ההסתברות לכשל, נלקח בחשבון סיכון הריכוזיות הן ברמת הענף והן ברמת ריכוזיות הלוויים. בנוסף, נלקחות בחשבון הנחות בדבר שיעורי השיקום בקרות כשל, אשר נעים סביב 25%-20% בהלוואות לא מבוטחות. הדירוג נגזר בשיטת ההפסד הצפוי, שהינו מכפלת ההפסדים בתרחיש הנבחן בהסתברות לתרחיש זה, וסיכמת ההפסדים הנגזרים בתרחיש שנבחנו.

הלוואות לסטודנטים

ני"ע המגובים בהלוואות לסטודנטים הונפקו ברובן בארה"ב. סוגי ההלוואות המשמשות כנכס בסיס בני"ע אלו נחלקות לשתי קבוצות: הלוואות פרטיות או הלוואות מבוטחות בתכניות פדרליות⁴, המפחיתות את סיכון האשראי בצורה מהותית. במסגרת אמידת הכרית הנדרשת לרמת דירוג מסוימת, מובאים בחשבון מאפייני ההלוואות המגבות: האם יש ערב להלוואה (או לווה נוסף co-signer), ה-credit score של הערב/ים, המוסד הלימודי של הלווה והאם ההלוואה הינה באמצעות המוסד הלימודי או ישירה. על מנת לחשב את שיעור ההפסדים ושיעור השיקום הצפויים בתיק הלוואות מסוים, מבוצעת השוואה לתיקי הלוואות בעלי מאפיינים דומים, בהתאם לפרמטרים המוזכרים לעיל, וזאת על בסיס נתונים היסטוריים בדבר הפסדים ותנודתיות ההפסדים.

הלוואות לצרכנים (consumer loans)

הלוואות לצרכנים הינן הלוואות לא מבוטחות לצרכים אישיים. המתודולוגיה לדירוג ני"ע מגובים בתיקי הלוואות בוחנת מדדי פיזור שונים הכוללים, בין היתר, את היקף החשיפה ללווים הגדולים ביותר בתיק. במידה ופיזור הלווים בתיק הולם, אנו מניחים כי התפלגות הכשלים הינה לוג נורמלית. שיעור ההסתברות לכשל מבוסס על התיקים ההיסטוריים במועד חיתום דומה ואקסטרפולציה של הנתונים לצורך חישוב שיעור הכשל, בהתחשב בגיל התיק. כמו כן, לשיעור כשל זה מבוצעות התאמות בגין מגמות שנצפות במועדי חיתום קרובים למועד האיגוח, איכות נתון השירותים, נהלי החיתום וגורמים מאקרו כלכליים. ההנחה היא כי שיעורי השיקום נמוכים ביחס להלוואות מגובות משכנתאות או כלי רכב ונעים בין 30%-0%. גורמים נוספים שנלקחים בחשבון הינם שיעורי הפירעונות המוקדמים, הריבית הממוצעת בתיק ההלוואות ופרופיל הפירעונות בתיק. כמו כן, נלקחים בחשבון בדירוג המאפיינים המבניים בעסקה, סיכונים משפטיים ואיכות נתון השירותים.

ני"ע מגובי משכנתאות (MBS)

קיימים שני סוגים של ני"ע מגובי משכנתאות, הנבדלים בייעוד הנכס המגבה ובסיכונים המאפיינים את הלווים. שני הסוגים הינם: ני"ע מגובי משכנתאות למגורים (RMBS - Residential Mortgage Backed Securities) וני"ע מגובים במשכנתאות של נדל"ן מניב מסחרי (CMBS - Commercial Mortgage Backed Securities). סוגי נכסי הנדל"ן בעסקאות ה-CMBS הינם: מרכזים מסחריים, משרדים, תעשייה, בתי מלון ועוד. המתודולוגיה לדירוג RMBS בהיבט סיכון הלווים, דומה במאפיינים מסוימים לעסקאות ABS מסוג אשראי צרכני וזאת בנוסף לסיכון התנודתיות בשווי הנכסים⁵. מתודולוגיית הדירוג בעסקאות CMBS נגזרת בעיקר ממאפייני הלווים וחוזי השכירות המגבים: סיכון האשראי של הלווה, פיזור לוויים ענפי וחשיפה ללווה גדול שאינו מדורג, אורך חוזי השכירות, יחסי כיסוי החוב, היסטוריית חידושי חוזים, שיעורי התפוסה בנכס ושווי הנכס ביחס להיקף החוב (Loan to Value). בעסקאות המגובות בנכס יחיד (Single Asset), שיעור המימון ביחס להיקף החוב (Loan to Value) ותנודתיות השווי על פני זמן, הם בעלי משקל מהותי בקביעת הדירוג. בקביעת הדירוג נלקחים בחשבון מאפיינים שונים של איגרות החוב המדורגות כגון: מפל התשלומים, הדקים הקשורים בשיעורי התפוסה, יחסי הכיסוי התקופתיים, קצב פירעון החוב (אמורטיזציה) ומבנה החוב. בהיבט התפעולי בעסקאות CMBS נבחנת יכולת נתון השירותים, בדרך כלל חברת הניהול של הנכס, לתפקד בהתאם לנדרש, על מנת לבצע גבייה, החלפת שוכרים ותפעול שוטף של הנכס. כמו כן, נבחנות כריות הביטחון הנדרשות לתחזוקה ושיפוצים. בדומה לעסקאות אחרות בתחום, בעסקאות CMBS נקבעים הדקים להחלפת נתון השירותים, בקרות אירועים ספציפיים אשר עלולים לסכן את החזר החוב למשקיעים.

