

# דירוג מכשירי חוב ומנפיקים בכשל פרעון ומכשירי חוב פגומים

דוח מתודולוגי | דצמבר 2020

אנשי קשר:

סיגל יששכר, סמנכ"ל

ראש תחום מימון חברות  
[i.sigal@midroog.co.il](mailto:i.sigal@midroog.co.il)

רן גולדשטיין, סמנכ"ל

ראש תחום נדל"ן  
[Rang@midroog.co.il](mailto:Rang@midroog.co.il)

איתי נברה, סמנכ"ל

ראש תחום מוסדות פיננסיים  
[Itay.navarra@midroog.co.il](mailto:Itay.navarra@midroog.co.il)

ישי טריגר, סמנכ"ל

מנהל פעילות הדירוג בפועל  
ראש תחום מימון מובנה, פרויקטים ותשתיות  
[yishait@midroog.co.il](mailto:yishait@midroog.co.il)

## הקדמה

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

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

מידרוג בוחנת ומעדכנת את מתודולוגיות הדירוג בהתאם לצורך.

דוח מתודולוגי זה מחליף את הדוח המתודולוגי שפורסם בספטמבר 2017. מידרוג סבורה כי אין בפרסום מתודולוגיה זו משום שינוי ביחס למתודולוגיה שפעלה לפיה בקביעת הדירוגים עד כה, ואין בפרסומה בכדי לגרום לשינוי הדירוגים הקיימים. מטרת הפרסום הינה לעדכן את נוסח הגדרת כשל פרעון חוב פגום בהתאם לעדכון שפורסם במסמך "סולמות והגדרות הדירוג". כמו כן, בוצעו שינויי עריכה.

יחד עם זאת, הציבור מוזמן להעביר התייחסותו באמצעות דואר אלקטרוני [RFC@midroog.co.il](mailto:RFC@midroog.co.il) עד לתאריך 11/01/2021.

כאשר התחייבות הופכת לפגומה או עוברת למצב של כשל פרעון, או כאשר היא צפויה להפוך לפגומה ברמת וודאות גבוהה, הדירוג ישקף את הערכתנו לשיעור השיקום הצפוי של תשלומי הריבית והקרן, וכן את רמת אי הוודאות בהערכה זו, וזאת על פי הגדרות הטווחים לשיעורי השיקום עבור רמות הדירוג השונות כפי שיפורט להלן.

נדגיש כי כלל דירוגי האשראי של מידרוג משקפים את כושר החזר האשראי של מנפיק או הנפקה. כושר החזר האשראי של מנפיק או הנפקה מתייחס להפסדי האשראי הצפויים, שניתן לייצגם כמכפלה של ההסתברות לכשל פרעון וההפסד בקרות כשל פרעון. מידרוג שואפת לשקף בדירוגיה את הפסדי האשראי הצפויים במידרג אורדינלי (של סדר יחסי), קרי, כי ההפסד הצפוי של דירוגים נמוכים יהיה גבוה מההפסד הצפוי של דירוגים גבוהים. כושר החזר האשראי כהגדרתו לעיל, נבחן לאורך כל סולם הדירוג של מידרוג. 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 בניחוח סיכונים אשראי איכותי באמצעות פרמטרים מקובלים המפורטים במתודולוגיות הדירוג, אשר להערכת מידרוג, משקפים את יכולת המנפיק לעמוד בהתחייבויותיו.

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

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 פרעון<sup>2</sup>, אף אם אינה מודדת מדידה כמותית את ההפסד בקרות כשל פרעון, אלא אם ארע אירוע כשל פרעון. על מנת לשקף את השונות בהפסד הצפוי (במקרים בהם נעריך כי כתוצאה ממאפייניו של המכשיר הפיננסי הפסד האשראי הצפוי יהיה שונה יחסית להפסד בהיעדר מאפיינים אלו), דירוג המכשיר הפיננסי עשוי להיות שונה מדירוג המנפיק כהגדרתו להלן.

