



דירוג מנפיק הקשור למדינה - Government Related Issuer

דוח מתודולוגי

דוח מתודולוגי - פברואר 2016

1

אנשי קשר:

ישי טריגר, ראש צוות בכיר
Yishait@midroog.co.il

יובל סקורניק, ראש תחום מימון מובנה, פרויקטים ותשתיות
Yuvals@midroog.co.il

הדוח המתודולוגי שלהלן מפרט את המתודולוגיה (להלן: "המתודולוגיה") לדירוג מנפיקים הקשורים למדינה, ומהווה נגזרת למתודולוגיה כללית יותר הבוחנת קשר בין מנפיקים לחברות האם, בהינתן מצבי סף חדלות פירעון (מתודולוגיית JDA)¹. דירוג מנפיקים, בהתאם למתודולוגיית ה-GRI, נבנה במתווה Bottom-Up, דהיינו, ראשית מדורג המנפיק, בהתאם למתודולוגיית הדירוג הרלוונטית לו (Stand-Alone). לאחר מכן, על דירוג הבסיס שהתקבל (דירוג BCA)² מופעלת מתודולוגיית ה-GRI, הלוקחת בחשבון את סיכון המדינה, והשפעתו על הדירוג הסופי למנפיק³. כאשר מבוצע דירוג מקומי תוך שימוש במתודולוגיה של ה-GRI נלקח בחשבון הריבון כ- Risk Free. מנפיקים המדרגים בהתאם למתודולוגיית ה-GRI הינם מנפיקים המוחזקים ע"י המדינה או גוף בבעלותה, בשיעור מהותי, וכאלה המצויים בהסדר מיוחד לפעול מטעם המדינה כגופים מטעמה. Moody's מדרגת כ- 400 מנפיקים, תוך שימוש במתודולוגיה זו. לרוב, מדובר בחברות בעלות חשיבות אסטרטגית למדינה, הנשענות על גיוסי הון משמעותיים לצורך פעילותן.

המתודולוגיה בוחנת את השפעת סיכון המדינה על דירוג המנפיק, בהתבסס על הערכת התנהלות המדינה במצב בו המנפיק נמצא על סף חדלות פירעון. הערכה זו נסמכת על אינדיקטורים שונים, שבבסיסם שתי שאלות מהותיות: (1) מהי מידת התלות (Dependence) בין המנפיק למדינה, בהינתן מצב הקרוב לחדלות פירעון של המנפיק? (2) מהי הסבירות לתמיכה מיוחדת (Extraordinary Support) של הממשלה במנפיק, בהינתן מצב הקרוב לחדלות פירעון של המנפיק? מידת התלות, בין המנפיק לבין המדינה, נבחנת, בין היתר, בהיבטי הישענות על מקורות הכנסה זהים, חשיפות דומות לסיכונים אשראי ושיעור החזקת המדינה במנפיק. הערכת הציפייה לתמיכה מיוחדת, בהיקף הנדרש ובמועד, עשויה להשתקף, בין היתר, בחשיבות המנפיק, ככל שהינה קריטית לכלכלת המדינה, ערבויות מדינה והתחייבויות אחרות של המדינה כלפי המנפיק, אי-קיום חסמים להתערבות המדינה וכן תמיכת המדינה במנפיק, בפועל, בהתאם לאירועי עבר. בהתאם למתודולוגיה, ככל ששיעור הקשר בין המנפיק למדינה גדל, כך מושפע דירוג המנפיק מסיכון המדינה. המתודולוגיה עודכנה במהלך 2010 והטמיעה לקחים שנלמדו מהמשבר הכלכלי של שנת 2008, בפרט בקשר עם תמיכת מדינות במנפיקים, מסיבות שונות, ועל אף, שלא היו מחויבות בכך.

יש לציין כי דירוג מנפיקים ע"י Moody's, ברמה הבינלאומית, נשען, בין היתר, על בסיס השוואתי ("בנצ'מרק"), הבוחן את הקשר בין המנפיק למדינה של מנפיקים דומים ברחבי העולם (למשל: חברות חשמל במדינות שונות). לעומת זאת, בדירוג המקומי נבחן הקשר בין המנפיק לבין המדינה ברמה המקומית, דהיינו, על בסיס השוואה למנפיקים אחרים בעלי קשר, כזה או אחר, עם המדינה. במדינת ישראל מדרגים מספר מנפיקים באמצעות מתודולוגיית ה-GRI, ביניהם: חברת החשמל לישראל בע"מ, חברת נתיבי הגז הטבעי לישראל בע"מ, חברת נמלי ישראל בע"מ וחברת דואר ישראל בע"מ.