⁴ Federal Family Education Loan Program (FFELP)

⁵ למתודולוגיה ראה: [דוח בנושא דירוג אג"ח מגובה משכנתאות למגורים](#) וכן דוח מיוחד בנושא [שוק משני למשכנתאות למגורים](#).

סוגי עסקאות נוספים

במסגרת הנפקת ני"ע מגובי נכסים קיימים סוגי נכסים מגבים נוספים, אשר היקף החוב בגינם נמוך יותר בהשוואה לסוגי הנכסים שתוארו לעיל. למשל: חובות לקוחות (trade receivable), ליסינג מטוסים, ציוד הנדסי וחקלאי, רהיטים, השכרת מכונות ומשאיות, יחידות נופש, טבק, דמי שירות, אנטנות סלולר ו-WBS. איגוח חובות לקוחות אינם מהווים שיעור מהותי מעסקאות ה-ABS, ולרב מבוצע באמצעות ניירות ערך מסחריים (נע"מ) מגובה נכסים - Asset backed commercial paper (להלן: "ABCP"). להלן תיאור המתודולוגיה לבחינת עסקאות מסוג חובות לקוחות ואיגוח כלל תאגידי (WBS). עסקאות מסוג זה הונפקו בישראל ודורגו על ידי מידורג.

איגוח חובות לקוחות

חובות לקוחות נוצרים כאשר מבוצעת מכירה של סחורות ו/או שירותים בין עסקים והם נבדלים מחובות אחרים במספר מאפיינים: חובות אלו אינם נושאים ריבית והמימון מבוצע בניכיון; אין צרכנים בעסקה אלא עסקים; אין בטוחות למקרה של כשל פירעון; העסקאות אינן הומוגניות ותנאיהן שונים בין ענפים ובין ספקים שונים. תיקים של חובות לקוחות מפוזרים פחות ביחס לנכסים אחרים, כגון הלוואות לצרכנים. החובות בתיק נפרעים בדרך כלל תוך חודש - חודשיים ולכן מבנה העסקאות מבוסס לרב על תיק "מבעבע" (revolving) של חובות לקוחות, אשר נרכשים בניכיון, ומספקים תשואה וכרית ביטחון לעסקה. הכריות בעסקאות אלו הינן בגין סיכון הכשל, סיכון צמצום היקף חובות הלקוחות, סיכון המרווח וסיכון נתן השירותים לעסקה. על החובות הנרכשים לעמוד בקריטריונים שנקבעו מראש. כמו כן, בעסקאות איגוח חובות חייבים קיימים הדקים המבוססים על ביצועי הנכסים המגבים. מתודולוגיית הדירוג של איגוח חובות חייבים מבוססת על בחינת יוזם העסקה (originator), קריטריונים להכללה בתיק, ימי האשראי בתיק, בדגש על הנושאים הבאים:

