

סולמות והגדרות הדירוג של מידרוג^{1,2}

דצמבר 2020

אנשי קשר:

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

¹ ההגדרות מבוססות על הגדרות מודי'ס מספטמבר 2020, בהתאמות לשוק המקומי. שינוי בהגדרות של מודי'ס יכול שיובילו לשינוי בהגדרות של מידרוג.

² עיקרי השינויים במסמך זה לעומת המסמך שפורסם במרץ 2018 מפורטים בנספח 1.

הקדמה

במסמך שלהלן מובאים סולמות הדירוג המשמשים את מידרוג וכן הגדרות שונות הקשורות בדירוגים. מטרת המסמך הינה לייצר שקיפות ביחס להגדרות הדירוג ולהציגן באופן ברור ופשוט, ככל הניתן. הסולמות חלים מה-1 בספטמבר 2015³. אין בפרסום ההגדרות בכדי לשנות את הדירוגים הקיימים. בנוסף לדירוגי אשראי, מסמך זה כולל סימולים והגדרות לשירותים נלווים וציון יחסי לשירותים ונכסים אחרים, שאינם דירוגי אשראי.

סולם הדירוג לזמן ארוך

דירוגים לזמן ארוך מוצבים למנפיקים או התחייבויות או מכשירים פיננסיים עם מועד פירעון מקורי של שנה או יותר ומשקפים את כושר החזר האשראי של המנפיק ביחס למנפיקים מקומיים אחרים.

כושר החזר האשראי של מנפיק או הנפקה מתייחס להפסדי האשראי הצפויים, שניתן לייצגם כמכפלה של ההסתברות לכשל פירעון *ההפסד בקרות כשל פירעון*. מידרוג שואפת לשקף בדירוגיה את הפסדי האשראי הצפויים במידרג אורדינלי (יחסי), קרי, כי ההפסד הצפוי של דירוגים נמוכים יהיה גבוה מההפסד הצפוי של דירוגים גבוהים. כושר החזר האשראי כהגדרתו לעיל, נבחן לאורך כל סולם הדירוג של מידרוג⁴.

יחד עם זאת, בדירוג מנפיק או הנפקה בתחום המימון התאגידי והמוסדות הפיננסיים, מידרוג אינה מודדת מדידה כמותית את ההסתברויות לכשל פירעון לצורך אומדן הפסדי האשראי הצפויים, אלא מעריכה את יכולת המנפיק לעמוד בהתחייבויותיו, ביחס למנפיקים מדורגים אחרים, תוך שימוש בניתוח סיכוני אשראי איכותני 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 פירעון⁵, אף אם אינה מודדת מדידה כמותית את ההפסד בקרות כשל פירעון, אלא אם ארע אירוע כשל פירעון. 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 מדירוג המנפיק כהגדרתו להלן.

בדירוגים היברידיים מסוימים בהם אין הגדרת כשל פירעון או שהגדרה זו אינה זהה לציפיית המשקיעים לתשלום עיתי, הדירוג משקף את ההסתברות להפיכת החוב לפגום וההפסד הצפוי בקרות אירוע חוב פגום (להגדרת חוב פגום הנכס מוזמנים לעיין בהמשך מסמך זה).

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

למידע נוסף בדבר דירוג לזמן ארוך הניתן להתחייבויות אשר אירע בהן כשל פירעון או חובות פגומים, ראו הגדרות בהמשך המסמך.

³ מפתח המרה בין הסולמות שהיו בשימוש לפני ספטמבר 2015 לסולמות הנוכחיים מצורפים כנספח 2 לדוח זה.

⁴ 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 שבא 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 פירעון. פירוט בדבר השיקולים הנלקחים בחשבון בדירוג מכשירים פיננסיים מסוגים שונים, לרבות גובה דירוג המנפיק, מפורטים במתודולוגיות הדירוג הרלוונטיות.

⁵ 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.

כמו כן, התחייבויות⁶ או מכשירים פיננסיים אשר מידרוג מתייחסת אליהם בדירוגיה⁷, הינם התחייבויות או מכשירים פיננסיים המחייבים תשלום מוגדר, אשר יכול שישתנה כתוצאה ממקור משתנה סטנדרטי (כגון: ריבית משתנה ו/או הצמדה למדד המחירים), עד למועד תשלום מוגדר וזאת ללא קשר ליכולת אכיפתם. דירוגי מידרוג אינם מתייחסים למקורות משתנים שאינם סטנדרטיים ביחס לקרן ההתחייבות (למשל: הצמדה למדד מניית), למעט אם בדוח הדירוג הראשוני הובא הסבר אחר⁸.

סימונים נוספים

דירוגי מימון מובנה

בדומה להגדרות של מודי'ס, מידרוג מבחינה בין דירוגי מימון מובנה ויתר הדירוגים (כגון: דירוג תאגידיים, דירוג מוסדות פיננסיים, גופים ממשלתיים) על ידי הוספת האינדיקטור (sf) לדירוגי מימון מובנה. מטרת הוספת האינדיקטור הינה להבהיר כי אין להניח מראש כי דירוגי מימון מובנה ויתר הדירוגים באותה רמת דירוג, יהיו בעלי ביצועים דומים וכן כי מאפייני הסיכון של ניירות ערך אלו עשויים להיות שונים. יחד עם זאת, יצוין כי מידרוג שואפת כי באמצעות יישום מתודולוגיות הדירוג, ביצועי דירוגי מימון מובנה ויתר הדירוגים יהיו דומים בטווח הארוך⁹. לפירוט נוסף בדבר השימוש באינדיקטור (sf) ראו במסמך "אינדיקטור (sf) בדירוגי מימון מובנה" באתר מידרוג

www.midroog.co.il

דירוג מותנה

מידרוג מציבה דירוגים מותנים למנפיקים או מכשירים פיננסיים כאשר קביעת הדירוג כפופה לתנאים מסוימים אשר עשויים להשפיע על הדירוג. דוגמאות לתנאים כאלו הינם מסמכים סופיים או התקיימות תנאים, כאשר הדירוג רגיש לשינויים בתנאים הסופיים. כאשר התניות כאלו לא קיימות ניתן לקבוע דירוג גם בהתבסס על מסמכים שאינם עדיין סופיים. עם התקיימות התנאים ו/או הנסיבות, סימול הדירוג כמותנה (P)¹⁰ יוסר מהדירוג.

הפסקת דירוג

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

⁶ במקרה של חוב פגום, עלול להיווצר הפסד על אף שהמנפיק עומד בהתחייבות החוזית. ראו הגדרת חוב פגום בהמשך מסמך זה.
⁷ לדירוגי מנפיק ראו הגדרה בהמשך המסמך. במקרים מסוימים, כושר החזר האשראי מתייחס לצד ג', בנוסף או במקום המנפיק. כגון: מכשירי CLN (Credit Linked Notes) או מכשירים בערבות.
⁸ מידרוג אינה מסווגת את הסוגים השונים של מקורות משתנים שאינם סטנדרטיים, שכן סוגי המאפיינים של מכשירים פיננסיים אינו מוגבל. יחד עם זאת, דוגמאות למקורות כאלו כוללים: מדדים שונים, שווי מניית ותזרימים, קנסות פירעון מוקדם והתחייבות לתשלום שאינו מוגדר במועד תחילת העסקה. כמו כן, לפירוט נוסף ביחס לסוגי המכשירים ההיברידיים המדורגים על ידנו ראו בדוח המתודולוגי באתר מידרוג www.midroog.co.il.
⁹ דירוגי מימון מובנה מבוססים על הערכת ההפסד הצפוי של המכשיר הפיננסי וייתכן ויהיו כפופים למגבלה לפיה הדירוג הסופי של העסקה לא יעלה על מספר דרגות דירוג מסוים (בדרך כלל 3-5 דרגות דירוג) מעל הדירוג שהיה ניתן בהתבסס על ההסתברות לכשל בלבד. כחלק מהשיקולים המשפיעים על הדירוג יילקחו בחשבון גובה הדירוג, גיל העסקה (seasoning) ורמת אי הודאות בהערכת ההפסד וההסתברות לכשל.
¹⁰ Provisional.

