

# דירוג חובות נחותים מכשירים היברידיים ומניות בכורה

תוצאות הערות מהציבור | דצמבר 2019

## אנשי קשר:

אמיר כצלסון, אנליסט בכיר  
[Amir.katznelaon@midroog.co.il](mailto:Amir.katznelaon@midroog.co.il)

חי ריעני, רו"ח, אנליסט בכיר  
[hay.riany@midroog.co.il](mailto:hay.riany@midroog.co.il)

עומר פורמברג, רו"ח, ראש צוות  
[omer@midroog.co.il](mailto:omer@midroog.co.il)

אבי בן-נון, סמנכ"ל  
ראש תחום מוסדות פיננסיים  
[avib@midroog.co.il](mailto:avib@midroog.co.il)

ישי טריגר, סמנכ"ל  
ראש תחום מימון מובנה, פרויקטים ותשתיות  
[Yishait@midroog.co.il](mailto:Yishait@midroog.co.il)

סיגל יששכר, סמנכ"ל  
ראש תחום מימון חברות  
[i.sigal@midroog.co.il](mailto:i.sigal@midroog.co.il)

## הזמנה להגיש הערות מהציבור

ביום ה-03.11.2019 פורסמה הזמנה להגיש הערות מהציבור, המתארת את המתודולוגיה לדירוג חובות נחותים, מכשירים היברידיים ומניות בכורה. בתאריך ה-04.12.2019 נסגרה הזמנה זו להערות הציבור - [דירוג חובות נחותים מכשירים היברידיים ומניות בכורה - סגור להערות הציבור](#).

## סיכום התגובות שהתקבלו

מידרוג קיבלה תגובה אחת בכתב וכן הערות נוספות שניתנו בעל פה. ככלל לא קיבלנו התנגדויות לשינוי המתודולוגי, אך כן התקבלו מספר הסתייגויות לגישה ההכרה במרכיב ההוני במכשירים היברידיים, כמפורט להלן:

הנושאים המרכזיים שעלו בתגובות:

1. לתפישת המגיב כאשר אין הבדלים מהותיים בין מניות רגילות ומניות בכורה בהיבט ההגנה על שכבות החוב וניתן להפסיק חלוקות דיבידנד מועדף ורגיל בהחלטה בלעדית של המנפיק מבלי שהדבר נחשב כהפרת התחייבויות כלפי בעלי מניות הבכורה, יש אליהן כאילו הן 100% הון.
2. בהתאם להתייחסות המגיב רק במקרים בהם מוצמדים למניות הבכורה תנאים הפוגעים בסטטוס ההוני שלהן, אשר כוללים לתפישתו התחייבות לפדיון לאחר תקופה מוגדרת ו/או עליה בתשלום הדיבידנד משנה לשנה, יש לייחס למניות הבכורה רכיב הוני נמוך מ- 100%.
3. בהתאם להתייחסות המגיב הסיכון עקב הפסקת תשלומי דיבידנד רגיל בחברות המאגדות כ-REIT גדול משמעותית מהסיכון עקב הפסקת תשלומי דיבידנד של מניות בכורה (ב-REIT או בחברה רגילה) - בהיבט ההגנה על שכבות החוב. בשל כך, יש ליישם באופן דומה את שיעור ההכרה ברכיב ההוני ביחס למניות רגילות של חברות מסוג REIT לבין מניות בכורה.

## שינויים למתודולוגית הדירוג

מידרוג בחנה את ההתייחסויות שהעביר המגיב להזמנה להערות הציבור, ובהתייחס להכרה במרכיב ההוני למכשירים שונים, מידרוג סבורה כי קיימים פרמטרים נוספים שיש לקחת בחשבון במאפייני המכשירים במסגרת ההכרה במרכיב ההוני, כמפורט בדוח המתודולוגי. כמו כן, בהתייחס להשוואה בין סוגי מכשירים שונים, לרבות מניות רגילות, מידרוג מציינת כי המתודולוגיה לדירוג חובות נחותים, מכשירים היברידיים ומניות בכורה אינה חלה על מניות רגילות, לרבות עבור חברות מסוג REIT.

לאור זאת, מידרוג יישמה את השינויים המוצעים בבקשה להערות הציבור. לא בוצעו שינויים נוספים למתודולוגית הדירוג, פרט להבהרה בדבר אי תחולת המתודולוגיה ביחס לחברות הביטוח, כמו כן בוצעו מספר תיקוני הגהה ועריכה.

גרסה סופית של מתודולוגית הדירוג זמינה באתר מידרוג <http://www.midroog.co.il>.

## דוחות קשורים

### [סולמות והגדרות הדירוג של מידרוג](#)

הדוחות מפורסמים באתר מידרוג [www.midroog.co.il](http://www.midroog.co.il)

תאריך הדוח: 18.12.2019

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

מסמך זה לרבות פסקה זו כולל זכויות יוצרים של מידרוג והינו מוגן על ידי זכויות יוצרים ודיני הקניין הרוחני. אין להעתיק מסמך זה או בכל דרך אחרת לסרוק, לשכתב, להפיץ, להעביר, לשכפל, להציג, לתרגם או לשמור אותו לשימוש נוסף למטרה כלשהי, באופן שלם או חלקי, בכל צורה, אופן או בכל אמצעי, ללא הסכמה של מידרוג מראש ובכתב.