- יזם עם מיצוב שוק מבוסס, כאשר פיזור התיק בין ענפים שונים מצמצם את מידת התנודתיות בתיק. על מנת לבחון את כיוון ביצועי התיק העתידי, ייבחן הפרופיל העסקי בחברה, לרבות מבנה ארגוני, מבנה בעלות, היקף ההכנסות והרווחיות לפי סוגי פעילות, נתח השוק של היזם, תחזית ענפית, אסטרטגיה לזמן קצר וארוך, שינויים צפויים ונהלי החיתום של היזם.
- במסגרת הקריטריונים הנבחרים להכללה בתיק, ראשית נבחנות החשיפות ללקוחות. חשיפה של לקוח לא מדורג או מדורג נמוך לא תעלה על 1% מהיקף החוב. יצוין, כי דירוג האשראי של הלקוח מתייחס לחוב הפיננסי שלו ולא לחוב ספקים או חוב מסחרי, אשר עלול להיות משולם בקצב איטי או לא משולם, ללא השפעה על דירוג האשראי. שנית, במסגרת הקריטריונים להכללה, לא יצורפו עסקאות המוגדרות כמסוכנות, למשל: עסקאות בפיגור, עסקאות בהן לא סופקה הסחורה או השירות ואי האספקה היווה הפרה מהותית, הכנסות מדינה או הכנסות בהן הלקוח אינו כפוף להליכי גבייה סטנדרטיים, חובות בהן הסחורה לא סופקה בהסכמת הלקוח ולבקשתו, חובות של לקוחות שהינם בפיגור בחובות אחרים, חובות של לקוחות שמסונפים לספק, חובות הכפופים לסכסוך מסחרי, חובות הכפופים לשעבודים כלשהם ועוד. שלישית, בתדירות גבוהה נבחן היקף חובות הלקוחות, ובמידה וחלק מהחובות מסווגים כעסקאות המוגדרות בסיכון גבוה, הן מנוכות מהיקף התיק. במידה והיזם מפר קריטריון כלשהו (פרט לחובות בפיגור או בכשל) הוא מחויב לרכוש חוב זה. חוזק התחייבות זו נבחנת בכפוף לדירוג היזם.
- ימי האשראי בתיק נבחנים כיחס בין היקף החובות לתקבולים בחודש נתון, מוכפל ב-30 ימים. ככל שימי האשראי ארוכים יותר, כך איכות האשראי של הלקוח עלולה להידרדר יותר. לרב יתקיימו הדקים ביחס לימי האשראי בתיק, כך שמעל ההתניה שהוגדרה לא תתאפשר רכישה נוספת של חובות.

כאמור, לרב איגוח חובות לקוחות מבוצע באמצעות ני"ע מסחרי, Commercial Paper (CP) ⁶ABCP. הינו ני"ע מסחרי המגובה נכסים, שהינו ני"ע לזמן קצר. בהקשר זה יצוין כי בישראל ני"ע מסחריים כפופים לבקשת המשקיעים לפירעון תוך פרק זמן נתון, הקצר משנה, זאת בהשוואה לני"ע מסחריים בחו"ל, המונפקים לפרק זמן קבוע, בדרך"כ עד 365 ימים ואינם כפופים לבקשות פירעון מוקדם מצד

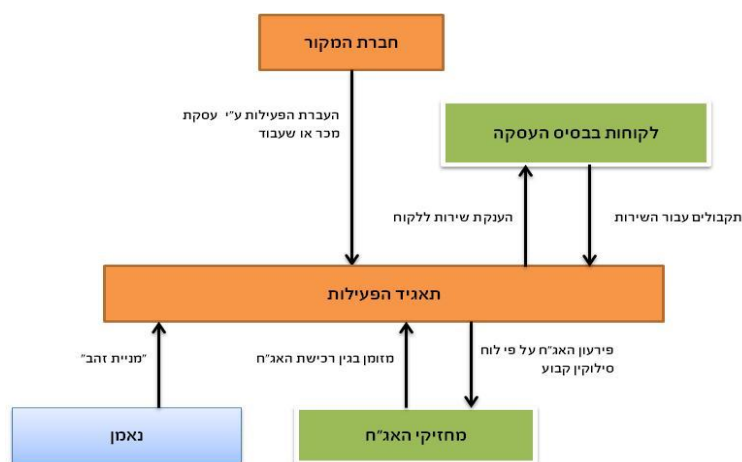
⁶ Asset-Backed Commercial Paper

המשקיעים. דוגמא לנכסים מגבים ב- ABCP הינה חובות לקוחות. לרב ני"ע מסחרי נבחן על בסיס קו הנזילות המגבה אותו, ולכן תיק הלקוחות המגבים פחות משמעותי בדירוג. בהקשר זה נבחן סיכון האשראי של הגוף אשר מעמיד את קו הנזילות בגובה הקרן והריבית של ני"ע המדורג, לכל הפחות. לרב קו הנזילות הנדרש אינו כולל סייגים כגון: זכויות קיזוז כנגד חובות אחרים וייעודי לני"ע.