סולם דירוג מקומי לזמן ארוך

Aaa.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים Aaa.il מציגים, על פי שיפוטת של מידרוג, כושר החזר אשראי הגבוה ביותר יחסית למנפיקים מקומיים אחרים.
Aa.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים Aa.il מציגים, על פי שיפוטת של מידרוג, כושר החזר אשראי גבוה מאד יחסית למנפיקים מקומיים אחרים.
A.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים A.il מציגים, על פי שיפוטת של מידרוג, כושר החזר אשראי גבוה יחסית למנפיקים מקומיים אחרים.
Baa.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים Baa.il מציגים, על פי שיפוטת של מידרוג, כושר החזר אשראי בינוני יחסית למנפיקים מקומיים אחרים והם עלולים להיות בעלי מאפיינים ספקולטיביים מסוימים.
Ba.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים Ba.il מציגים, על פי שיפוטת של מידרוג, כושר החזר אשראי חלש יחסית למנפיקים מקומיים אחרים והם בעלי מאפיינים ספקולטיביים.
B.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים B.il מציגים, על פי שיפוטת של מידרוג, כושר החזר אשראי חלש מאוד יחסית למנפיקים מקומיים אחרים והם בעלי מאפיינים ספקולטיביים משמעותיים.
Caa.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים Caa.il מציגים, על פי שיפוטת של מידרוג, כושר החזר אשראי חלש ביותר יחסית למנפיקים מקומיים אחרים והם בעלי מאפיינים ספקולטיביים משמעותיים ביותר.
Ca.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים Ca.il מציגים, על פי שיפוטת של מידרוג, כושר החזר אשראי חלש באופן קיצוני והם קרובים מאוד למצב של כשל פירעון עם סיכויים כלשהם להחזר קרן וריבית.
C.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים C.il מציגים, על פי שיפוטת של מידרוג, כושר החזר אשראי החלש ביותר ובדרך כלל הם במצב של כשל פירעון עם סיכויים קלושים להחזר קרן וריבית.

הערה: מידרוג משתמשת במשתנים מספריים 1,2,3 בכל אחת מקטגוריות הדירוג מ- Aa.il ועד Caa.il המשתנה '1' מציין שאגרת החוב מצויה בקצה העליון של קטגוריית הדירוג שאליה היא משתייכת, המצוינת באותיות. המשתנה '2' מציין שהיא נמצאת באמצע קטגוריית הדירוג ואילו המשתנה '3' מציין שאגרת החוב נמצאת בחלק התחתון של קטגוריית הדירוג שלה, המצוינת באותיות.

הערה: למידע נוסף בדבר דירוג לזמן ארוך הניתן להתחייבויות אשר אירע בהן כשל פירעון או חובות פגומים, ראו הגדרות בהמשך המסמך.

בנוסף, האינדיקטור (hyb) יתווסף לכל הדירוגים של מכשירים היברידיים המונפקים על ידי בנקים ומבטחים. בהתאם לתנאיהם מכשירים היברידיים מאפשרים שמיטה של תשלומי דיבידנד, ריבית או קרן, אשר עשויים לגרום לחוב להפוך לפגום¹¹ בקרות שמיטה כזו. מכשירים היברידיים עשויים להיות כפופים למחיקות של קרן בהתאם לתנאיהם. הדירוג לזמן ארוך יחד עם האינדיקטור (hyb), משקף את כושר החזר האשראי היחסי של ההתחייבות המסומנת באינדיקטור זה. לפירוט נוסף בדבר השימוש באינדיקטור (hyb) ראו במסמך "אינדיקטור (hyb) בדירוג מכשירים פיננסיים של בנקים וחברות ביטוח" באתר מידרוג www.midroog.co.il.

¹¹ להגדרת חוב פגום הנכם מוזמנים לעיין בהמשך מסמך זה.

סולם דירוג מקומי לזמן קצר

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

הקשר בין סולם הדירוג לזמן הארוך לבין סולם הדירוג לזמן הקצר

הטבלה שלהלן מפרטת את דירוגי הזמן הארוך המתאימים לדירוגי הזמן הקצר, ככל שדירוגי הזמן הארוך קיימים¹².

דירוג זמן ארוך	דירוג זמן קצר
Aaa.il	Prime-1.il
Aa1.il	
Aa2.il	
Aa3.il	
A1.il	
A2.il	
A3.il	Prime-2.il
Baa1.il	
Baa2.il	
Baa3.il	Prime-3.il
Ba1.il, Ba2.il, Ba3.il	
B1.il, B2.il, B3.il	
Caa1.il, Caa2.il, Caa3.il	NotPrime
Ca.il	
C.il	

¹² דירוגי זמן קצר במימון מובנה, מבוססים בדרך כלל על הדירוג לזמן קצר של מעמיד הנזילות לעסקה או על הערכת תזרים המזומנים הפנוי לפירעון ההתחייבות המדורגת.

סוגי התחייבויות ומנפיקים המדורגים בדירוג לזמן ארוך ולזמן הקצר

התחייבויות לזמן ארוך ולזמן קצר

מידרוג מציבה דירוגים להתחייבויות לזמן ארוך ולהתחייבויות לזמן קצר. דירוג לזמן ארוך ניתן למנפיקים או התחייבויות או מכשירים פיננסיים אשר במועד הנפקתם מועד הפדיון שלהם הינו שנה ומעלה, ומשקף את כושר החזר האשראי בהשוואה למנפיקים מקומיים אחרים. דירוג לזמן קצר ניתן להתחייבויות או מכשירים פיננסיים, אשר במועד הנפקתם המועד לפדיון הינו עד שנה ומשקף את יכולת המנפיק לעמוד בהתחייבויות לזמן הקצר, בהשוואה למנפיקים מקומיים אחרים. כושר החזר האשראי הנגזר מהדירוג לזמן הארוך והשלכתו על יכולת המנפיק לעמוד בהתחייבות לזמן הקצר והסברים להגדרות אלו, מובאים במלואם במתודולוגיה "דירוגים לזמן קצר" המפורסמת באתר מידרוג.

דירוג פיקדונות בתאגידים בנקאיים

דירוג פיקדונות בתאגידים בנקאיים הינו הערכת מידרוג ביחס ליכולת הבנק לעמוד בהתחייבויותיו ביחס לפיקדונות. בדירוג פיקדונות לזמן ארוך, ההערכה משקפת גם את ההפסד הצפוי בקרות כשל פירעון.

דירוג Credit Default Swap (CDS)

דירוג CDS בוחן את הסיכון הגלום בהתחייבות של מוכר ההגנה (credit protection provider) ביחס לאירועי אשראי בהתאם לתנאי העסקה. הדירוג אינו מתייחס להפסדים אפשריים כתוצאה מהפסקה מוקדמת של העסקה או סיכויי שוק הקשורים לעסקה.

דירוג איתנות פיננסית של מבטחים - Insurance Financial Strength Rating

דירוג איתנות פיננסית של מבטח הינו הערכת מידרוג בדבר יכולת המבטח לעמוד בהתחייבויותיו לבעלי הפוליסות וכן הדירוג משקף גם את ההפסד הצפוי בקרות כשל.

דירוג מנפיק - Issuer Rating

דירוג מנפיק הינו הערכת מידרוג ביחס ליכולת המנפיק לעמוד בהתחייבויות הפיננסיות הבכירות והלא מובטחות. דירוגי מנפיק מגלמים תמיכה חיצונית הצפויה לחול על כל ההתחייבויות הפיננסיות הבכירות והלא מובטחות של המנפיק, כגון: תמיכה מפורשת הנובעת מערבות לכל ההתחייבויות הפיננסיות הבכירות והלא מובטחות ו/או תמיכה משתמעת הנובעת מניתוח חדלות פירעון משותפת (Joint Default Analysis – JDA בבנקים וגופים הקשורים למדינה). דירוג מנפיק אינו מגלם תמיכה (כגון ערבויות) החלה רק על התחייבות בכירה לא מובטחת ספציפית (ולא לכולן).

בעוד דירוג המנפיק מתייחס לכושר החזר האשראי ביחס לחוב או התחייבויות דמויות חוב (כגון CDS), דירוג המנפיק אינו מתייחס לסיכון כי חוזה או התחייבויות אחרת שאינה חוב תהיה כפופה למחלוקת מסחרית.

סוגי דירוג נוספים

דירוג תעודות סל - Managed Index Linked Certificate (MILC)

דירוג תעודות סל הינו הערכת מידרוג בדבר יכולת החברה לעמוד בהתחייבויותיה כלפי מחזיקי תעודות הסל, בהתאם להתחייבויות התשקיפיות¹³ והחלטות דירקטוריון החברה. דירוג מידרוג מתבסס על פרמטרים כמותיים-סטטיסטיים, איכותיים ומשפטיים ומשקף את הערכת מידרוג למידת הסיכון שבידי החברה לא יהיו, בסיום כל יום מסחר, נכסים מספקים להמרת כל תעודות הסל, לשווי האינדקס (או הסל הספציפי, בהתאם לעניין). בניכוי דמי ניהול (ועמלת המרה, בהתאם לעניין). למען הסר ספק, הדירוג אינו בוחן את התשואה על תעודות הסל שנגזרת מהשינויים באינדקס הרלוונטי. לסולם הדירוג הרגיל יתווסף הסימול MILC המיוחס לדירוג תעודות סל.