אין במתודולוגיה המוצגת בדוח זה משום שינוי במתודולוגיה שפעלנו לפיה בקביעת הדירוגים עד כה, ואין בה להשפיע על שינוי הדירוגים הקיימים.

¹ Joint Default Analysis

² דירוג ה-BCA (Baseline Credit Assessment) משקף את הסבירות לחדלות פירעון אצל מנפיקים, שאינם נופלים למסגרת מתודולוגיית ה-GRI. עבור מנפיקים הנופלים למסגרת המתודולוגיה, דירוג ה-BCA את הסבירות לצורך בסיוע ממשלתי.

³ כלל ההסתברויות לכשל הנלקחות בחשבון במסגרת מתודולוגיה זו מתבססות על ההסתברות לכשל בהתאם לטבלאות הסתברויות לכשל והפסדים צפויים של מודיס (Moody's Idealized Default Probabilities and Expected Losses), בהתאם למודל ה-GRI של מודיס, וזאת מבלי שבוצעה התאמה כלשהי לשוק המקומי.

הערכת מידת התלות (Dependence)

בבחינת התלות, בין המנפיק לבין המדינה, נלקחת בחשבון הקורלציה במאפייני הרגישות לסיכונים דומים והשפעות כלכליות. יכולתה של המדינה לתמוך במנפיק, הקשור אליה, ולמנוע ממנו מצב של חדלות פירעון, תלוי, בין היתר, בכושר הפירעון ("הסולבנטיות") של המדינה (בדירוג מקומי, סיכון הריבון הינו Risk Free). ככל שמתקיימת קורלציה גבוהה יותר בין המנפיק למדינה, כך ההסתברות למתן תמיכה ע"י המדינה למנפיק, בהיקף ובמועד הנדרש, נמוכה יותר, שכן המנפיק והמדינה ייפגעו באותו הזמן מאותן נסיבות. לדוגמא: חברה העוסקת בפעילות הפקה ושיווק נפט, הנפגעת מנפילה במחירי הנפט, תתקשה להיתמך ע"י המדינה שרוב הכנסותיה נובעות מיצוא נפט. ככל שלא מתקיימת קורלציה, כפי שהוסברה לעיל, הרי שהסיכוי לתמיכה הודדית בשעת הצורך גדל.

מידת התלות נמדדת על סולם בן ארבעה שלבים: (1) נמוכה; (2) בינונית; (3) גבוהה; (4) גבוהה מאד. ברב המקרים, מנפיקים הקשורים למדינה נמצאים בחלק הגבוה של הסקאלה (תלות בינונית ומעלה), באופן המשקף את קיומו של קשר, הן ברמה המוסדית (מסגרת רגולטורית וניהול של נציגי מדינה) והן ברמה הכלכלית (קשר כלכלי, כזה או אחר, בין המנפיק למדינה); אלו מובילים להשפעתן של נסיבות מסוימות באופן דומה על פרופיל הסיכון של שני הצדדים, כפי שהוסבר לעיל.

אופן הערכת מידת התלות מתבצע באמצעות בחינת האינדיקטורים הבאים:

1. מידת הקשר התפעולי-כלכלי בין המנפיק למדינה

מנפיק אשר הינו בעל פעילות מסחרית, ללא קשרים מהותיים עם המדינה בפעילותו, נוטה לפרופיל סיכון עצמאי ונפרד מהמדינה. לעומת זאת, מנפיק שפעילותו תלויה במדינה, ברמה התפעולית או הניהולית-אדמיניסטרטיבית, לרבות מנפיקים שנוטלים מהמדינה פעילות מסוימת שבאחריותה ומבצעים אותה מטעמה, ייטו להיות בעלי פרופיל סיכון חופף לפרופיל סיכון המדינה ולדירוג גבוה בקטגוריית התלות. במקביל לבחינת הרמה התפעולית-ניהולית, נבחן הקשר הכלכלי, בין היתר, כפי שמתבטא בתלות של המנפיק בתקצוב או בסבסוד ממשלתי; במצב זה, קשיים כלכליים של המדינה עלולים לפגוע במנפיק. משתנה זה נבחן באמצעות היחס: שיעור התקצוב הממשלתי הישיר/העקיף מהכנסות המנפיק. באותה מידה, מנפיק המחלק דיבידנדים למדינה או מנפיק שחלק מהותי מהכנסותיו נובע ממכירות למדינה כלקוח, לחץ כלכלי עלול לעבור מהמנפיק למדינה וחוזר חלילה. גורמים אלו נאמדים באמצעות בחינת: שיעור תשלומי הדיבידנדים למדינה מסה"כ הכנסות המדינה, מצד אחד, ושיעור המכירות הממשלתיות מסה"כ מכירות המנפיק, מצד שני.