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

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

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

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

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

<sup>2</sup> 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.

## הגדרה ומאפיינים של כשל פירעון וחוב פגום

### הגדרת כשל פירעון (default)

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 כהגדרתם במסמכי המימון (למעט אי תשלום אשר תוקן בתוך פרק הזמן המותר חוזית)<sup>3</sup>.
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 מבצעת ניתוח פונדמנטלי בהערכה לכשל פירעון עתידי ולוקחת בחשבון אינדיקטורים שונים בהערכת ההפסד ביחס להתחייבות המקורית, אשר יכולים לכלול את התשואה לפדיון של החוב.

הגדרת כשל הפירעון אינה כוללת כשל "טכני", כגון הפרות של יחסי מינוף יחסי 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 ו-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:

<sup>3</sup> 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.

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)<sup>4</sup> 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 הגדרו מחדש או חבילת ני"ע, מזמונים 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 ו-2) תוקנו תוך זמן קצר מאוד (בדרך כלל, תוך 1-2 ימים עסקיים).

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

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

#### דירוג מנפיקים או מכשירי חוב הנושאים מאפייני סיכון גבוהים אך אינם בכשל פרעון<sup>5</sup>

ייתכנו מכשירי חוב או מנפיקים שידורגו בדירוגים נמוכים יחסית (לרבות קבוצת ה-B.il ומטה) אף שאינם מוגדרים על ידינו בכשל פרעון ולפי הערכתנו אינם צפויים לכשל פרעון ברמת וודאות גבוהה. מצב זה עשוי להתרחש, למשל, כאשר מאפייני הסיכון של המנפיק או מכשיר החוב מצביעים על כושר החזר אשראי<sup>6</sup> חלש מאוד, זאת על פי הפרמטרים במתודולוגיה הרלוונטית לדירוגו, אולם קיימים גורמים ממתני סיכון אשר על בסיסם מידרוג מעריכה כי המנפיק אינו בכשל פרעון או אינו צפוי ברמת וודאות גבוהה לעבור למצב של כשל פרעון. מאפייני סיכון האשראי של מנפיק מסוג זה עשויים לנבוע מהערכת רמת הסיכון העסקי בענף הפעילות כגבוהה מאוד, מרמת מינוף גבוהה מאוד או מכריות רווחיות חלשות במיוחד, או שילוב של כל אלו וכן מאפייני סיכון נוספים. גורמים ממתני סיכון עשויים לנבוע מרמת נזילות שעשויה להיות מספקת בטווח הנראה לעין, בהתחשב באיכות המקורות הנזילים, או מתמיכה חיצונית מצד החברה האם. דוגמה שונה למקרה שבו מכשיר חוב יישא דירוג המבטא כושר החזר אשראי חלש, אך עדיין לא יהיה בכשל פרעון, הינו מכשיר חוב אשר בהתאם לתנאיו "סופג הפסדים" בשיעור גבוה יחסית, אף על פי שההסתברות לכך שיהפוך לחוב פגום הינה נמוכה יחסית. למשל: מכשירי חוב נחותים מבחינת סדר קדימותם ב"מפל התשלומים".

#### מאפיינים של מכשירי חוב בכשל פרעון או מכשירי חוב פגומים

כאשר חברה אינה יכולה לשלם את חובותיה בהגיע מועד פרעונם, היא עלולה להיכנס להליך פירוק או לחילופין לפנות להליך הבראה אשר במסגרתו עשויים להתגבש פשרה או הסדר אשר מטרתם להבריא את החברה, או להוביל להשאת הערך ממימוש נכסיה. כשל פרעון עלול לנבוע גם מפניה של נושי החברה לפעול כנגדה בהליכים משפטיים, למשל בעת שהיא מפרה התחייבויות חוזיות בהסכם

<sup>4</sup> הסדרי חוב פגום זהים להסדרי חוב שהינם חלק מהגדרת כשל פירעון, אך הסדרי חוב פגום נועדו להימנע מאירוע פגימת חוב ולא מאירוע כשל.