סולם דירוג תעודות סל - Managed Index Linked Certificate (MILC)

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

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

¹³ ככל שלתעודות הסל קיים תשקיף ובהיעדרו בהתאם למסמכי עסקה אחרים כגון שטר נאמנות וכו'.

דירוג תעודות התחייבות (ILC) - Index Linked Certificate

דירוג תעודות התחייבות (Notes) מתבסס, בין היתר, על מבנה העסקה וסיכוני האשראי של המוסד הפיננסי המנפיק את הנכס המגבה את ההתחייבות. הדירוג משקף את הערכת מידרוג למידת יכולתה של החברה להבטיח למחזיקי תעודות ההתחייבות את תשלום הקרן והריבית (לפי העניין) במועדי התשלום ובשיעורים הקבועים במסמכי העסקה. הדירוג אינו משקף את הסיכון לקרן שהושקעה או לתשואה הנגזרים מהשינוי בשוק בנכס הבסיס, המשקף סיכוני שוק. לסולם הדירוג הרגיל יתווסף הסימול ILC המיוחס לאג"ח / התחייבות צמודי אינדקס מסוים הכולל ריבית ומטבע.

סולם דירוג תעודות התחייבות (ILC) - Index Linked Certificate

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

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

דירוג אינדיקטיבי (Indicative Rating)

הערכת דירוג האשראי הפוטנציאלי למועד נתון של תאגיד, או מתווה להנפקת מכשיר פיננסי פוטנציאלי. קביעת הדירוג האינדיקטיבי מתבצעת על ידי ועדת דירוג, אך איננה מהווה דירוג אשראי רגיל ונדרשת בחינה ו/או מידע נוסף על מנת לקבוע דירוג רגיל. דירוג אינדיקטיבי אינו תחת מעקב והינו דיסקרטי בדרך כלל ומיועד לצרכים הפנימיים של מזמין הדירוג ולא לפרסום פומבי. כותרת המסמך המכיל את הדירוג האינדיקטיבי תציין כי מדובר בדירוג אינדיקטיבי. דירוג אינדיקטיבי ניתן למנפיק או מכשיר פיננסי שאינם מדרגים במידרוג בדירוג פומבי במועד מתן הדירוג האינדיקטיבי.

ציון יחסי לנכסים ולשירותים אחרים

הערכת איכות ניהול - Investment Manager Quality (MQ) Assessment

הערכת איכות ניהול הינה הערכת מידרוג בדבר אופן הניהול והתפעול של חברה המנהלת השקעות. במסגרת הערכה זו מידרוג בוחנת את מעמד החברה בענף, איכות התשתית הניהולית התפעולית והפיננסית של החברה המנהלת, ההשפעות התפעוליות והניהוליות הכרוכות בשירותי מסחר, ניהול הנכסים, בקרה וניהול סיכונים, איכות ביצועי מערך ההשקעות, כמו גם את יכולתיה של החברה המנהלת לנהל את הסיכונים אליהם היא עצמה חשופה ואת הסיכונים אליהם חשופים המשקיעים או החוסכים.

סולם דירוג איכות ניהול - Investment Manager Quality (MQ) Assessment

איכות הגוף המדורג מוערכת כגבוהה מאוד וזאת בהתבסס על שקלול יכולות הניהול והיציבות העסקית, וזאת בהשוואה לגופים מקומיים אחרים.	MQ1.il
איכות הגוף המדורג מוערכת כגבוהה וזאת בהתבסס על שקלול יכולות הניהול והיציבות העסקית, וזאת בהשוואה לגופים מקומיים אחרים.	MQ2.il
איכות הגוף המדורג מוערכת כבינונית וזאת בהתבסס על שקלול יכולות הניהול והיציבות העסקית, וזאת בהשוואה לגופים מקומיים אחרים.	MQ3.il
איכות הגוף המדורג מוערכת כמספקת וזאת בהתבסס על שקלול יכולות הניהול והיציבות העסקית, וזאת בהשוואה לגופים מקומיים אחרים.	MQ4.il
איכות הגוף המדורג מוערכת כחלשה וזאת בהתבסס על שקלול יכולות הניהול והיציבות העסקית, וזאת בהשוואה לגופים מקומיים אחרים.	MQ5.il

דירוג קרנות כספיות וקרנות אג"ח - Money Market Fund (mf)

במסגרת דירוג קרנות כספיות (לרבות קפ"מ) וקרנות אג"ח נבחנו פרופיל האשראי של הקרן, פרופיל היציבות של הקרן ואיכות מנהל הקרן בהיבט ניהול הסיכונים והתפעול. למען הסר ספק, הדירוג אינו בוחן את התשואה/ההפסד על נכסי הקרן או התנודתיות בשווי נכסיה.

סולם דירוג קרנות כספיות וקרנות אג"ח - Money Market Fund (mf)

קרנות כספיות וקרנות אג"ח המדורגות בדירוג Aaa.il-mf הן, על פי שיפוט של מידרוג, בעלות יכולת טובה מאוד לעמוד בדרישות נזילות תוך שמירה על ההון, בהשוואה לקרנות כספיות וקרנות אג"ח מקומיות אחרות.	Aaa.il-mf
קרנות כספיות וקרנות אג"ח המדורגות בדירוג Aa.il-mf הן, על פי שיפוט של מידרוג, בעלות יכולת טובה לעמוד בדרישות נזילות תוך שמירה על ההון, בהשוואה לקרנות כספיות וקרנות אג"ח מקומיות אחרות.	Aa.il-mf
קרנות כספיות וקרנות אג"ח המדורגות בדירוג A.il-mf הן, על פי שיפוט של מידרוג, בעלות יכולת בינונית לעמוד בדרישות נזילות תוך שמירה על ההון, בהשוואה לקרנות כספיות וקרנות אג"ח מקומיות אחרות.	A.il-mf
קרנות כספיות וקרנות אג"ח המדורגות בדירוג Baa.il-mf הן, על פי שיפוט של מידרוג, בעלות יכולת גבולית לעמוד בדרישות נזילות תוך שמירה על ההון, בהשוואה לקרנות כספיות וקרנות אג"ח מקומיות אחרות.	Baa.il-mf
קרנות כספיות וקרנות אג"ח המדורגות בדירוג B.il-mf על פי שיפוט של מידרוג, אינן יכולות לעמוד בדרישות נזילות ובעלות יכולת גבולית לשמירה על ההון, בהשוואה לקרנות כספיות וקרנות אג"ח מקומיות אחרות.	B.il-mf
קרנות כספיות וקרנות אג"ח המדורגות בדירוג C.il-mf על פי שיפוט של מידרוג, אינן יכולות לעמוד בדרישות נזילות או לשמור על ההון, בהשוואה לקרנות כספיות וקרנות אג"ח מקומיות אחרות.	C.il-mf

מערכת לדירוג קרנות מחקות וקרנות סל

מערכת דירוג קרנות מחקות וקרנות סל (להלן: "קרנות") פותחה במיזם משותף עם חברת פרדיקטה ונועדה לספק למשתמשים דירוג לקרנות מסוג זה. דירוג הקרנות מתבסס, בין היתר, על חישוב סטיית התקן עבור סדרת ההפרשים בין המדד הרלוונטי לבין ה-NAV של הקרנות, אמידת ההפרש המצטבר בין ביצועי הקרנות לשינויים במדד, אמידת ביצועי הקרנות תוך שמירת על פרופיל סיכון הזהה לסיכון המדד, השוואת ביצועי הקרנות ביחס לקבוצת הייחוס המכילה קרנות העוקבות אחר אותו מדד זהה להשוואה, אמידת תנודתיות במדד הנעקב ומידת התנודתיות התוך יומית.

מערכת "אורות אדומים" לקרנות מחקות וקרנות סל

מערכת "אורות אדומים" פותחה במיזם משותף עם חברת פרדיקטה ונועדה לבחון ולהתריע על אירועים מוגדרים בקרנות המחקות ובקרנות הסל. זהו נדבך נוסף למערכת לדירוג הקרנות, כמתואר לעיל, אשר פותחה על מנת להוות בחינה משלימה של אירועים חריגים בנוסף למידרג המתקבל משקלול הפרמטרים המתוארים לעיל. במסגרת זו נבחנו היבטים איכותיים וכמותיים שונים.