2. מידת ההישענות של המנפיק והמדינה על אותו בסיס הכנסות

הצעד השני בהערכת מידת התלות בין המנפיק למדינה טמון בהערכת שיעור בסיס ההכנסות החופף (בהיבט גיאוגרפי או כלכלי) של המנפיק ושל המדינה. לדוגמא, מנפיק אשר מרבית פעילותו הינה ייצוא, עשוי שלא להיות חשוף כמו המדינה למשברים כלכליים בתוך המדינה. אולם כאשר הכנסות המנפיק והכנסות המדינה נובעות מאותו מקור כלכלי, ואולי מאותם צרכנים, הרי שהקשר מתהדק. גורם זה נאמד באמצעות בחינת: (1) שיעור הכנסות המנפיק מייצוא; (2) שיעור הכנסות המדינה ממקורות שמחוץ למדינה; (3) במקרה בו נבחן הקשר בין המנפיק לרשות מקומית, יבחן שיעור הכנסות הרשות המקומית מהמדינה.

3. המידה בה המנפיק והמדינה חשופים לאותם סיכונים אשראי

השלב האחרון במדידת התלות בין המנפיק לבין המדינה הינו בחינת הזהות בין הצדדים בחשיפה לסיכונים משותפים. לדוגמא, בהתאם למבנה חוב המנפיק וחוב המדינה, יתכן ושני הצדדים חשופים לשינויים בשע"ח. באותה מידה, מנפיקים הפועלים בכלכלות מתפתחות עלולים לסבול מחשיפות דומות למדינה, כגון סביבה פוליטית בלתי יציבה (למשל חשיפת המשטר להפיכות, תסיסה חברתית ומהומות או שיתוק פוליטי-כלכלי), להן השלכות שליליות דומות על הצדדים. מטבע הדברים, תיתכן התאמה בין מדידת החשיפה לסיכונים אשראי דומים לבין הגורמים שפורטו לעיל (הקשר התפעולי הכלכלי והישענות על אותו בסיס הכנסות). לשם אמידת החשיפה לסיכונים אשראי דומים, נלקחים בחשבון, בין היתר: (1) שיעור החשיפה לשע"ח במבנה החוב; (2) מידת החשיפה לאותו סקטור; (3) מידת החשיפה לזעזועים פוליטיים.

הסבירות לתמיכה מיוחדת (Special Support)

בחלק זה של המתודולוגיה נבחנת הסבירות לתמיכה מיוחדת, אם בצורה כספית ואם בכל צורה אחרת, באופן המסיר מהמנפיק את הסכנה לחדלות פירעון. התמיכה עשויה להיות ישירה, למשל באמצעות הזרמת כספי מדינה, או באופן עקיף, למשל באמצעות הוראה של המדינה לבנקים לספק הלוואות למנפיק. באופן כללי, תמיכה הינה כל סוג של סיוע, החורג ממהלך עסקי הרגיל של המנפיק, ובאופן המסיר ממנו חשיפה לחדלות פירעון. הסבירות לתמיכה מיוחדת מדורגת על סולם, כדלהלן: (1) נמוכה (0-30%); (2) בינונית (31%-50%); (3) חזקה (51%-70%); (4) גבוהה (71%-90%); (5) וגבוהה מאד (91%-100%). השימוש בטווחים נועד לשקף מידה מסוימת של אי-וודאות בקשר להתממשות ההערכה לתמיכה מיוחדת, שכן מדובר במבט צופה פני עתיד, מצד אחד, ובקושי אינהרנטי להעריך באופן מדויק כיצד תנהג מדינה על סף חדלות פירעון של המנפיק. בהערכת הסבירות לתמיכה מיוחדת, הניתוח מתמקד בשלושה גורמים בעלי אופי מבני-קונקרטי: (1) ערבויות; (2) שיעור החזקה; (3) וקיום חסמים לתמיכה; ושלושה גורמים נוספים, המאפיינים רצון לתמוך, בהסתמך על מאפיינים אמורפיים "רכים" יותר, כגון: (1) מידת מעורבות המדינה בפעילות המנפיק; (2) קיום קשרים פוליטיים; (3) וחשיבות כלכלית של המנפיק למדינה. להלן יפורט אופן הערכת כל גורם וגורם:

4

1. ערבויות

במסגרת הבדיקה נבדק קיומן (או אי-קיומן) של ערבויות, שיש בהן להשפיע על הסבירות לתמיכה מיוחדת. ערבויות עשויות להיות מגוונות במאפייני חוזק הערבות, באופן המייצר שונות בהערכת משתנה זה; עם זאת, אף בצורתן החלשה ביותר, ייטו לשקף מידה מסוימת של מחויבות לסיוע למנפיק המצוי על סף חדלות פירעון. להלן שלושה מצבים המשקפים סוג מסוים של ערבות:

- א. ערבות שניתנה באופן מפורש: ערבות, שניתנה מפורשות, אשר מהווה התחייבות משפטית בקשר עם כלל חוב המנפיק, משקפת סבירות גבוהה לתמיכה מיוחדת ומעלה את דירוג המנפיק לדירוג המדינה (בתוך המדינה הריבון הינו Risk Free וזוכה לדירוג הגבוהה ביותר). אולם, באם רק לחלק מהחוב ניתנת ערבות מדינה, הרי שנוצרת שונות בין ההלוואות, באשר לרצון המדינה לתמוך, ויש לבחון שונות זו בדירוג שיינתן בקטגוריה זו.
- ב. ערבות וורבלית ו/או מכתב כוונות (Comfort Letter): כאשר מדובר על ערבות וורבלית (כזו שנאמרה בעל-פה) או במכתב כוונות, מושם דגש על התכנים הבאים: (1) מיהו האדם או הגוף שהעניק ערבות זו? (2) מהי השפה בה נעשה שימוש, דהיינו, האם חד-משמעית? (3) הזמן שחלף מאז ניתנה הערבות? (4) והאם הערבות קיבלה פרסום פומבי או שנמסרה לנציגי סוכנות הדירוג?

מבחינת התשובות לשאלות אלו, ניתן להשליך על חוזק הערבות והסבירות לתמיכה מיוחדת. בהקשר זה יש לקחת בחשבון את הצהרות הפקידות הבכירה של הממשלה בדבר כוונתה לתמוך בחברה, במידת הצורך.

ג. מעמד משפטי ייחודי: במידה ואין ערבות מהסוגים שצוינו לעיל, יתכן ומתקיים קונטקסט משפטי, המונע מהמנפיק להיכנס למצבים של חדלות פירעון ו/או מעביר למדינה את האחריות לחובות המנפיק. במקרים אלו למדינה קיים תמריץ מיוחד להתערב ולתמוך במנפיק, על מנת להימנע מאירוע חדלות פירעון, אשר השלכותיו עלולות להתגלגל לפתחה.

2. שיעור החזקה

בהתאם למתודולוגיה, שיעור החזקה גבוה של המדינה במנפיק הינו אינדיקציה לסבירות גבוהה לתמיכת מדינה. מעבר להחזקה ישירה של המדינה במנפיק, נלקחת בחשבון שליטה של המדינה במנפיק באמצעים אחרים. במסגרת הבדיקה נבחנת מידת השליטה של המדינה (או של גוף אחר שנשלט על-ידי המדינה) במנפיק ומנהג בעלים במנפיק, מצד אחד, ותכניות הפרטה, ככל שישנן, מצד שני. תכניות להפרטה נלקחות בחשבון, לרבות הסיבות לקיומן ורמת הוודאות בקשר לתוצאותיהן. באופן כללי, תכניות להפרטה, אף במקרים בהן אינן קונקרטיביות בטווח-הקצר, משמען ירידה מסוימת בחשיבות המנפיק עבור המדינה, וקטיון בסבירות לתמיכה מיוחדת.

3. קיום חסמים לתמיכה

קיום חסמים בחוק לתמיכת מדינה במנפיק עלול להפחית את הסבירות לתמיכתה. חסמים אלו קיימים, למשל, באיחוד האירופי, באופן האוסר על מדינות להפלות חברות מסחריות, באופן שיפגע בתחרות החופשית (לעתים חסמים אלו קיימים בתוך תחומי המדינות עצמן, במסגרת כללי הגבלים עסקיים). בפועל, מדינות אירופאיות תומכות בחברות מסוימות, בניגוד לכללי האיחוד האירופי; על כן, בהינתן חסמי כניסה, יבוצע ניתוח באשר למידת האפקטיביות שלהם. כיום בישראל אין חסמים מהותיים לתמיכה בחברות ממשלתיות. תמיכה מיוחדת נתונה, לרוב, לשיקול דעת הממשלה, בהתאם לסדר עדיפויותיה.