איגוח כלל תאגידי - Whole Business Securitization⁷

באיגוח כלל תאגידי תזרים המזומנים נשען על רשימת לקוחות מוגדרת באופן מסוים, אך ללא הגדרה מוחלטת (רשימה סגורה). מכאן, כי בעסקאות אלו קיימת גמישות המחייבת בדיקת משתנים איכותיים, כגון: יציבות הענף, ניסיון מנהלי הפעילות ועוד. אחד מעקרונות המימון המובנה המהותיים הינו בידוד סיכונים האשראי של תיק נכסים מוגדר, מסיכונים האשראי של התאגיד המנפיק (חברת המקור), באמצעות ביצוע ההנפקה על ידי חברה ייעודית (SPC) אליה מועברת הפעילות במסגרת הסכם מכר (תאגיד הפעילות), באופן המוביל לבידוד משפטי יחסי של סיכונים האשראי. יצוין, כי הבידוד אינו מושלם עקב היעדר תשתית חוקית, חשבונאית ופיקוחית נאותה לביצוע עסקאות איגוח⁸. כפי שיפורט להלן, עסקאות איגוח כלל תאגידי נבחנות לגופן, בהתאם למשתנים העיקריים המשפיעים על הפעילות המאוגחת.

המבנה המשפטי בעסקה נועד להשיג הפרדה יחסית, בין תאגיד המקור לתאגיד הפעילות. העברת הפעילות לתאגיד הפעילות מתבצעת כעסקת מכר. יצוין כי לרב, נדרשת חו"ד משפטית לשם תיקוף המבנה המשפטי, הן בהיבט חוקיותו והן לשם אמידת חוזקה המשפטית של ההפרדה, כנדרש בעסקאות שכאלו. בעסקאות איגוח כלל תאגידי, לרב, לחברת המקור תפקיד משמעותי בהענקת שירותים קריטיים ושיפויים, במידת הצורך, לתאגיד הפעילות, פרמטר הנלקח בחשבון בדירוג. להלן תרשים עם מבנה סכמטי של עסקת WBS.



על מנת למתן את הסיכון הגלום בחוסר הוודאות, באשר לבסיס הנכסים בעסקה ותזרימי המזומנים שיגיעו מהם על פני הזמן, איגוח כלל תאגידי הינו כלי פיננסי המתאים ליישום בענפים בוגרים, המתאפיינים בחסמי כניסה גבוהים ותחרות מוגבלת. מכאן, בין היתר, נובעת הדרישה להגבלת התאגיד לפעילויות ליבה מוגדרות וצמצום חופש הפעולה בביצוע השקעות, הנפקת חוב נוסף ועוד. היתרון במבנה הינו בשימור גמישות תפעולית גבוהה בתאגיד הפעילות (למשל: ניתן לטייב את תיק הלקוחות או לשנות את המחיר ללקוחות), תוך קביעת מנגנוני שליטה ובקרה בקשר עם ההתפתחויות הכלכליות אצל תאגיד הפעילות.

ענף בוגר הינו ענף בו יחסי הביקוש וההיצע, לרבות התחרות, מתאפיינים ביציבות לאורך שנים. יציבות זו משתקפת במספר שחקנים מוגבל, ללא שינויים מהותיים בנתחי שוק, במבנה עלויות, ברווחיות וברגולציה ענפית, אשר אינה נתונה לשינויים מהותיים לאורך זמן. חסמי כניסה גבוהים תורמים ליציבות הענפית ובאים לידי ביטוי בחובות פעילות תחת רישיון, עמידה בתקנים מורכבים, צורכי הון

⁷ להרחבה ראה דוח בנושא [מתודולוגיית דירוג איגוח כללי תאגידי](#).

⁸ מתוך דוח הוועדה לביחינת הביטחים הנוגעים להנפקת אג"ח מגובות בנכסים (איגוח), יוני 2005.

משמעותיים בהקמת פעילות ורכישת לקוחות או צבירת מומחיות ומוניטין לאורך שנים. בגרות הענף בבחנת, בין היתר, ביכולת לספק בסיס נתונים משמעותי, באשר לתזרימי מזומנים היסטוריים, באמצעותם ניתן לנתח מגמות, תנודתיות במשתנים מרכזיים ותחזיות עתידיות.

פרמטרים נוספים הנבחנים במסגרת דירוג WBS הינם: מיצוב החברה בענף, מבנה עלויות והסכם השירותים, הדקים וקרנות ביטחון, מפל תשלומים ובקרת הנאמן על חשבונות תאגיד הפעילות, בטוחות העסקה⁹ וכן ניתוח נתונים היסטוריים, המשקפים את הפעילות המאוגחת ברמה החודשית/רבעונית/שנתית. במסגרת הניתוח מזהים המשתנים העיקריים המשפיעים על תזרים המזומנים, וכפועל יוצא, על שווי התזרים. משתנים אלו נבחנים בכלים סטטיסטיים מגוונים, המודדים מגמות כלליות ותנודתיות. במסגרת הבדיקות, נבחנים תרחישים שונים, אשר משקפים התפתחויות של משתנה או קבוצת משתנים, והשפעתן על יחסי הכיסוי ויחסים נוספים בעסקה, לפי עניין. בנוסף, נבחנים תרחישי קיצון, המשקפים אירועים קריטיים, כגון: החלפת חברת המקור (נותן השירותים בעסקה) או התפתחויות מהותיות חוצות-ענף, כגון התפתחויות טכנולוגיות, רגולטוריות ואחרות.