דירוג קופות גמל וקרנות השתלמות

דירוג ביצועי קופות גמל וקרנות השתלמות על בסיס נתונים כמותיים: תשואה, מדד שארפ חסר סיכון, יתרת נכסים, מדד נזילות, מדד אלפא, שיעור הנכסים המסוכנים, צבירות/גריעות ודמי ניהול.

שירותים נלווים

שירות הערכת דירוג (Rating Assessment Service)

הערכת דירוג האשראי הפוטנציאלי למועד נתון או ההשפעה הפוטנציאלית על דירוג אשראי נוכחי, וזאת בהינתן תרחיש היפותטי קונקרטי (אחד או יותר), כאשר התרחיש מועבר למידרוג על ידי מזמין הערכת הדירוג. הערכת הדירוג בהתבסס על התרחיש ההיפותטי מתבצעת על ידי ועדת דירוג, אך איננה מהווה דירוג אשראי רגיל ונדרשת בחינה ו/או מידע נוסף על מנת לקבוע דירוג רגיל. הערכת הדירוג אינה נמצאת תחת מעקב והינה בדרך כלל דיסקרטית ומיועדת לצרכים הפנימיים של מזמין השירות ולא לפרסום פומבי. כותרת המסמך המכיל את הערכת הדירוג תציין כי מדובר בהערכת דירוג. במידה וייקבע על פי הזמנת הלקוח - דירוג אשראי בהתממש התרחיש הנבחן, הדירוג עשוי להיות שונה מהערכת הדירוג.

תרחיש הינו (1) עסקה/פרויקט ו/או הנפקת חוב המשנה באופן מהותי את מצבו הנוכחי של המנפיק (לרבות, רכישות, מכירות, רכישה עצמית של מניות, רישום למסחר, הנפקת מניות לראשונה לציבור ושינויים מהותיים במבנה המימון) או (2) עסקה ראשונית/פרויקט ו/או הנפקת חוב; או עסקה/פרויקט ו/או הנפקת חוב המהווה גרסה שונה מהותית מהאמור, לרבות שינוי מהותי בהיקף החוב שנלקח בחשבון בתרחיש.

תחזית דירוג

תחזית שמעבירה מידרוג ללקוח או מי שעשוי להיות לקוח, באשר לסימול הדירוג שהיא עתידה לקבוע לגביו או לגבי מכשיר פיננסי, לרבות אות, סימן או תחזית הנוגעים לדירוג כאמור (לרבות טווח סימולי דירוג), שניתנו בכל דרך שהיא. למען הסר ספק, יובהר כי ככל שתחזית הדירוג תועבר כחלק מתהליך הדירוג, לא תוגדר תחזית הדירוג כשירות נפרד. יחד עם זאת, ולמרות שתחזית הדירוג כהגדרתה לעיל אינה דירוג אשראי רגיל, ריכוז הנתונים הנוגעים לתחזיות הדירוג שהועברו ידווחו על מידרוג במסגרת הדוח השנתי, כאמור בתקנות ההסדרה¹⁴, ביחס לדירוג מקדמי.

הערכת איכות נותן שירותים (SQ - Servicer Quality Assessment)

הערכת מידרוג בדבר יכולת נותן השירותים למנוע הפסדים ולמקסם את שיעור השיקום בהינתן כשל, בעסקאות איגוח. ביצועי נותן השירותים נבחנים בנפרד מאיכות האשראי של הנכסים אשר בטיפולו. במסגרת הבחינה נלקחים בחשבון היציבות התפעולית והפיננסית וכן יכולתו של נותן השירותים להגיב למצבי שוק משתנים. הבחינה מבוססת על המבנה האירגוני, מאפייני הניהול, הפרופיל הפיננסי, בקורות ונהלים וכן אסטרטגיה. יצוין כי למועד כתיבת מסמך זה, מידרוג מבצעת הערכות איכות נותן שירותים כחלק מתהליך הדירוג של מכשירים פיננסיים מסוימים.

הערכת יזם העסקה (OA - Originator Assessment)

הערכת מידרוג בדבר חוזק הנהלים של חברת המקור, אשר משפיעים על כשלים והפסדים בעסקאות מימון מובנה. בהערכה של מידרוג נלקחים בחשבון יכולות חברת המקור ויציבותה. הערכת חברת המקור נועדה לבודד את ההשפעות של נהלי חברת המקור על ביצועי ההלוואות מהשפעות חיצוניות, כמו סביבה מאקרו כלכלית ויכולות נותן השירותים. יצוין כי למועד כתיבת מסמך זה, מידרוג מבצעת הערכות יזם עסקה כחלק מתהליך הדירוג של מכשירים פיננסיים מסוימים.

¹⁴ תקנות הסדרת פעילות חברות דירוג האשראי, תשע"ה-2014.

הערכות המשמשות בדירוג

הערכות המשמשות בדירוג אינן מהוות דירוגי אשראי, הערכות אלו מסומנות בסמלים שונים, המבחינים בינן לבין דירוגי אשראי. אופן השימוש בהערכות אלו מתואר במתודולוגיות הדירוג הרלוונטיות, במסגרתן הן משמשות.

הערכת אשראי (Credit Estimates)

הערכת אשראי הינה הערכה לא פומבית של איכות האשראי של התחייבות כלשהי. ההערכה הינה למועד נתון, אינה מהווה דירוג אשראי ולא נקבעת בוועדת דירוג. הדירוג בוועדת דירוג עשוי להיות שונה באופן משמעותי מהערכת האשראי. כמו כן, אין מעקב אחר הערכת האשראי אך ייתכן והיא תעודכן מעת לעת. בדרך כלל, הערכת האשראי מבוססת על מידע פומבי או מידע מצד שלישי, מבלי שהמנפיק ייטול חלק בתהליך. הערכות אשראי משמשות בדרך כלל כנתון קלט לדירוגי אשראי רגילים. הערכת האשראי מסומנת בסולם מספרי הנע בין 1-21, בהתאם לסולם הדירוג האלפא-נומרי לזמן ארוך.

הערכת אשראי בסיסית (BCA) Baseline Credit Assessment

ה-BCA הינה הערכת מידרוג לאיתנות הפיננסית הפנימית של המנפיק, בהיעדר תמיכה חיצונית של חברה קשורה¹⁵ או תמיכת מדינה. ה-BCA מייצג הערכה בדבר הסבירות כי המנפיק יזדקק לתמיכה חיצונית על מנת להימנע מכשל פירעון של אחת או יותר מהתחייבויותיו או הסבירות כי יהיה בכשל פירעון בהיעדר תמיכה זו. ה-BCA אינו מתייחס להפסד הצפוי במקרה של היעדר תמיכה חיצונית.

מערכת יחסים חוזית וסובסידיות שוטפות מהמדינה או מחברה קשורה גלומות ב-BCA ולכן נחשבות כפנימיות ביחס לאיתנות הפיננסית של המנפיק. תמיכה יוצאת דופן הינה ייחודית למנפיק ונועדה למנוע מהמנפיק להפוך לחדל פירעון. ה-BCA מסומן בסולם דירוג אלפא-נומרי באותיות קטנות, בהתאם לסולם הדירוג האלפא-נומרי לזמן ארוך.

¹⁵ חברה קשורה, לרבות, חברת אם, התאגדות קשורה אחרת, ומשקיעים מהותיים (בדרך כלל בעלות בשיעור העולה על 20% הצבעה) או מדינות, לרבות שלטון מקומי, אזורי או מדיני.