4. מידת מעורבות המדינה בפעילות המנפיק

מגמת המדינה להתערב בכלכלה, מתוך סיבות אידיאולוגיות, פוליטיות או חברתיות-כלכליות, עשויה להעיד על רצון המדינה לתמוך במנפיק הקשור אליה; הנטייה הבסיסית הזו תושפע מאופי הקשר, בין המנפיק למדינה, כפי שבא לידי ביטוי, בין היתר, בהתבסס על:

א. היסטוריה של הצלה מקריסה כלכלית: התנהגות המדינה בעבר עשויה לרמוז על פעולותיה בעתיד. ניתן להעריך, כי מדינות שנרתמו לתמיכה במנפיקים הקשורים אליהן, או אף בחברות פרטיות, ייטו יותר לשוב על דפוס פעולה זה, בניגוד למדינות שאפשרו למנפיקים הקשורים אליהן לקרוס כלכלית.

ב. נטייה פוליטית אידיאולוגית: ניתן להעריך, במידה מסוימת, באם ממשלתה הנוכחית של מדינה נוטה יותר או פחות להתערבות בכלכלה. קיומן של ממשלות המצדדות בהתערבות מצדן בכלכלה, מחזקות את הסבירות לתמיכת מדינה.

ג. רגולציה ממשלתית על המנפיק: השפעת המדינה על מצבו הכלכלי של מנפיק, באמצעות רגולציה ואמצעים אחרים, בדרך כלל, מהווה תמריץ למדינה לתמוך במנפיק. השפעה זו עשויה להיות ישירה (לדוגמא: תקצוב ממשלתי) או עקיפה (לדוגמא: באמצעות קביעת תעריפים) - שני המקרים תומכים במסקנה כי למדינה אחריות על מצב המנפיק, ולפיכך, מגבירים את הסבירות לתמיכתה.

ד. מעורבות המדינה בקבלת החלטות: מעורבות המדינה בתכניות המימון של המנפיק ו/או מינוי דירקטורים, מצביעים על נטייתה לתמוך במנפיק, זאת מאחר, והמדינה עשויה לשאת באחריות ולתת את הדין על החלטות אסטרטגיות שקיבלה עבור המנפיק.

5. השלכות מדיניות

מדינות עשויות להגיע למסקנה כי המחיר הפוליטי של חדלות פירעון של מנפיק יקר יותר מעלויות הצלתו מפני קריסה. מכאן כי, אפילו ממשלות בעלות אוריינטציה מובהקת של שוק-חופשי יעדיפו, לעתים, לתמוך במנפיקים הקשורים למדינה, ובכך, להימנע מחשיפת המדינה לפגיעה במוניטין. פגיעה במוניטין עשויה, מחד להוביל לעלויות מימון גבוהות יותר בגיוסי חוב של המדינה ומנפיקים הקשורים אליה, ומאידך, להוביל למבוכה פוליטית, ברמה הלאומית או הבינלאומית.

להערכתנו, מנפיקים הקשורים לממשלה, ובמיוחד מנפיקים הנוטים ליחסי תלות חזקים (בהיבטי הכנסות, קיום חוב זר וכדומה), כפי שתוארו לעיל, ייטו לקיום קשרים פוליטיים באופן המגביר את הסבירות לתמיכה מיוחדת. מצב כלכלי קשה של מנפיק, המתקצב ע"י המדינה, ואשר המדינה אחראית לפקח על מבנה הוצאותיו, עלול להגביר את הביקורת על התנהלות הממשלה בעניינו. קריסה של מנפיק כזה עלולה להציג את הממשלה באור שלילי, כמי שאינה מצליחה לנהל את עסקי המדינה, ובפרט את נכסי המדינה החשובים ביותר. קריסת מנפיקים הקשורים למדינה, בהקשר זה, עלולים להשליך על הסבירות לתמיכת מדינה לגבי מנפיקים אחרים הקשורים בה, באופן שיגביל או ייקר את עלויות המימון של מנפיקים אלו ואף של המדינה עצמה.