תפקידי הנאמן בעסקאות ABS

בקביעת הדירוג לני"ע מגובי נכסים מובאים בחשבון תפקידי הנאמן ומידת הנכונות והיכולת של הנאמן וצדדים אחרים לבצע את חובותיהם האדמיניסטרטיביות, וכן יכולתו לנקוט פעולות בקרות אירועים שונים, כגון החלפת נותן שירותים. במסגרת הדירוג נלקחת בחשבון יכולת זו וכן אספקת המידע הדרוש למדרג לצורך מעקב אחר הדירוג.

תפקידי העיקריים של הנאמן:

- **מעקב** - לרב המעקב מבוסס על קבלת דיווחים ומידע מהמנפיק ו/או צדדים אחרים (למשל דיווחי הבנק בחשבונות אשר בשליטת הנאמן). בעסקאות מסוימות נדרש מעקב הדוק יותר של הנאמן, למשל כאשר בתיק ישנה תקופת "בעבוע". ללא מעקב פעיל, המשקיעים עלולים להיות חשופים להפסדים בשל מעילות, הפרה של קריטריונים להכללת עסקאות והפרות אחרות. במידה והנאמן אינו מבצע תפקיד זה, נדרש צד שלישי כלשהו שיבצע בדיקות מסוג זה בעסקה. לצורך מעקב אחר הדירוג, נדרשים דיווחים תקופתיים ודיווחים בדבר הפרות. בין הגורמים התומכים בקביעת הדירוג הינה העברת דיווחים כאלו כחלק מתפקיד הנאמן.
- **ייצוג משקיעים** - בעסקאות ABS לנאמן סמכויות בדבר ייצוג המשקיעים בפעולות שונות, כגון: מכירת בטוחות, החלפת נותן שירותים לעסקה ועוד. במסגרת הדירוג נבחנים ההיבטים המשפטיים, המגובים בחוות דעת משפטית, לפיה לנאמן יש את השעבודים והזכויות הועברו אליו כחוק לצורך פעולתו כנציג המשקיעים.
- **פעולות אכיפת הפרות** - בדרך כלל הנאמן יעמיד את החוב לפירעון מידי בקרות מקרה הפרה ורק לאחר שקיבל את הסכמת שיעור מסוים מן המשקיעים לצורך כך ותוך תשלום לנאמן על פעולותיו. במידה וישנם משקיעים רבים ייתכן כי תהליך זה ייקח זמן רב ושווי הבטוחות יישחק. שיפוי לנאמן אשר ניתן לכיסוי ממקורות העסקה, יקצר תהליך זה וימזער את ההפסדים למשקיעים ועל כן יתמוך ביציבות הדירוג.
- **ביצוע תשלום למשקיעים** - ביצוע התשלומים וחלוקת תקבולים ממימוש נכסים על ידי הנאמן מוסדרים בשטר הנאמנות. בהקשר זה, קיימת חשיבות למפל תשלומים מוגדר וברור, לרבות בקרות מקרה כשל. על מנת לתמוך בדירוג העסקה, אין ביכולת הנאמן למנוע תשלומים למשקיעים באופן שיגרום הפסדים למשקיעים ויש לוודא כי אין ביכולתו לנהל מ"מ עם המשקיעים, על מנת לשנות את סדר התשלומים המוסכם בקרות מקרה כשל.
- **מנגנוני פיקוח בעסקה** - הנאמן מרכז את הדיווחים הרלוונטיים בעסקה ומתריע במידה וקיימת הפרה. בהקשר זה יצוין כי בעוד שאופן פעולתו של הנאמן בבדיקותיו נתון לשיקול דעתו, על שטר הנאמנות לכלול התחייבות ברורה לפעולות הנאמן

⁹ הבטחה המשמעותית ביותר לטובת מחזיקי האג"ח הינה שעבוד מניות תאגיד הפעילות, אשר בבעלותו תזרים המזומנים מן הפעילות, כפי שהוגדרה. תאגיד הפעילות משעבד בשעבוד צף וקבוע מדרגה ראשונה את חשבונות הבנק וההון המונפק, המוצע והרשום לטובת הנאמן. במסגרת העסקה, לנאמן יוענקו זכויות חתימה בחשבונות תאגיד הפעילות וחברת המקור בהם מתקבלים התקבולים המשמשים לתשלומי האג"ח. בנוסף חברת המקור, משעבדת בשעבוד קבוע ראשון בדרגה, את כלל הציוד והנכסים המוחשיים המשמשים את תאגיד הפעילות. בנוסף, תוקצה לנאמן מניית הצבעה ("מניית זהב"). המאפשרת את שליטתו המלאה בכל הקשור בשינוי מבנה ההון של תאגיד הפעילות, מינוי נושאי משרה וביצוע התשלומים הנדרשים, בהתאם להוראות שטר הנאמנות לעסקה.

