

דירוג מנפיק הקשור למדינה

Government Related Issuer

דוח מתודולוגי | יולי 2018

אנשי קשר:

אמיר כצנלסון - אנליסט

amir.katznelson@midroog.co.il

אלון ליפשיץ - ראש צוות

alonl@midroog.co.il

ישי טריגר - ראש תחום מימון מובנה, פרויקטים ותשתיות

yishait@midroog.co.il

הקדמה

מטרת דוח זה הינה להסביר את גישת מידרוג להערכת סיכוני אשראי הגלומים במכשירי חוב המונפקים ע"י גופים הקשורים למדינה. הדוח נועד לשקף את המאפיינים האיכותיים והכמותיים העיקריים המשפיעים על דירוג מנפיקים הקשורים למדינה ויכול לשמש ככלי עזר לחברות, משקיעים ובעלי עניין אחרים בשוק ההון בהבנה כיצד גורמים כמותיים ואיכותיים עשויים להשפיע על דירוגי מנפיקים הקשורים למדינה. הדוח לא מכיל דיון ממצה בכל הגורמים הגלומים בדירוג, אלא נועד לאפשר לקורא להבין את השיקולים האיכותיים והמידע והיחסים הפיננסיים שהינם בדרך כלל המשמעותיים והחשובים ביותר בקביעת דירוגים של מנפיקים הקשורים למדינה.

דוח מתודולוגי זה מחליף את הדוח המתודולוגי שפורסם בינואר 2018. מטרת הפרסום הינה הוספת פירוט בקשר עם סעיף הערכת התמיכה החיצונית - מודל JDA, לרבות הסבר על השיקולים הנוספים שנלקחים בחשבון בדירוג. כמו כן, מטרת הפרסום בחודש ינואר 2018 הייתה הסבר לגבי גישה נוספת לדירוג מנפיק קשור למדינה (GRI¹), מבלי לקבוע הערכת אשראי בסיסית (BCA²) למנפיק, אלא על בסיס הנחת תמיכה לבדה. כפי שמוסבר בדוח מתודולוגי זה, ככלל, הגישה לדירוג מנפיק קשור למדינה עודנה מבוססת על קביעת הערכת אשראי בסיסית, המהווה את נקודת המוצא להערכת מידת תמיכת המדינה במנפיק הקשור למדינה ולקביעת הדירוג הסופי למנפיק. הגישה הנוספת המובאת בפרסום זה רלוונטית למקרים ייחודיים בלבד, כפי שמתואר במתודולוגיה ובנספח ב' שהתווסף לדוח המתודולוגי. מידרוג סבורה כי אין בפרסום מתודולוגי זה משום שינוי ביחס למתודולוגיה שפעלנו לפיה בקביעת הדירוגים עד כה ואין בפרסום בכדי לגרום לשינוי הדירוגים הקיימים.

בהתאם למתודולוגיית GRI, הגישה לדירוג מנפיקים הקשורים למדינה הינה במתווה Bottom-Up. דהיינו, ראשית מבוצעת הערכת האשראי הבסיסית למנפיק (BCA), לפי מתודולוגיית הדירוג הרלוונטית לו (Stand-Alone), ולאחר מכן, על ה- BCA מופעלת מתודולוגיית GRI, הלוקחת בחשבון את סיכון המדינה (בדירוג מקומי, סיכון הריבון הינו Aaa.il), והשפעתו על הדירוג הסופי למנפיק מתודולוגיית GRI בוחנת את ההסתברות לתמיכה חיצונית במנפיק הן על סמך הערכות איכותיות אשר כוללות, בין היתר, את מידת חשיבותו המשקית, השפעתו על הכלכלה והיסטוריית תמיכה, והן באמצעות מודל סטטיסטי לכשל פירעון משותף (Joint Default "JDA"-Analysis), המבטא לאחר בדיקת היכולת והרצון לתמוך, את מידת המתאם והסתברות התמיכה מהגוף התומך³. תהליך זה גוזר את הדירוג הסופי למנפיק/חוב.

מנפיקים המדורגים בהתאם למתודולוגיית GRI הינם ישויות המוחזקות ע"י המדינה או גוף בבעלותה, בשיעור מהותי, וכאלה המצויים בהסדר מיוחד לפעול מטעם המדינה כגופים מטעמה. המתודולוגיה בוחנת את השפעת סיכון המדינה על דירוג המנפיק, בהתבסס על הערכת התנהלות המדינה במצב בו המנפיק נמצא על סף כשל פירעון. הערכה זו נסמכת על אינדיקטורים שונים, שבבסיסם שתי שאלות מהותיות: (1) מהי מידת התלות (Dependence) בין המנפיק למדינה, בהינתן מצב הקרוב לכשל פירעון של המנפיק; (2) מהי הסבירות לתמיכה מיוחדת (Extraordinary Support) של המדינה במנפיק, בהינתן מצב הקרוב לכשל 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 שעוצמת הקשר בין המנפיק למדינה גדל, כך מושפע דירוג המנפיק מסיכון המדינה. ניסוח פורמאלי של המודל הסטטיסטי לניתוח כשל פירעון משותף (JDA) מובא בנספח א' לדוח מתודולוגי זה.