6. חשיבות כלכלית

בהתאם למתודולוגיה, קיים קשר ישיר בין חשיבות המנפיק לבין הסבירות לתמיכת המדינה בו. חשיבות זו עשויה לבוא לידי ביטוי, בראש ובראשונה, בהשפעות מסחריות וכלכליות של המנפיק על המדינה, אך בנוסף בהיקף כוח אדם משמעותי ומאוגד. עם זאת, יש לקחת בחשבון כי במקרים מסוימים, המדינה תתמוך בהמשך פעילות המנפיק, אך לא תמנע אירוע של חדלות פירעון וכניסה להסדר, כזה או אחר. במקרים אלו, נשאלת השאלה: האם לנושים אפשרות לתפוס אילו מהנכסים? תשובה חיובית לשאלה זו, מגדילה, מצד אחד, את יכולת הנושים להיפרע באמצעות הנכסים, ומחזקת את הסבירות לתמיכת מדינה, לשם הגנה על נכסים אסטרטגיים שנמצאים בבעלותה. בבחינת החשיבות הכלכלית, נלקח בחשבון אופי פעילות המנפיק. לדוגמה, מנפיק שפעילותו אספקת ציוד צבאי עלול לספק למדינה תמריץ גבוה לתמיכה בו, במיוחד במקרים בהם המדינה חוששת להשלכות קריסתו. באותה מידה, קיים תמריץ לתמיכה במנפיק, אשר שולט על ענף חיוני למשק ללא מתחרים, שמסוגלים לתפוס את מקומו, או כזה המספק שירותים חיוניים לציבור.

להערכתנו, מנפיקים הקשורים למדינה, ובמיוחד מנפיקים, בהם למדינה שיעורי החזקה גבוהים, מעידים, ברמה כזו או אחרת, על רצון המדינה לשמר את שליטתה על נכסים בעלי חשיבות מיוחדת. היותה של ישראל "אי-בודד" בהיבטי תשתיות ואספקת שירותים חיוניים (מים, חשמל, גז, תחבורה וכדומה), מבליטה ומקצינה עוד יותר את החשיבות שבאחריות המדינה לנכסים שונים שנמצאים בתחומה ותורמים, במידה רבה, לקיומה.

במסגרת השימוש במטריצת ה-GRI נלקחים בחשבון דירוג המנפיק כ- Stand Alone (דירוג ה-BCA), הערכת מידת התלות (כמתואר בעמ' 2) והערכת טווח הסבירות לתמיכה מיוחדת (כמתואר בעמ' 4). פלט המטריצה הינו טווח דירוגים, כאשר הדירוג הסופי למנפיק הינו פועל יוצא של שיקול, המסתמך על הדינאמיקה וזהות האינטרסים בין המנפיק למדינה. במקרים מסוימים, יוחלט על דירוג שנמצא בחלק הנמוך של הטווח, עקב קושי מהותי של המדינה לתמוך במנפיק, למשל, כתוצאה מריבוי התחייבויות חוץ-מאזניות של המדינה או מיתון כלכלי. ניתן לומר, כי גורמים אלו יילקחו, ממילא, בדירוג המדינה, אולם בהחלטה לגבי דירוג מנפיק הקשור למדינה, יש להתחשב בסדר עדיפויות המדינה לתמוך במנפיק זה או אחר או שלא לתמוך כלל, וזאת למרות נטייתה ורצונה של המדינה לתמוך. דירוג בחלק הנמוך של הטווח עלול לנבוע מיכולת נמוכה לצפות את התנהגות המדינה, כפועל יוצא משקיפות חלשה באשר למדיניות הממשלה. בבחינת מידת התלות והסבירות לתמיכה מיוחדת של מדינת ישראל במנפיקים הקשורים בה, ניכר כי קיימת השפעה מהותית להיותה של מדינת ישראל כלכלת "אי-בודד". על אף שוני בעצימות ההשפעה של מאפיין זה בין הענפים השונים, הרי שהשפעתו חלה על כולם, ובמיוחד במשתנה: "חשיבות כלכלית", כפי שתואר לעיל. חיזוקים לסבירות לתמיכת המדינה קיימים, לרוב, במסגרת "ערבויות", על צורותיהן השונות, אופני התערבות שונים של המדינה במסגרת רגולטורית תומכת, הסכמים לגבי גוף חליף וקשרים פוליטיים מהותיים בין המנפיקים למדינה. ראוי לציין, כי הבחינות שתוארו לעיל וקביעת הציונים לכל משתנה נעשים באופן השוואתי בין מנפיקים בתוך המדינה (ולא מתוך השוואה למנפיקים דומים במדינות אחרות).

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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