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

דירוגים ו/או פרסומים שהונפקו על ידי מידרוג הנם או שהם כוללים חוות דעת סובייקטיביות של מידרוג ביחס לסיכון האשראי היחסי העתידי של ישויות, התחייבויות אשראי, חובות ו/או מכשירים פיננסיים דמויי חוב, נכון למועד פרסומם וכל עוד מידרוג לא שינתה את הדירוג או הפסיקה אותו. פרסומי מידרוג יכולים לכלול גם הערכות המבוססות על מודלים כמותיים של סיכויי אשראי וכן חוות דעת נלוות. דירוגי מידרוג ופרסומיה אינם מהווים הצהרה בדבר נכונותן של עובדות במועד הפרסום או בכלל. מידרוג עושה שימוש בסולמות דירוג לשם מתן חוות דעתה בהתאם להגדרות המפורטות בסולם עצמו. הבחירה בסימול כמשקף את דעתה של מידרוג ביחס לסיכון אשראי משקפת אך ורק הערכה יחסית של סיכון זה. הדירוגים שמנפיקה מידרוג הינם לפי סולם מקומי וככאלה הם מהווים חוות דעת ביחס לסיכויי אשראי של מנפיקים וכן של התחייבות פיננסיות בישראל. דירוגים לפי סולם מקומי אינם מיועדים להשוואה בין מדינות אלא מתייחסים לסיכון אשראי יחסי במדינה מסוימת.

מידרוג מגדירה סיכון אשראי כסיכון לפיו ישות עלולה שלא לעמוד בהתחייבויותיה הפיננסיות החוזיות במועד וכן ההפסד הכספי המשוער 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.

הדירוגים המונפקים על ידי מידרוג ו/או פרסומיה אף אינם מהווים ייעוץ השקעות או ייעוץ פיננסי, וכן אין בהם משום התייחסות להתאמה של השקעה מסוימת למשקיע מסוים. מידרוג מנפיקה דירוגים תחת ההנחה שכל העושה שימוש במידע המפורט בהם ובדירוגים, ינקוט זהירות ראויה ויבצע את ההערכות שלו (בעצמו ו/או באמצעות אנשי מקצוע המוסמכים לכך) בדבר הכדאיות של כל השקעה בכל נכס פיננסי שהוא שוקל לרכוש, להחזיק או למכור. כל משקיע צריך להסתייע ביעוץ מקצועי בקשר עם השקעותיו, עם הדין החל על ענייניו ו/או עם כל עניין מקצועי אחר.

**מידרוג איננה מעניקה שום אחריות, מפורשת או משתמעת, ביחס לדיוק, להיותו מתאים למועד מסוים, לשלמותו, לסחירותו או להתאמה לכל מטרה שהיא של כל דירוג או חוות דעת אחרת או מידע שנמסר או נוצר על ידי מידרוג בכל דרך ואופן שהוא.**

דירוגי מידרוג ופרסומיה אינם מיועדים לשימוש של משקיעים פרטיים והיה זה בלתי אחראי ובלתי הולם למשקיע פרטי לעשות שימוש בדירוגים של מידרוג או בפרסומיה בקבלתה של החלטת השקעה על ידו. בכל מקרה של ספק, מן הראוי שיתיעץ עם יועץ פיננסי או מקצועי אחר.

כל המידע הכלול בדירוגים של מידרוג ו/או בפרסומיה ואשר עליו היא הסתמכה (להלן: "המידע"), נמסר למידרוג על ידי מקורות מידע (לרבות הישות המדורגת) הנחשבים בעיניה לאמינים. מידרוג איננה אחראית לנכונותו של המידע והוא מובא כפי שהוא נמסר על ידי אותם מקורות מידע. מידרוג נוקטת באמצעים סבירים, למיטב הבנתה, כדי שהמידע יהיה באיכות ובהיקף מספקים וממקורות הנחשבים בעיניה לאמינים לרבות מידע שהתקבל מצדדים שלישיים בלתי תלויים, אם וככל שהדבר מתאים. יחד עם זאת, מידרוג איננה גוף המבצע ביקורת ולכן היא איננה יכולה לאמת או לתקף את המידע. האמור בפרסומיה של מידרוג, למעט כאלה שהוגדרו על ידה במפורש כמתודולוגיות, אינם מהווים חלק ממתודולוגיה על פיה עובדת מידרוג. מידרוג רשאית לסטות מן האמור בכל פרסום כזה, בכל עת.

בכפוף לאמור בכל דין, מידרוג, הדירקטורים שלה, נושאי המשרה שלה, עובדיה 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, בהווה או בעתיד, לרבות אובדן הזדמנויות השקעה אחרות; (ב) כל הפסד ו/או אובדן ו/או נזק שנגרם כתוצאה מהחזקה ו/או רכישה ו/או מכירה של מכשיר פיננסי, בין אם הוא היה נשוא דירוג שהונפק על ידי מידרוג ובין אם לאו; (ג) כל הפסד ו/או אובדן ו/או נזק, אשר נגרמו בקשר לנכס פיננסי מסוים, בין השאר אך לא רק, כתוצאה או בקשר עם רשלנות (להוציא מרמה, פעולה בזדון או כל פעולה אחרת שהדין אינו מתיר לפטור מאחריות בגינה), מצדם של דירקטורים, נושאי משרה, עובדים ו/או כל מי שפועל מטעמה של מידרוג, בין במעשה ובין במחדל.

מידרוג מקיימת מדיניות ונהלים ביחס לעצמאות הדירוג ותהליכי הדירוג.

דירוג שהונפק על ידי מידרוג 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>