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

aaa.il	מנפיקים או הנפקות המוערכים aaa.il מציגים, על פי שיפוטה של מידרוג, איתנות פיננסית פנימית או בלתי תלויה (עצמאית), הגבוהה ביותר יחסית למנפיקים מקומיים אחרים, בהיעדר כל אפשרות לתמיכה חיצונית מחברה קשורה או מהמדינה.
aa.il	מנפיקים או הנפקות המוערכים aa.il מציגים, על פי שיפוטה של מידרוג, איתנות פיננסית פנימית או בלתי תלויה (עצמאית), גבוהה מאוד יחסית למנפיקים מקומיים אחרים, בהיעדר כל אפשרות לתמיכה חיצונית מחברה קשורה או מהמדינה.
a.il	מנפיקים או הנפקות המוערכים a.il מציגים, על פי שיפוטה של מידרוג, איתנות פיננסית פנימית או בלתי תלויה (עצמאית), גבוהה יחסית למנפיקים מקומיים אחרים, בהיעדר כל אפשרות לתמיכה חיצונית מחברה קשורה או מהמדינה.
baa.il	מנפיקים או הנפקות המוערכים baa.il מציגים, על פי שיפוטה של מידרוג, איתנות פיננסית פנימית או בלתי תלויה (עצמאית), בינונית למנפיקים מקומיים אחרים, בהיעדר כל אפשרות לתמיכה חיצונית מחברה קשורה או מהמדינה והם עלולים להיות בעלי מאפיינים ספקולטיביים מסוימים.
ba.il	מנפיקים או הנפקות המוערכים ba.il מציגים, על פי שיפוטה של מידרוג, איתנות פיננסית פנימית או בלתי תלויה (עצמאית), חלשה יחסית למנפיקים מקומיים אחרים, בהיעדר כל אפשרות לתמיכה חיצונית מחברה קשורה או מהמדינה והם בעלי מאפיינים ספקולטיביים.
b.il	מנפיקים או הנפקות המוערכים b.il מציגים, על פי שיפוטה של מידרוג, איתנות פיננסית פנימית או בלתי תלויה (עצמאית), חלשה מאוד יחסית למנפיקים מקומיים אחרים, בהיעדר כל אפשרות לתמיכה חיצונית מחברה קשורה או מהמדינה והם בעלי מאפיינים ספקולטיביים משמעותיים.
caa.il	מנפיקים או הנפקות המוערכים caa.il מציגים, על פי שיפוטה של מידרוג, איתנות פיננסית פנימית או בלתי תלויה (עצמאית), חלשה ביותר למנפיקים מקומיים אחרים, בהיעדר כל אפשרות לתמיכה חיצונית מחברה קשורה או מהמדינה והם בעלי מאפיינים ספקולטיביים משמעותיים ביותר.
ca.il	מנפיקים או הנפקות המוערכים ca.il מציגים, על פי שיפוטה של מידרוג, איתנות פיננסית פנימית או בלתי תלויה (עצמאית), חלשה באופן קיצוני, בהיעדר כל אפשרות לתמיכה חיצונית מחברה קשורה או מהמדינה והם קרובים מאוד למצב של כשל פירעון עם סיכויים כלשהם להחזר קרן וריבית.
c.il	מנפיקים או הנפקות המוערכים c.il מציגים, על פי שיפוטה של מידרוג, איתנות פיננסית פנימית או בלתי תלויה (עצמאית), החלשה ביותר, בהיעדר כל אפשרות לתמיכה חיצונית מחברה קשורה או מהמדינה ובדרך כלל הם במצב של כשל פירעון עם סיכויים קלושים להחזר קרן וריבית.

הערה: מידרוג משתמשת במשתנים מספריים 1,2,3 בכל אחת מקטגוריות הדירוג מ-aa.il ועד caa.il. המשתנה '1' מציין שאגרת החוב מצויה בקצה העליון של קטגוריית הדירוג שאליה היא משתייכת, המצוינת באותיות. המשתנה '2' מציין שהיא נמצאת באמצע קטגוריית הדירוג ואילו המשתנה '3' מציין שאגרת החוב נמצאת בחלק התחתון של קטגוריית הדירוג שלה, המצוינת באותיות.

הגדרות אחרות

אופק דירוג

אופק דירוג הינו הערכת מידרוג בדבר הכיוון הצפוי של הדירוג בטווח הזמן הבינוני. אופק הדירוג נחלק ל-4 קטגוריות: חיובי, יציב, שלילי או נבנה. ניתן להציב את אופק הדירוג ברמת המנפיק או ברמת ההתחייבות. האינדיקטור "m" (multiple) יתווסף כדי לציין אופק דירוג שונה להתחייבויות שונות של אותו מנפיק. הסיבות לאופק הדירוג השונה תוסברנה במקרים אלו במסגרת דוח הדירוג. במקרים בהם לא הוצב אופק, יצוין (NOO (No Outlook).

אופק דירוג יציב משקף צפי נמוך לשינוי דירוג בטווח הזמן הבינוני. אופק חיובי, שלילי או נבנה משקפים סיכוי גבוה יותר לשינוי בטווח הזמן הבינוני. במועד הצבת האופק, וועדת הדירוג מגלמת את הערכתה כי כושר החזר האשראי של המנפיק הולם את רמת הדירוג לאותו מועד. לסטטיסטיקת שינוי/אי שינוי הדירוג בתקופות העוקבות לאחר הצבת האופק, הנכם מוזמנים לעיין בדוחות [ביצועי הדירוג](#) [באתר מידרוג](#).

בחינת דירוג

כאשר דירוג מועבר לבחינת דירוג (Credit Review – CR), נבחנת אפשרות לשינוי הדירוג בטווח הזמן הקצר. בחינת הדירוג יכולה להתבצע להעלאת דירוג - ואז תיקרא בחינת דירוג (Credit Review) עם השלכות חיוביות, להורדת דירוג - בחינת דירוג (Credit Review) עם השלכות שליליות ובמקרים מסוימים עם כיוון לא וודאי - בחינת דירוג (Credit Review) ללא כיוון וודאי. בחינת הדירוג יכולה להסתיים בהעלאת דירוג, הורדת דירוג או אישור הדירוג מחדש. דירוגים מועברים לבחינת דירוג כאשר פעולת דירוג נדרשת בטווח הזמן הקרוב, אך נדרש מידע נוסף או ניתוח נוסף על מנת להחליט בדבר שינוי הדירוג או עוצמת השינוי האפשרי. לסטטיסטיקת שינוי/אי שינוי הדירוג בתקופות העוקבות לאחר העברה לבחינת דירוג, הנכם מוזמנים לעיין בדוחות [ביצועי הדירוג באתר מידרוג](#).

הגדרת כשל פירעון

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

1. אי תשלום או דחית תשלום של קרן או ריבית בהגדרתם במסמכי המימון (למעט אי תשלום אשר תוקן בתוך פרק הזמן המותר חוזית)¹⁶.
2. פניה לערכאות משפטיות בקשר לכשל פירעון של הגוף המנפיק כגון: בקשה לפירוק, פירוק זמני, כינוס נכסים או הקפאת הליכים. אירועים אלו סביר שייגרמו אי תשלום או דחיה בתשלומי החוב הצפויים.
3. הצעת הסדר או ארגון מחדש של חוב כאשר: (א) החייב מציע למחזיקי האג"ח ני"ע חדשים או ני"ע שתנאיהם הוגדרו מחדש או חבילת ני"ע, מזומנים או נכסים אשר מסתכמים בהתחייבות מופחתת ביחס להתחייבות המקורית ו-(ב) הצעת ההסדר נועדה לסייע לחייב להימנע מכשל פירעון.

מידרוג כוללת הצעות הסדר וארגון מחדש של החוב בהגדרת הכשל על מנת לקחת בחשבון אירועי אשראי בהם מנפיקים למעשה לא עומדים בהתחייבותם לשירות החוב אבל בפועל לא פותחים בהליכי חדלות פירעון או לא עומדים בתשלומי ריבית או קרן. מידרוג

¹⁶ בעסקאות מימון מובנה מסוימות, אי תשלום עלול לגרום להפסדים, אף שתשלומים אלו אינם מחויבים חוזית. בהתאם, במכשירי מימון מובנה, מידרוג תגדיר שאירוע אירוע כשל פירעון ככל שלא שולם תשלום ריבית מהותי במשך 12 חודשים ומעלה או ככל שחל הפסד קרן מהותי (או מחיקה) לנייר הערך. אם פער ריבית או קרן כאמור מופחת בהמשך מתחת לסף המהותיות של 0.5% מהיתרה המקורית של נייר הערך, אז כשל הפירעון תוקן.

מבצעת ניתוח פונדמנטלי בהערכה לכשל פירעון עתידי ולקחת בחשבון אינדיקטורים שונים בהערכת ההפסד ביחס להתחייבויות המקורית, אשר יכולים לכלול את התשואה לפדיון של החוב.

הגדרת כשל הפירעון אינה כוללת כשל "טכני", כגון הפרות של יחסי מינוף ויחסי כיסוי חוב, אלא אם כן החייב לא מצליח לתקן את ההפרה ונכשל בהאצת פירעון החוב, אשר עשויה להידרש במצב כזה. בעסקאות מימון מובנה כשלים "טכניים" כגון: אי עמידה ביחס נכסים להתחייבויות או הפרות מסוימות המוגדרות במסמכים המשפטיים, אי תשלום זמני של תשלומי ריבית (פחות מ-12 חודשים) ולפי מסמכי העסקה ניתן לדחות תשלומים כאלו (בתוספת ריבית מתאימה) עד למועד הפירעון הסופי, אינם מהווים אירועי כשל פירעון. כמו כן, לצורך הגדרת כשל פירעון, מוחרגים תשלומים בגין התחייבויות לזמן ארוך שלא שולמו במועדם כתוצאה משגיאות טכניות ואדמיניסטרטיביות (אשר: 1) אינן קשורות ליכולת ולנכונות לביצוע התשלומים (2) תוקנו תוך זמן קצר מאוד (בדרך כלל, תוך 1-2 ימים עסקים לאחר גילוי הטעות).