<sup>5</sup> או מנפיקים אשר יעברו למצב של כשל פרעון ברמת וודאות גבוהה.

<sup>6</sup> כהגדרתו לעיל ובמסמך סולמות והגדרות הדירוג של מידרוג.

המימון או בשטר הנאמנות, המהוות עילה להעמדת החוב לפרעון מידי, כגון אי עמידה באמות מידה פיננסיות. חשוב להדגיש בהקשר זה כי אי עמידה באמות מידה פיננסיות, כגון הפרה של יחסי מינוף ויחסי כיסוי, אינה נחשבת לכשעצמה כשל פרעון בהתאם להגדרות של מידרוג, אלא אם החייב לא מצליח לתקן את ההפרה ונכשל בהאצת פירעון החוב, וממילא אז יוגדר בכשל פרעון. יחד עם זאת, כאשר החברה אינה עומדת באמות מידה פיננסיות, מידרוג עשויה להעריך, בהתאם לנסיבות העניין, כשל פרעון ברמת וודאות גבוהה. במקרים מסוימים הניסיון להגיע להסדר חוב מתבצע מחוץ לכתלי בית המשפט, כאשר הנושים ממנים נציגות מטעמם אשר פועלת כמו"מ מול הנהלת החברה. בהקשר זה יצוין כי חברות עשויות לפנות למשקיעים בהצעות רכש, אשר חלקן עלולות להיחשב כהצעות הסדר. ככל שתנאי ההצעה עונים להגדרות של סעיף 3 בהגדרת כשל פירעון או בהגדרת חוב פגום, אזי מכשירי חוב אלו יוגדרו כחובות בכשל פירעון או כחובות פגומים, בהתאמה.

### פרמטרים המשמשים בדירוג מכשירי חוב או מנפיקים בכשל פרעון ומכשירי חוב פגומים

כאשר מכשירי חוב הינו בכשל פירעון על פי הגדרות הכשל של מידרוג, או מוגדר כפגום, או ברמת וודאות גבוהה יעבור למצב כזה על פי הערכותיה של מידרוג, אופן קביעת הדירוג מבוסס על הערכתנו לשיעור השיקום של מכשירי החוב בהתאם לתרחיש המרכזי שנביא בחשבון לגבי מתווה הפעולה של החברה, בהתחשב בנסיבות בהן מצויה החברה במועד כשל הפרעון של מכשירי החוב. שיעור השיקום של מכשירי החוב מוגדר על ידי מידרוג כיחס בין סכום ההחזר הנאמד על ידי מידרוג לבין יתרת החוב המתואמת, לרבות ריבית והצמדה שנצברה.

#### טבלת שיעור השיקום

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

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

קביעת רמת הדירוג על פי טבלת שיעור השיקום תתחשב במידת הוודאות הקיימת לגבי שיעור השיקום. כך שלצורך קביעת דירוג בקבוצת ה-B.il, למכשירי חוב בכשל פרעון או חוב פגום, 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.

על פי רוב, חוב המוגדר בכשל פרעון אינו צפוי לשאת דירוג גבוה מ-B1.il אם כי ייתכנו נסיבות נדירות בהן חוב המצוי בכשל טכני זמני ובלתי מהותי ידורג בדירוג גבוה מכך. למשל, בעסקאות מימון מובנה, כאשר תתבצע מחיקה קטנה וחד פעמית של הקרן, נמוכה משמעותית מ-1% ואשר אינה צפויה להשתקם (הוצאות אדמיניסטרטיביות נוספות בעסקה המהוות הפסד למחזיקים). נדגיש כי במקרים חריגים כדלעיל, מידרוג נוהגת לציין ולהסביר בדוח הדירוג את הנסיבות החריגות. לפירוט בנושא שיקולים לדירוג בשונה מטווחי שיעור השיקום בטבלת שיעורי השיקום, ראו סעיף שיקולים נוספים להלן.