בקורות הפרה.

סיכון תפעולי בעסקאות ABS

סיכון האשראי בעסקאות ABS מושפע מסיכון האשראי של הנכסים המגבים והבטוחות, אך חוזק האיגוח נגזר גם מיכולות הצדדים לעסקה לתפקד בהתאם לנדרש. שני הגורמים המשמעותיים בהקשר זה הינם נותן השירותים לעסקה והנאמן. הערכת איכות נותן השירותים נבחנת בפרמטרים שונים כגון: נהלי הגבייה בחברה, מערכות המחשוב, מערכת הרשאות, צינור הכסף ומידת היציבות הפיננסית שלו. פגיעה ביכולת נותן השירותים אשר באה לידי ביטוי בתפקוד מערך הגבייה, עלולה להוביל לשיעור פיגורים גבוה, שיעור שיקום נמוך ולכן שיעורי הפסדים גבוהים יותר בתיק הנכסים. נותני שירותים בעסקאות ABS שהידרדרו בעקבות קשיי תפעול הינם בדרך כלל חברות קטנות שאינן בדרגת השקעה. הסיבות להידרדרות הינן שונות ויכולות לנבוע בין היתר, עקב חוסר יכולת להתמודד עם גידול מהיר בתיק הנכסים, ממשל תאגידי חלש, חדלות פירעון של נותן שירותים והונאה. על אף שבעסקאות שהידרדרו קיימים לרב מנגנונים של החלפת נותן שירותים באופן מהיר, או מנגנון של צד בלתי תלוי הבודק את עמידת נותן השירותים בדרישות מסמכי העסקה, ברב המקרים נגרמים הפסדים משמעותיים למשקיעים. היכולת למצוא נותן שירותים חלופי משתנה בין המדינות והענפים השונים. בהקשר זה יש להתייחס לגובה דמי הניהול לנותן השירותים ולבחון האם דמי הניהול מספקים גם לנותן שירותים חלופי.

פגיעה ביכולת הנאמן עלולה לגרום לכשל, על אף ששיעורי הגבייה עומדים בנדרש. יצוין כי בעסקאות ABS ב- EMEA¹⁰, בדומה לישראל, תפקיד הנאמן הינו לעקוב ולפקח אחר הוראות מסמכי העסקה, לקבוע האם התרחשו מקרי הפרה, לייצג את המשקיעים, להפעיל שעבודים ולקבל את התמורה במקרה של מימוש השעבודים. בארה"ב הנאמן הינו מעין נותן שירותים לעסקה והינו אחראי למצוא נותן שירותים חלופי, לעומת עסקאות ב- EMEA בהן הנאמן אינו נותן השירותים לעסקה, אך אחראי במקרים מסוימים למצוא נותן שירותים חלופי.

סיכום

ני"ע מגובי נכסים הינם שיטת מימון המתאימה למגוון רב של נכסים מגבים, בדרך כלל מבוססים אשראי צרכני, אך גם אשראי חברות (כגון איגוח חובות מסחריים). המתודולוגיה לדירוג מבוססת על ניתוח סיכון האשראי הנובע מהנכסים המגבים, יכולת נותן השירותים לתפעל את העסקה ולבצע גבייה וכן מחוזק המבנה המשפטי ובידוד החברה המנפיקה מסיכונים אשראי של יזם העסקה וצדדים שלישיים נוספים. בהעדר חוק איגוח בישראל, קיימת אי ודאות באשר לבידוד המשפטי, וזאת אל אף ששימוש במכשירים הללו יאפשר צמיחה בענפים שונים כדוגמת ענף האשראי הצרכני. פיתוח תשתית משפטית וחשבונאית להנפקת ני"ע מגובי נכסים צפויה לתרום לשכלול השוק הפיננסי ולאפשר גיוון במקורות המימון ובאפשרויות ההשקעה של גופים מוסדיים.