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

הגדרה של חוב פגום (Impaired)

ני"ע מוגדר כפגום, כאשר שווי התקבולים למחזיקים (או התקבולים הצפויים למחזיקים ברמת וודאות גבוהה) נמוך ביחס לתקבולים, אילו החייב לא היה במצוקה פיננסית או לא היה נמנע תשלום המגיע מצד שלישי, אף אם מסמכי המימון או שטר הנאמנות אינם מאפשרים למחזיקים אפשרות לפעול מול החייב באירוע מסוג זה, כגון האפשרות לפעול בתהליכים משפטיים כגון: בקשה לפירוק וכו'.

הגדרות מידרוג לחוב פגום, המבוססות על הגדרות מודי"ס, מתייחסות למכשירי חוב או "דמוי" חוב (כגון CDS), מניות בכורה ומכשירים היברידיים אחרים. חוב מוגדר פגום אם:

1. התרחשו האירועים המגדירים כשל פירעון.
2. שמיטת תשלומים של דיבידנד, ריבית או קרן בגין מניות בכורה או מכשירים היברידיים אחרים המותרים לפי תנאי נייר הערך.
3. מחיקות או הסדר חוב פגום (או ארגון מחדש של חוב פגום)¹⁷ בגין מניות בכורה או מכשירים היברידיים אחרים בשל מצוקה פיננסית כאשר: (א) הקרן המובטחת למחזיק מופחתת בהתאם לתנאי ניירות הערך או (ב) החייב מציע למחזיקים ני"ע חדשים או ני"ע שתנאיהם הוגדרו מחדש או חבילת ני"ע, מזומנים או נכסים על מנת להימנע משמיטת תשלומים המותרת על פי תנאי נייר הערך, כאמור בסעיף 2.
4. הורדת דירוג ל-Ca.il או C,il, המאותתת כי עתידים להתממש הפסדים משמעותיים, ברמת וודאות גבוהה.

הגדרת נייר הערך כפגום יכולה להשתנות לאורך זמן, כאשר נייר הערך עשוי להפוך לתקין (למשל תשלומי דיבידנד אשר נצברו לטובת מניות הבכורה, שולמו במלואם) ועלול להפוך שוב לפגום. כמו כן, לצורך הגדרת חוב פגום, מוחרגים אירועים של תשלומים שלא שולמו במועדם כתוצאה משגיאות טכניות ואדמיניסטרטיביות (אשר: 1) אינן קשורות ליכולת ולנכונות לביצוע התשלומים (2) תוקנו תוך זמן קצר מאוד (בדרך כלל, תוך 1-2 ימים עסקים).

¹⁷ הסדרי חוב פגום זהים להסדרי חוב שהינם חלק מהגדרת כשל פירעון, אך הסדרי חוב פגום נועדו להימנע מאירוע פגימת חוב ולא מאירוע כשל.

דירוג לזמן ארוך של ניירות ערך בכשל פירעון או ניירות ערך פגומים¹⁸

כאשר התחייבות הופכת לפגומה או בכשל פירעון, או כאשר היא צפויה להפוך לפגומה או לעבור לכשל פירעון, ברמת וודאות גבוהה, הדירוג יישקף את הערכתנו לשיעור השיקום של תשלומי הריבית והקרן, וכן רמת אי הודאות בהערכה זו, כמפורט בטבלה שלהלן. לצורך כך מידרוג מתבסס על טבלת שיעורי השיקום המקורבים של מודי'ס וזאת מבלי שבוצעה התאמה כלשהי לשוק המקומי. יודגש כי טבלה זו מתייחסת לשיעורי השיקום של ניירות ערך בכשל פירעון או ניירות ערך פגומים או כאשר חוב צפוי להפוך לפגום או לעבור לכשל פירעון ברמת וודאות גבוהה.

השימוש בטבלת השיקום בעת קביעת הדירוגים על ידי מידרוג נועד להוביל, באופן עקבי ומהימן, ככל שניתן לפי הערכות מידרוג, לדירוג אורדינלי (יחסי) של כושר החזר האשראי - כאשר חוב בכשל פירעון בעל שיעורי שיקום צפוי גבוה, מדורג גבוה יותר מאשר חוב בכשל פירעון בעל שיעור שיקום צפוי נמוך. 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 פירעון.

יש להדגיש כי טבלת השיקום מסייעת למפות את רמת הדירוג לפי שיעור השיקום שהוערך על ידי מידרוג 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 משמאל לימין). 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.¹⁹

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

דירוג	דירוג מימון מובנה	שיעור השיקום הצפוי (הגדרות מידרוג עפ"י ההגדרות של מודי'ס) ²⁰
B1.il*	B1.il(sf)*	99% עד 100%
B2.il*	B2.il(sf)*	97% עד 99%
B3.il*	B3.il(sf)*	95% עד 97%
Caa1.il	Caa1.il(sf)	90% עד 95%
Caa2.il	Caa2.il(sf)	80% עד 90%
Caa3.il	Caa3.il(sf)	65% עד 80%
Ca.il	Ca.il(sf)	35% עד 65%
C.il	C.il(sf)	פחות מ-35%

* בדירוגים בקבוצת ה-B.il, אי הודאות 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.

בנוסף, הטבלה לא 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. דוגמה אחרת, יכולה להיות של דירוגים בסיכון נמוך מאוד הנמצאים באירוע אשראי זמני ועשויים להיות מדורגים גבוה מ-B1.il.²¹ בנסיבות נדירות יחסית,

¹⁸ לפירוט בדבר השימוש בטבלת שיעורי השיקום הנכם מוזמנים לעיין בדוח מתודולוגי מפורט בנושא דירוג מכשירי חוב ומנפיקים בכשל פירעון ומכשירי חוב פגומים.

¹⁹ יתרה מכך, כאמור בהגדרת סולם הדירוג לזמן ארוך לעיל, בדירוגי מימון תאגידי ומוסדות פיננסיים מידרוג אינה עושה שימוש באמידה כמותית של שיעורי שיקום כאשר מכשיר החוב אינו בכשל פירעון או חוב פגום או לא צפוי לעבור למצב של כשל פירעון או להפוך לחוב פגום ברמת וודאות גבוהה.

²⁰ שינוי בהגדרות של מודי'ס יכול שיובילו לשינוי בהגדרות של מידרוג.

²¹ תשלומים שלא שולמו מסיבות טכניות או תפעוליות, ייתכן ולא יסווגו כאירועי כשל פירעון. בנוסף, בעסקאות מימון מובנה, תיתכן דחיה בתשלום הריביות ו/או הקרן מעבר למועד הקבוע בעקבות עיכוב בקבלת תשלום שיקום או סיבה תפעולית. במקרים אלו ניתן לקחת בחשבון את העלייה בהפסד הצפוי בגובה הריבית על התשלום הדחוי ולדרג את נייר הערך בדירוג הגבוה מ-B1.il.

ייתכן כי בעסקאות מימון מובנה תבוצע מחיקה חד-פעמית וקטנה של הקרן (משמעותית נמוכה מ-1%) ואשר לא צפויה להשתקם (למשל: הוצאות אדמיניסטרטיביות נוספות בעסקה המהוות הפסד למחזיקים).

מתודולוגיות דירוג (שיטות הערכה)

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

במתודולוגיות המתייחסות לדירוגי תאגידים ומוסדות פיננסיים, בדרך כלל נעשה שימוש במטריצות דירוג. מטריצת הדירוג הינה כלי עזר דירוגי וכוללת את הפרמטרים העיקריים בקביעת הדירוג ומהווה סיכום, אשר אינו בהכרח כולל כל שיקול הרלוונטי לדירוג. המשקל אשר ניתן לכל פרמטר, מייצג קירוב לחשיבות של הפרמטר להחלטת הדירוג. בהקשר זה יציין, כי החשיבות בפועל עשויה להיות שונה מהותית בהינתן הנסיבות הספציפיות של המנפיק והסביבה העסקית שלו. וועדת הדירוג מפעילה שיקול דעת, באשר למידת החשיבות של פרמטרים מסוימים ואופן בחינתם. למשל: מידת השימוש בתחזיות לעומת נתוני עבר. כתוצאה משיקולים אלו, ייתכן והדירוגים שייקבעו יהיו שונים ביחס למשתמע ממטריצת הדירוג.