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

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

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

*תרחיש השיקום המרכזי ומידת הוודאות לגבי*

בדרך כלל קיים חוסר וודאות גבוה בשלבים השונים של הסדר החוב לגבי המתווה שייקבע בסופו של התהליך. הסדרי חוב מערבים שחקנים רבים ובעלי אינטרסים שונים, ובתוכם החברה, בעלי השליטה בה, הנושים לסוגיהם השונים, משקיעים קיימים ועתידיים וכן בעלי תפקידים רשמיים מטעם בית המשפט. במקרים רבים הליכי הסדר החוב כוללים משא ומתן ממושך בין הגורמים המעורבים בו לגבי הסדר החוב הרצוי, תרומת בעלי המניות, שווי נכסי החברה, כניסת משקיעים חדשים ועוד. מאפיינים אלו של הליכי הסדר חוב מעלים אי וודאות עסקית ומשפטית גבוהה יחסית לגבי ההתפתחויות הצפויות, משך זמן ההליך ותוצאותיו. כך קורה שפעמים רבות בנקודת הכניסה לאירוע כשל הפרעון, קיימת אי וודאות גבוהה באשר למתווה הפעולה של החברה בטווח הבינוני והארוך, והתרחיש המרכזי שמידרוג מביאה בחשבון בבחינת שיקום החוב הינו הנזלת הנכסים והשבת ההתחייבויות בהתאם למדרג החובות ובהתחשב בהוצאות הפעולה והניהול של הפעילות בטווח הקצר- הבינוני ובהתאם לנסיבות. במקרים בהם מידרוג תעריך כי קיימת סבירות ברמה טובה להתממשות הצעה קונקרטית להסדר חוב ו/או תכנית הבראה שהועלתה על ידי החברה, מידרוג תתבסס על הצעת הסדר החוב ו/או על תכנית הבראה על מנת להעריך את שיעור השיקום. בהיעדר תכנית הבראה קונקרטית או תכנית לארגון מחדש של החוב, וכאשר מידרוג תעריך במידה גבוהה של וודאות כי שווי החברה עולה על ערך נכסיה בהנזלה, מידרוג עשויה לבחון תרחישים של המשך פעילות החברה תחת ארגון מחדש של החוב.

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

## הערכת שיעור השיקום הצפוי

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

*מיפוי הנכסים וההתחייבויות של המנפיק במועד כשל הפרעון*

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

הדוחות הכספיים של החברה בסמוך למועד הכשל מהווים את **נקודת המוצא** להערכת שיעור השיקום. מידרוג תביא בחשבון שינויים שהיא צופה במבנה ההוני ובמצבת הנכסים, בהתחשב גם באי הוודאות הכרוכה במבנה זה.

#### *מיפוי מצבת ההתחייבויות הפיננסיות בהתאם לסדר הבכירות*

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

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

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

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

#### *התחייבויות תפעוליות ואחרות*

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

#### *הערכת המקורות להחזר החוב*



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

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

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

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

#### *הסדר חוב דרך רכישה של ניירות ערך בשוק החופשי*

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

#### *דירוג מכשירים פיננסיים מתחום המימון המובנה המוגדרים כחובות פגומים*

דירוג מכשירים פיננסיים מתחום המימון המובנה, המוגדרים כמכשירי חוב פגומים, מגלם אף הוא הנחות בדבר שיעור השיקום בגין התזרים הצפוי למכשיר שנפגם. המכשירים הפיננסיים בתחום המימון המובנה מגוונים מבחינת תנאיהם וסוגי הנכסים המגבים. ככלל, כאשר התזרים המגבה את החוב המדורג נפגם (להלן: "נכס/ים בהפרה") באופן שבו נוצר הפסד למשקיעים, הדירוג יבוצע על בסיס