דוחות קשורים

[אינדיקטור \(sf\) בדירוגי מימון מובנה](#)

[סולמות והגדרות הדירוג של מידרוג](#)

הדוחות מפורסמים באתר מידרוג www.midroog.co.il

תאריך הדוח: 16.05.2017

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

למידרוג יש זכויות יוצרים במסמך זה, לרבות בפסקה זו, והינו מוגן על ידי זכויות יוצרים ודיני הקניין הרוחני. אין להעתיק, לצלם, לשנות, להפיץ, לשכפל, לתרגם או להציג מסמך זה למטרה כלשהי, מסחרית או אחרת, ללא הסכמת מידרוג מראש ובכתב.

אזהרה הנוגעת למגבלות הדירוג ולסיכונים הסתמכות על דירוג וכן אזהרות והסתייגויות בנוגע לפעילות של מידרוג בע"מ ולמידע המופיע באתר האינטרנט שלה.

דירוגי מידרוג ו/או פרסומיה הנם בגדר חוות דעת סובייקטיביות, הנכונים למועד פרסומם (וכל עוד מידרוג לא שינתה את הדירוג או הפסיקה אותו) ביחס לסיכון האשראי היחסי העתידי של ישויות, ביחס להתחייבויות אשראי, לחובות ו/או למכשירים פיננסיים דמויי חוב. פרסומי מידרוג יכולים לכלול גם הערכות המבוססות על מודלים כמותיים של סיכונים אשראי, וכן חוות דעת נלוות ששימשו אותה בתהליך הדירוג. דירוגי מידרוג ופרסומיה אינם מהווים הצהרה בדבר נכונותן של עובדות במועד הפרסום או בכלל. מידרוג עושה שימוש בסולמות דירוג לשם מתן הערכות יחסיות של סיכונים אשראי ו/או של ישויות ו/או מכשירים פיננסיים בהתאם להגדרות המפורטות בסולם עצמו. יובהר כי הבחירה בסימול כמשקף סיכון אשראי משקפת אך ורק הערכה יחסית של סיכון זה. מידרוג מגדירה סיכון אשראי כסיכון לפיו ישות עלולה שלא לעמוד בהתחייבויותיה החוזיות הפיננסיות למועד פירעון, וכן כל הפסד כספי משוער במקרה של כשל פירעון. דירוגי מידרוג אינם מתייחסים לכל סיכון אחר, כגון סיכון המתייחס לנזילות, לערך השוק, לשינויים בשערי ריבית, לתנודתיות מחירים או לכל גורם אחר המשפיע על שוק ההון.

הדירוגים המונפקים על ידי מידרוג ו/או פרסומיה אינם מהווים המלצה לרכישה, החזקה ו/או מכירה של אגרות חוב ו/או מכשירים פיננסיים אחרים ו/או כל השקעה אחרת ו/או להימנעות מכל אחת מפעולות אלו.

כמו כן, הדירוגים המונפקים על ידי מידרוג ו/או פרסומיה אינם מהווים ייעוץ השקעות או ייעוץ פיננסי, וכן אין בהם משום התייחסות להתאמה של השקעה כלשהי למשקיע מסוים או המלצה להשקעה מכל סוג שהוא בהסתמך על הדירוג. מידרוג מנפיקה דירוגים תחת ההנחה שכל העושה שימוש במידע המפורט על ידה ובדירוגים וכל משקיע יקוט זהירות ראויה ויבצע את כל הבדיקות המתאימות והנדרשות בעצמו ו/או באמצעות אנשי מקצוע המוסמכים לכך, על מנת להעריך בעצמו את הכדאיות של כל השקעה בכל מכשיר פיננסי שהינו שוקל לרכוש, להחזיק או למכור. על כל משקיע להסתייע בייעוץ מקצועי בקשר עם השקעותיו, עם הדין החל על ענייניו ו/או עם כל עניין מקצועי אחר. כל דירוג או חוות דעת אחרת שמעניקה מידרוג צריכה להישקל כמרכיב בודד בכל החלטת השקעה הנעשית על ידי משתמש במידע הכלול במסמך זה או על ידי מי מטעמו ועל ידי כל משקיע, ובהתאם לכך, כל משתמש במידע הכלול בדירוגי מידרוג ו/או בפרסומיה ו/או באמור במסמך זה וכל משקיע חייב ללמוד ולבצע הערכה של כדאיות ההשקעה מטעמו לגבי כל מנפיק, ערב, אגרת חוב או מכשיר פיננסי אחר שבכונתו להחזיק, לרכוש או למכור. "משקיע" - משקיע במכשיר פיננסי שנקבע לגביו דירוג או במכשיר פיננסי של תאגיד מדורג.