במתודולוגיות המתייחסות לדירוגי מימון מובנה, בדרך כלל נעשה שימוש במודל או מודלים דירוגיים. המודל הדירוגי במימון מובנה הינו כלי עזר דירוגי וכולל את הפרמטרים העיקריים הנלקחים בחשבון לצורך אמידת התפלגות ההפסדים של נכס הבסיס או לצורך קביעת ההשפעות על כושר החזר האשראי של איגרות החוב השונות, כתלות בתזרים הצפוי מנכסי הבסיס, מבנה המימון וכריות הביטחון. אומנם מתודולוגיות הדירוג כוללות ערכים מסוימים לפרמטרים העיקריים הרלוונטיים לכל המנפיקים בענף מסוים. יחד עם זאת, וועדת הדירוג מפעילה שיקול דעת ביחס לנתוני הקלט במודל ושיקולי וועדת הדירוג עשויים להביא לתוצאה השונה מהמשתמע ממודל הדירוג.

מרבית המתודולוגיות משמשות לדירוג בענפים מסוימים או סוגי עסקאות מסוימים, אך קיימות גם מתודולוגיות בין-ענפיות (cross-sector) הנוגעות למספר ענפים כגון: דירוגים לזמן קצר.

הנחות מפתח בדירוג (הנחות היסוד בדירוג)

מתודולוגיות עשויות (אך לא חייבות) לכלול הנחות מפתח בדירוג. הנחות המפתח בדירוג הינן נתוני קלט קבועים או טווחי נתונים המתוארים במתודולוגיות הדירוג, כגון: הנחות מתמטיות או הנחות קורלציה אשר רלוונטיות לענף או ענפים מסוימים או למספר מתודולוגיות דירוג, אשר משמשות כחלק משיקולי וועדת הדירוג בקביעת הדירוג. הנחות המפתח בדירוג כפופות לבחינה בדומה למתודולוגיות במסגרתן הן משמשות ושינוי הנחות אלו כפוף לאישור וועדת מדיניות האשראי במידרוג.

הנחות המפתח בדירוג הינן מטבען, נתוני קלט על-זמניים יחסית, בתהליך הדירוג ונועדו ליצור יציבות, עקביות ושיקופיות למאפיינים אשר בפועל אינם וודאיים, ולכן אנו מצפים כי הנחות המפתח יהיו חסינות יחסית לשינוי. שינויים על פני זמן עשויים להיות כתוצאה משינויים מבניים ארוכי טווח או במידה וישנה אינפורמציה חדשה ביחס ליחסי הגומלין ארוכי הטווח בין גורמי הסיכון. הצפי לשינוי בהנחות מפתח בדירוג כתוצאה משינוי כלכלי או שינוי תנאי שוק פיננסיים לזמן הקצר, הינו נמוך.

החלטות או שיקולים של וועדת דירוג ביחס להשלכות של מאפייני סיכון האשראי בענף מסוים או מדינה מסוימת אינם הנחות מפתח בדירוג, אף אם שיקולים אלו משפיעים על מספר רב של דירוגים. יתרה מזאת, וועדת הדירוג עשויה לשיקול ולהחליט מעת לעת, על אופן השימוש בהנחות מפתח מסוימות בקביעת הדירוג על מנת לשקף מאפייני סיכון אשראי מסוימים בענף או מדינה (למשל: לעשות

שימוש בהנחות קורלציה גבוהות יותר בהינתן קיומם של מאפייני סיכון בענף או מדינה מסוימים). החלטות מסוג זה אינן מהוות שינוי בהנחות המפתח שכן הן לא נועדו להיות מיושמות באופן עקבי ברוב (או כל) מכשירי החוב המדורגים תחת מתודולוגיות דירוג מסוימת. תחזיות מאקרו-כלכליות או תחזיות ביחס לשוק ההון מתייחסות לנקודת זמן מסוימת, ולכן בהגדרה, אינן מהוות הנחות מפתח בדירוג. **במתודולוגיות המתייחסות למימון מובנה**, הנחות מפתח בדירוג הינן בדרך כלל הנחות בבסיס המתודולוגיה - ערכי פרמטרים המשפיעים על הניתוח בעסקה מימון מובנה טיפוסית בענף נתון. למשל:

- הנחות קורלציה ענפיות.
- שיעור ההפסד הצפוי בענף.
- שיעורי הכשל המשמשים אומדן לביצועי נכס הבסיס.

נתוני קלט בתהליך הדירוג, אשר הינם תוצאה של החלטות או שיקולים של וועדת הדירוג או משקפים דיונים אנליטיים אשר אינן מהוות הנחות מפתח בדירוג. למשל:

- שיקולי הדירוג הנובעים מסיכון האשראי של צד שלישי לעסקה (מעמיד ערבות, נותן שירותים, מוסדות בנקאיים, צד לעסקת SWAP). סיכוני אשראי אלו משתקפים בדירוג האשראי של הצד השלישי או הערכת אשראי.
- שינויים בסיכון נכסי הבסיס כתוצאה משינויים בתנאים הכלכליים.

במתודולוגיות המתייחסות למימון תאגידיים ומוסדות פיננסיים, ישנן פחות הנחות מפתח בדירוג (מכיוון שאופי הניתוח כולל פחות מאפיינים כמותיים) וקיומן לעתים גלום באופן מובנה בתוך מתודולוגיות הדירוג. בשל כך, ציון הנחות המפתח בדירוג במובחן ממתודולוגית הדירוג הינה כמעט חסרת משמעות, שכן שינוי בהנחות המפתח בדירוג יוביל בדרך כלל לשינוי במתודולוגית הדירוג. להלן דוגמא להנחות מפתח בדירוג הגלומות באופן מובנה במתודולוגיות הדירוג ואין לראותן במובחן מהמתודולוגיה:

- ההנחה כי מינוף וגמישות פיננסית (נזילות) הינם גורמים מניעים חזקים והולמים להכללה במתודולוגיות הדירוג.
- ההנחה כי ישנם יחסי גומלין חזקים בין איתנות הבנק והמדינה.
- ההנחה כי סדר קדימויות משפטי בין חובות משפיע על שיעור השיקום הממוצע בין חובות באופן שיינתן דירוג גבוה או נמוך לסוגים שונים של חובות.
- ההנחה כי מדינת ישראל הינה חסרת סיכון לצורך דירוג בסולם הדירוג המקומי (למשל בדירוגים להם מוצב דירוג Aaa.il בערבות מדינה או בשימוש במודל GRI)

הנחות מפתח בדירוג אשר נחשבות כמובחנות ממתודולוגיות (אם כי מצוינות במסגרתה):

- שיעור ההפסד בענפים שונים.
- שיעורי הכשל המשמשים אומדן ליכולת המדינה לתמוך במערכת הבנקאית.

נתוני קלט בתהליך הדירוג, אשר הינם תוצאה של החלטות או שיקולים של וועדת הדירוג או משקפים דיונים אנליטיים, אשר אינן מהוות הנחות מפתח בדירוג. למשל:

- שיקולי הדירוג הנובעים מסיכון האשראי של צד שלישי לעסקה (מעמיד ערבות, גוף תומך אחר, חברות קשורות). סיכוני אשראי אלו משתקפים בדירוג האשראי של הצד השלישי או הערכת אשראי.
- יכולת המדינה לתמוך במערכת הבנקאית.
- נתוני קלט אלו עשויים לכלול הנחות בבסיסם, אשר מהוות הנחות מפתח בדירוג.

דוחות מיוחדים (Special Comments)

מידרוג מפרסמת מעת לעת דוחות מיוחדים הנוגעים לענפים או מנפיקים מסוגים מסוימים. הדוחות המיוחדים אינם מהווים מתודולוגיות דירוג מבחינת תוכנם או כוונתם ואין בהם כדי לשנות את שיטות ההערכה המתוארות במסגרת הדוחות המתודולוגיים. ככלל, דוחות מיוחדים נועדו על מנת: (1) לפרסם את הערכות מידרוג ביחס לנושאים או להתפתחויות הנוגעות למנפיקים מסוימים (Issuer Comment), (2) לתאר מגמות מאקרו כלכליות או מגמות בענף ולציין את כיוון השפעתם על הדירוגים (Sector Comment). למשל: שינוי בביקושים בענף מסוים, שינויים רגולטוריים, לרבות שינוי חקיקה, (3) להסביר תהליכי דירוג מסוימים על מנת לעזור למשקיעים להבין כיצד נקבע הדירוג, לרבות כיצד נלקחות בחשבון בדירוג מגמות מסוימות.