ההפסד הצפוי כתוצאה מפגימת התזרים. יצוין כי בדרך כלל, דירוגי מכשירים מסוג מימון מובנה מבוססים על ההפסד הצפוי, גם כאשר ההפסד הינו תאורטי. בקרות פגימת חוב המהווה הפסד בפועל למחזיקי איגרות החוב, יחושב ההפסד הצפוי כשקלול של תרחישי שיעור השיקום בגין הנכס/ים שהינם בהפרה וההפסד הצפוי בגין הנכסים שאינם בהפרה. תוצאת הערכה זו תשמש לקביעת הדירוג על בסיס טווח שיעורי השיקום המפורטים בטבלת שיעורי השיקום.

### קביעת הדירוג על בסיס טווח שיעור השיקום

לאחר אמידת שיעור השיקום, הדירוג ייקבע בהתאם לטבלת שיעורי השיקום להלן. יש להדגיש כי טבלת השיקום מסייעת למפות את רמת הדירוג לפי שיעור השיקום שהוערך על ידי מידרוג, בהתאם לפרמטרים כמפורט במתודולוגיה זו, ובהתאם לרמת הוודאות הנלווית אליו, אולם לא להפך; כלומר, טבלת השיקום אינה משמשת למיפוי של שיעור השיקום עבור רמת דירוג שנקבעה מראש (קרי, הטבלה נקראת 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.<sup>7</sup>

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

בדרך כלל רמת אי 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 מודיסי) <sup>8</sup>
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.

### שיקולים נוספים בדירוג מכשירי חוב או מנפיקים בכשל פרעון או מכשירי חוב פגומים

בבחינת שיעור השיקום מידרוג עשויה להקנות משקל לשיקולים איכותיים נוספים שאינם מגולמים באופן ישיר במדידה הכמותית של שיעור השיקום, אולם עשויים להשפיע עליו לחיוב או לשלילה: שיקולים אלו יכול ויכללו את היסטוריית כשלי הפרעון של המנפיק או חברות הקשורות לו, איכות הניהול וההנהלה בחברה וה"טרק רקורד" הקיים לה בהתמודדות עם משברים, המדיניות העסקית

<sup>7</sup> יתרה מכך, ובהתאם לאמור בהקדמה לדוח מתודולוגי זה, בדירוגי מימון תאגידי ומוסדות פיננסיים מידרוג אינה עושה שימוש באמידה כמותית של שיעורי שיקום כאשר מכשיר החוב אינו בכשל פרעון או חוב פגום או לא צפוי לעבור למצב של כשל פרעון או להפוך לחוב פגום ברמת וודאות גבוהה.

<sup>8</sup> שינוי בהגדרות של מודיסי יכול שיובילו לשינוי בהגדרות של מידרוג.

והפיננסית של בעלי המניות כפי שהוכחה בעבר או כפי שהיא מוצהרת על ידי בעלי המניות בהווה, ומערך קשרי הגומלין בין החברה לבין בעלי המניות כגון קיומן של החזקות צולבות, הלוואות בין-חברתיות ועוד.

כאמור לעיל, טבלת שיעורי השיקום לעיל אינה בהכרח מתאימה במגוון נסיבות מיוחדות. למשל: ני"ע בכשל פירעון אשר צפוי לעמוד בתשלום במלואו בטווח הזמן הקצר, אך יותר מסוכן בטווח הזמן הארוך, עלול להיות מדורג בדירוג שונה מהותית מהמשתמע מן הטבלה. דוגמא אחרת, יכולה להיות של דירוגים בסיכון נמוך מאוד הנמצאים באירוע אשראי זמני ועשויים להיות מדורגים גבוה מ-B1.il<sup>9</sup>.