כל המידע הכלול בדירוגי מידרוג ו/או בפרסומיה, ואשר עליו היא הסתמכה (להלן: "המידע"), נמסר למידרוג על ידי מקורות מידע הנחשבים בעיניה אמינים, ובין השאר על ידי הישות המדורגת, מידרוג איננה אחראית לנכונותו והוא מובא כפי שהוא נמסר על ידי אותם מקורות מידע. מידרוג נוקטת בכל האמצעים הסבירים להבנתה כדי שהמידע יהיה באיכות ובהיקף מספקים וממקורות הנחשבים בעיניה אמינים, לרבות תוך הסתמכות על מידע שהינה מקבלת מצדדים שלישיים בלתי תלויים, אם וכאשר הדבר מתאים, אולם מידרוג איננה גוף המבצע ביקורת ולכן היא איננה יכולה לאמת או לתקף את המידע.

סקירות כלליות אשר מפורסמות על ידי מידרוג אינן מיועדות לשמש לשם הערכה של השקעה כלשהי, אלא לשם העברת ידע כללי ו/או נתונים המצויים בחזקת מידרוג, במגבלות האמור לעיל לגבי המידע ששימש בהכנתן. אין באמור בסקירות אלה כדי להוות חלק ממתודולוגיה על פיה עובדת מידרוג. מידרוג רשאית לסטות מן האמור בסקירה כללית ולשנות את עמדתה לגבי האמור בה בכל עת. אין לראות, להתייחס או להסתמך על האמור בסקירה כללית כאל חוות דעת או ייעוץ מכל סוג שהוא. סקירה כללית איננה מהווה חלק מהמתודולוגיה המקצועית של מידרוג, היא משקפת את דעתו האישית של מידרוג ו/או מכתב המסמך ואיננה משקפת בהכרח את דעתה של מידרוג.

בכפוף לאמור בכל דין, מידרוג, דירקטורים שלה, נושאי המשרה שלה, עובדי החברה ו/או כל מי מטעמה שיהיה מעורב בדירוג, לא יהיו אחראים מכוח הדין כלפי כל אדם ו/או ישות, בגין כל נזק ו/או אובדן ו/או הפסד, כספי או אחר, ישיר, עקיף, מיוחד, תוצאתי או קשור, אשר נגרם באופן כלשהו או בקשר למידע או לדירוג או להליך הדירוג, לרבות בשל אי מתן דירוג, גם אם נמסרה להם או למי מטעמם הודעה מראש בדבר האפשרות להתרחשותו של נזק או אובדן או הפסד כאמור לעיל, לרבות, אך לא רק, בגין: (א) כל אובדן רווחים, לרבות בשל אובדן הזדמנויות השקעה אחרות; או (ב) כל הפסד או נזק הנגרם כתוצאה מהחזקה ו/או רכישה ו/או מכירה של מכשיר פיננסי, בין אם הוא היה נשוא דירוג אשראי מסוים שהונפק על ידיה של מידרוג ובין אם לאו; (ג) כל הפסד ו/או אובדן ו/או נזק, אשר נגרמו, בין השאר אך לא רק, כתוצאה או בקשר עם רשלנות (להוציא מרמה, פעולה בזדון או פעולה אחרת שהדין אינו מתיר לפטור מאחריות בגינה), מצדם של דירקטורים, נושאי משרה, עובדים ו/או מי מטעמה של מידרוג, בין אם היתה מודעת ובין אם לאו, בין במעשה ובין במחדל.

מידרוג מצהירה בזאת, שרוב המנפיקים של המכשירים הפיננסיים המדורגים על ידה או שבקשר עם הנפקתם נערך הדירוג, התחייבו לשלם למידרוג עבור הדירוג, טרם ביצוע הדירוג. מידרוג מקיימת מדיניות ונהלים ביחס לעצמאות הדירוג ותהליכי הדירוג.

מידרוג הינה חברת בת של מודי'ס Moody's (להלן: "מודי'ס"), המחזיקה ב-51% ממניות מידרוג. יחד עם זאת, תהליכי הדירוג של מידרוג הינם עצמאיים ונפרדים מאלה של מודי'ס, ואינם כפופים לאישורה של מודי'ס. למידרוג יש מדיניות ונהלים משלה וועדת דירוג עצמאית בשיקול דעתה ובהחלטותיה.

דירוג שמידרוג הנפיקה עשוי להשתנות כתוצאה משינויים במידע שעליו התבסס הדירוג ו/או כתוצאה מקבלת מידע חדש ו/או מכל סיבה אחרת. עדכונים ו/או שינויים בדירוגים מופיעים באתר האינטרנט של מידרוג שכתובתו: <http://www.midroog.co.il>. כמו כן, ניתן לפנות לאתר לשם קבלת מידע נוסף על נהלי מידרוג ו/או על עובדות ועדת הדירוג שלה.