פרמטרים השוואתיים לייחוס (Benchmark) המשמשים במודלים

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

יחד עם זאת, לצורך קביעת הדירוג של מכשירים פיננסיים מסוימים, מידרוג עושה שימוש במודלים וכלים אשר מקשרים בין שיעורי כשל ושיעורי הפסד לבין דירוגים וזאת על מנת לעשות שימוש בתוצאות המודלים והכלים במסגרת תהליך הדירוג. לצורך כך, מידרוג מתבססת על שיעורי כשל ושיעורי הפסד שנקבעו על ידי מודלים. כאשר פרמטרים אלו מוגדרים לפי קבוצות דירוג וטוחי זמן. על ידי שימוש בסט פרמטרים השוואתיים לייחוס, המודלים המשמשים בדירוג צפויים להניב תוצאה עקבית יותר וברת השוואה בקלות יחסית ביחס להערכת כושר החזר האשראי בין רמות דירוג שונות וטוחי זמן שונים. בעוד שטבלאות ההסתברויות של מודלים היו בעלות קשר מסוים לשיעור הכשל וההפסד בתחום המימון התאגידי כאשר נקבעו, הקשר הזה משתנה על פני זמן והמשך השימוש בטבלאות אינו תלוי בחוזקו של הקשר לטוחי זמן מסוימים. לטבלאות הכשל וההפסד בשילוב עם כלים נוספים והנחות מסוימות ישנה השפעה משולבת על תוצאות המודלים. כמו כן, בעוד שמדדים קרדינליים משמשים כנתוני קלט למודלים, ביצועי הדירוג עצמם נבחנים במדדים המפורטים בדוחות ביצועי הדירוג²².

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

טבלאות הכשל וההפסד הצפוי

בתהליך קביעת הדירוג של מנפיקים ומכשירים פיננסיים מסוימים (כגון: מכשירים פיננסיים מתחום המימון המובנה ומנפיקים הקשורים למדינה) מידרוג עשויה להשתמש בהסתברויות לכשל וכן בשיעורי הפסד השוואתיים. לצורך כך מידרוג מתבססת על [טבלאות הסתברויות לכשל והפסדים צפויים של מודלים](#)²³ (Moody's Idealized Default Probabilities and Expected Losses), וזאת מבלי שבוצעה התאמה כלשהי לשוק המקומי. טבלאות אלו מבוססות על נתונים היסטוריים בינלאומיים וכוללות התאמות שונות.

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

תאריך הדוח: 09.12.2020

²² לדוחות ביצועי הדירוג הנכם מוזמנים לעיין באתר מידרוג.

²³ לטבלאות הנכם מוזמנים לעיין באתר מידרוג.

נספח 1 יעיקרי השינויים במסמך זה לעומת המסמך שפורסם במרץ 2018

- הוספת הבהרה לפיה המסמך כולל גם סימולים והגדרות לשירותים נלווים ומתן ציון יחסי לשירותים ונכסים אחרים.
- בסעיף דירוג לזמן ארוך הסבר ביחס לסוגי המכשירים המדורגים על ידי מידרוג.
- הסבר נוסף למצבים בהם הדירוג יסומן כמותנה.
- בהגדרת דירוג האיתנות הפיננסית של מבטחים - נמחקה ההתייגות ביחס לתחולת הדירוג ביחס להתחייבויות ספציפיות שאינן מדורגות על ידי מידרוג.
- בהגדרת דירוג מנפיק התוספה הבהרה ביחס למצבים בהם דירוג המנפיק אינו רלוונטי.
- בסולם דירוג תעודות סל, נמחקה המילה "נסחרות" ונוספה הערת שוליים ביחס למסמכי העסקה.
- בסולם הערכת איכות ניהול, נמחקה ההתייחסות לארגומנטים של "+" ו"-". לאורך סולם ההערכה.
- בסולם הדירוג קרנות כספיות עודכן הקיצור בכתרת ל-"mf" חלף "MMF".
- התווספו הגדרות של השירותים הבאים במסגרת פרק "ציון יחסי לשירותים ונכסים אחרים": מערכת לדירוג קרנות מחקות וקרנות סל, מערכת "אורות אדומים" לקרנות מחקות וקרנות סל, דירוג קופות גמל וקרנות השתלמות. כמו כן, בוצעה עריכה בניסוח תיאור מערכת "אורות אדומים". שירותים אלו מפורסמים גם באתר מידרוג ומדווחים בדוח השנתי.
- הוספת דוגמא נוספת לסוג התרחישים הנבחרים במסגרת שירות הערכת הדירוג שיכלול גם שירות הערכת דירוג לעסקה ראשונית/פרויקט ו/או הנפקת חוב.
- עדכון הגדרת כשל פירעון שתכלול גם מכשירי מימון מובנה אף אם התשלום אינו מחויב חוזית כמפורט בהערת שוליים 14: "מידרוג תגדיר שאירע אירוע כשל פירעון ככל שלא שולם תשלום ריבית מהותי במשך 12 חודשים ומעלה או ככל שחל הפסד קרן מהותי (או מחיקה) לנייר הערך. אם פער ריבית או קרן כאמור מופחת בהמשך מתחת לסף המהותיות של 0.5% מהיתרה המקורית של נייר הערך, אז כשל הפירעון תוקן", וזאת חלף הגדרת אירועים מסוג זה כחוב פגום בסעיף 2 להגדרת חוב פגום.
- מחיקת הדוגמאות בסעיף 3 להגדרת כשל פירעון.
- הוספת הסבר ביחס להצעות הסדר במסגרת הגדרת כשל פירעון.
- מחיקת המונחים חוב בהגדרת חוב פגום כאשר ישנה התייחסות לאי תשלום או הסדר של מכשירים בהם אי תשלום אינו מהווה כשל (סעיפים 2 ו-3 להגדרת חוב פגום).
- מחיקת ההתייחסות להתחייבויות מופחתת בסעיף 3(ב) להגדרת חוב פגום.
- מחיקת ההתייחסות למתודולוגיות דירוג ראשיות ומשניות במסגרת הגדרת "מתודולוגית דירוג".
- שינוי ניסוחי בסעיף "דוחות מיוחדים".
- הוספת התייחסות בנוגע ל"פרמטרים השוואתיים לייחוס (Benchmark) המשמשים במודלים".
- הוספת דוגמאות לאופן השימוש ב"טבלאות הכשל וההפסד הצפוי".
- תיקוני עיצוב והגהה.

נספח 2 - מפתח המרה בין סולמות הדירוג טרם השינוי בספטמבר 2015 לסולמות הדירוג הנוכחיים

סולם התחייבויות לזמן ארוך

טרם השינוי	נוכחי
Aaa.il	Aaa
Aa1.il	Aa1
Aa2.il	Aa2
Aa3.il	Aa3
A1.il	A1
A2.il	A2
A3.il	A3
Baa1.il	Baa1
Baa2.il	Baa2
Baa3.il	Baa3
Ba1.il	Ba1
Ba2.il	Ba2
Ba3.il	Ba3
B1.il	B1
B2.il	B2
B3.il	B3
Caa1.il	Caa1
Caa2.il	Caa2
Caa3.il	Caa3
Ca.il	Ca
C.il	C

סולם התחייבויות לזמן קצר

טרם השינוי	נוכחי
P-1	P-1.il
P-2	P-2.il
P-3	P-3.il
Not Prime	NP.il

הערכת אשראי בסיסית (BCA)

טרם השינוי	נוכחי
aaa.il	Aaa
aa1.il	Aa1
aa2.il	Aa2
aa3.il	Aa3
a1.il	A1
a2.il	A2
a3.il	A3
baa1.il	Baa1
baa2.il	Baa2
baa3.il	Baa3
ba1.il	Ba1
ba2.il	Ba2
ba3.il	Ba3
b1.il	B1
b2.il	B2
b3.il	B3
caa1.il	Caa1
caa2.il	Caa2
caa3.il	Caa3
ca.il	Ca
c.il	C

דירוג איכות הגוף המנהל (MQ)

טרם השינוי	נוכחי
MQ1.il	MQ1
MQ2.il	MQ2
MQ3.il	MQ3
MQ4.il	MQ4
MQ5.il	MQ5

דירוג קרנות כספיות וקרנות אג"ח

טרם השינוי	נוכחי
Aaa.il-mf	Aaa-mf
Aa.il-mf	Aa-mf
A.il-mf	A-mf
Baa.il-mf	Baa-mf
B.il-mf	B-mf
C.il-mf	C-mf

© 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 וכאלה 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 בייעוץ 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 מכוון 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>