## הנחות יסוד במתודולוגית הדירוג

הנחות היסוד במתודולוגית הדירוג החלות מכשירי חוב בכשל פירעון ומכשירי חוב פגומים כוללות את הערכתנו כי: (1) סיכון המדינה הינו במתאם גבוה יחסית ביחס למנפיקים אשר עיקר פעילותם במדינה זו (2) סדר הקדימויות בין חובות שונים וקיומן של בטוחות יכול שישפיע במקרים מסוימים על שיעור השיקום הממוצע באופן משמעותי ויכול להצדיק פער דירוגי בין חובות שונים של אותו המנפיק (3) ההנחה שנגישות לנזילות הינה גורם משמעותי בכושר החזר האשראי.

ההערכות המשמשות בדירוג מבוססות על הנחות, אשר עלולות להסתבר בדיעבד כשגויות. הסיבות לכך כוללות שינויים בלתי צפויים בכל אחד מהגורמים הבאים: הסביבה המאקרו-כלכלית, תנאי השוק המימון, התרחשות אירועי קיצון, שינויים בסביבת התחרות, חידושים טכנולוגיים, שינויים רגולטוריים שונים או הליכים משפטיים.

## מגבלות

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

## מגבלות הקווים המנחים

ישנן סיבות שונות לשוני בין התוצאה המשתמעת מהקווים המנחים לבין הדירוגים בפועל. הקווים המנחים במתודולוגיה זו הינה כלי פשטני המתמקד בגורמי כושר החזר האשראי היחסי.

חשיבות שניתנת בפועל לפרמטר מסוים עשויה להיות שונה מהותית כתלות בנסיבות הספציפיות של המנפיק.

פרמטרים שאינם מופיעים בקווים המנחים, לרבות אלו המפורטים בסעיף השיקולים הנוספים לעיל, עשויים להיות בעלי חשיבות לדירוג וחשיבות היחסית שלהם עשויה להיות שונה בין מנפיק למנפיק. כמו כן, ייתכן כי שיקולים מתודולוגיים המפורטים במתודולוגיה או במתודולוגיות דירוג רוחביות יהיו רלוונטיים לדירוגים. דוגמאות לשיקולים כאלו כוללות: תמיכה של ישויות אחרות, מדרג הקדימויות בין החובות השונים ומכשירים היברידיים, קביעת דירוגים לזמן קצר.

אנו עשויים לעשות שימוש בקווים המנחים לתקופות היסטוריות שונות או צופות פני עתיד. יתרה מזאת, מכיוון שדירוגים הינם צופים פני עתיד, מידרוג לוקחת בחשבון הערכה של מגמות בדבר הסיכונים והגורמים המתננים, באופן איכותי.

<sup>9</sup> 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.

## מגבלות כלליות של המתודולוגיה

דוח מתודולוגי זה לא מכיל את פירוט כל הגורמים האפשריים אשר אנו עשויים לשקול בקביעת דירוגים. חברות ומכשירי חוב עלולים לעמוד בפני סיכונים חדשים או שילוב חדש של סיכונים, ועשויים לפתח אסטרטגיות חדשות על מנת למתן סיכון. מטרתנו הינה לגלם בדירוגים את כלל שיקולי כושר החזר האשראי המהותיים וזאת מנקודת מבט צופה פני עתיד, ככל שניתן לאמוד את הסיכונים והגורמים הממתנים.

דירוגים משקפים את הערכתנו לביצועים העתידיים של המנפיק, יחד עם זאת ככל שעתיד זה הינו בטוח ארוך יותר, אי הוודאות גדלה והיכולת להערכות מדויקות הן בקווים המנחים והן בשיקולים הנוספים, יורדת בדרך כלל ובכל מקרה, ניתוח צופה פני עתיד הינו כפוף לאי וודאות משמעותית.

## דוחות קשורים

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

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

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

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

תאריך הדוח: 09.12.2020

© 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 ויהיה 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 מוכח 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>