¹ Government Related Issuer

² Baseline Credit Assessment

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

גישה נוספת לדירוג מנפיק קשור למדינה מבוססת על הנחת תמיכה לבדה, ללא קביעה של הערכת אשראי בסיסית (BCA) למנפיק הקשור למדינה, וזאת במקרים בהם מידרוג מעריכה כי הערכת האשראי הבסיסית איננה רלוונטית להערכת סיכון האשראי של המנפיק הקשור למדינה ואילו מידת תמיכת המדינה הינה הפרמטר העיקרי המסביר את סיכון האשראי. אלו מקרים נדירים יחסית, בהם המנפיק קשור למדינה באופן בלתי ניתן לניתוק, וניתוח אשראי על בסיס עצמאי הינו חסר משמעות, במובן שאין בו לשקף את סיכון האשראי הניצב בפני המלווים. במקרים אלו, גישת הדירוג מציבה בראש את בחינת הנכונות והיכולת הגבוהות של המדינה לספק למנפיק הקשור למדינה את התמיכה הנדרשת לעמוד בתשלומי החוב בעיתם. דירוג מנפיק קשור למדינה בגישת המבוססת על תמיכה בלבד הינו top-down, כך שנקודת המוצא לדירוג המנפיק הקשור למדינה הינה סיכון הריבון וממנה נשקלת הסבירות להיעדרה של תמיכה וודאית מצד המדינה. נספח ב' לדוח מתודולוגי זה מתאר את הנסיבות בהן מידרוג עשויה לנקוט בגישת top-down לדירוג מנפיק קשור למדינה ודן בשיקולים שמידרוג מביאה בחשבון על מנת לקבוע באם דירוג המנפיק הקשור למדינה יהא זהה לסיכון הריבון או שיופחת ביחס לסיכון הריבון.

פרמטרים עיקריים במתודולוגיה

הערכת מידת התלות (Dependence)

בבחינת מידת התלות, בין המנפיק לבין המדינה, נלקחת בחשבון הקורלציה של מאפייני הרגישות לסיכונים דומים והשפעות כלכליות. יכולתה של המדינה לתמוך במנפיק, הקשור אליה, ולמנוע ממנו מצב של כשל פירעון, תלויה, בין היתר, בכושר החזר האשראי של המדינה (Aaa.il). 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.

מידת התלות נמדדת על סולם בן ארבעה שלבים: (1) נמוכה; (2) בינונית; (3) גבוהה; (4) גבוהה מאד. ברוב 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. 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:

• 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 דומה לפרופיל סיכון המדינה ומידת התלות תהיה גבוהה יותר. כמו כן, 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 בין שיעור התקצוב הממשלתי הישיר ו/או העקיף לסך הכנסות המנפיק. באותה מידה, במצב בו מנפיק שמחלק דיבידנדים למדינה או במצב בו שחלק מהותי מהכנסותיו של המנפיק נובע ממכירות למדינה כלקוח, הלחץ הכלכלי עלול לעבור מהמנפיק למדינה וחוזר חלילה. גורמים אלו נאמדים באמצעות בחינת: (1) שיעור תשלומי הדיבידנדים למדינה מסך הכנסות המדינה; (2) שיעור המכירות הממשלתיות מסך מכירות המנפיק.

• מידת ההישענות של המנפיק והמדינה על אותו בסיס הכנסות

הצעד השני בהערכת מידת התלות בין המנפיק למדינה טמון בהערכת שיעור בסיס הכנסות החופף (בהיבט גיאוגרפי או כלכלי) של המנפיק ושל המדינה. לדוגמה, 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.

• המידה בה המנפיק והמדינה חשופים לאותם סיכונים אשראי

השלב האחרון במדידת התלות בין המנפיק לבין המדינה הינו בחינת הזהות בין הצדדים בחשיפה לסיכונים משותפים. לדוגמה, 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. לשם אמידת החשיפה לסיכוני 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 לכשל פירעון. התמיכה עשויה להיות ישירה, למשל באמצעות הזרמת כספי מדינה, או באופן עקיף באמצעות הוראה של המדינה לבנקים לספק הלוואות למנפיק. באופן כללי, תמיכה הינה כל סוג של סיוע, החורג ממהלך עסקי הרגיל של המנפיק, ומסיר ממנו חשיפה לכשל 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 המדינה במועד בו המנפיק מצוי על סף כשל פירעון. בהערכת הסבירות לתמיכה מיוחדת, הניתוח מתמקד בשלושה גורמים בעלי אופי מבני-קונקרטי: (1) ערביות; (2) שיעור החזקה; (3) וקיום חסמים לתמיכה; ושלושה גורמים נוספים, המבטאים 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:

• ערביות

במסגרת הבדיקה נבדקות קיומן (או אי-קיומן) של ערביות, שיש בהן להשפיע על הסבירות לתמיכה מיוחדת. הערביות 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 כשל פירעון. להלן שלושה מצבים המשקפים סוג מסוים של ערבות:

- ערבות שניתנה באופן מפורש: ערבות, שניתנה מפורשות ומהווה התחייבות משפטית בקשר עם כלל חוב המנפיק, משקפת סבירות גבוהה לתמיכה מיוחדת ומעלה את דירוג המנפיק לסיכון הריבון (Aaa.il). אולם, באם רק לחלק מהחוב ניתנת ערבות מדינה, הרי שנוצרת שונות בין ההלוואות, באשר לרצון המדינה לתמוך, ויש לבחון שונות זו בדירוג שניתן בקטגוריה.
- 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) מהו פרק הזמן שחלף מאז ניתנה הערבות; (4) האם הערבות קיבלה פרסום פומבי. 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.
- מעמד משפטי ייחודי: במידה ואין ערבות מהסוגים שצוינו לעיל, יתכן ומתקיים קונטקסט משפטי, המונע מהמנפיק להיכנס למצבים של כשל פירעון ו/או מעביר למדינה את האחריות לחובות המנפיק. במקרים אלו למדינה קיים תמריץ מיוחד להתערב ולתמוך במנפיק, על מנת להימנע מאירוע כשל פירעון, אשר השלכותיו עלולות להתגלגל לפתחה.

• 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 קונקרטיות בטווח-הקצר, משמען ירידה מסוימת בחשיבות המנפיק עבור המדינה, וקייטון בסבירות לתמיכה מיוחדת.

• 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.

• 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. מעורבות המדינה בפעילות המנפיק באה לידי ביטוי בהיבטים שונים, כגון:

- 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.
- 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.
- 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.
- 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.

• השלכות מדיניות

מדינות עשויות להגיע למסקנה כי המחיר הפוליטי של כשל 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 לקיים 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 את ייקר את עלויות המימון של מנפיקים אלו ואף של המדינה עצמה.

• 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 כשל 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. לדוגמא, 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, השולט בענף 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.

הערכת התמיכה החיצונית - מודל JDA

ככלל, דירוג מנפיקים הקשורים למדינה נעשה על בסיס הערכת האשראי הבסיסית שלהם (BCA), בהתאם למתודולוגיות הרלוונטיות לכל מנפיק ומנפיק. על הערכה זו מופעלת מתודולוגיית GRI תוך בחינת ההסתברות לתמיכה חיצונית במנפיק, הן על סמך הערכות איכותיות אשר כוללות, בין היתר, את מידת חשיבותו המשקית, השפעתו על הכלכלה, היסטורית תמיכה, והן באמצעות מודל סטטיסטי לכשל פירעון משותף (JDA- Joint Default Analysis), המבטא לאחר בדיקת היכולת והרצון לתמוך, את מידת המתאם והסתברות התמיכה מהגוף התומך. תהליך זה גוזר את הדירוג הסופי למנפיק. מודל JDA מבוסס על העיקרון לפיו סיכון כשל הפירעון של מנפיק תלוי בביצועיו כמו גם בתמיכה חיצונית של המדינה, שיכול ויגבו את התחייבויותיו. גישתנו גורסת כי כל הערכה של הפסד צפוי של חוב שהונפק ע"י המנפיק חייבת לקחת בחשבון את פוטנציאל התמיכה החיצונית של המדינה בכדי למנוע מהמנפיק להגיע לכשל פירעון, כאשר יש להעריך את יכולת רצון המדינה לסייע במניעת אירוע כשל, כנזכר לעיל. הערכת יכולת המדינה מבוססת על דירוגה והערכת הרצון מבוססת על מבחנים איכותניים וכמותיים. ישום זה של תמיכה חיצונית מאפשר ליצור בסיס השוואה אחיד בין דירוגי מידורג ויכולת השוואה בין סיכוני אשראי של תאגידים לא פיננסיים שאינם קשורים למדינה, שלרוב לא יהנו מתמיכה חיצונית של המדינה לבין דירוג מנפיקים הקשורים למדינה, שיכול ויהנו בהסתברות מסוימת מתמיכה חיצונית שכזו מהמדינה.

קביעת הערכת ה-BCA של המנפיק יחד עם קביעת רמת התלות ורמת התמיכה של המדינה, גוזרות טווח דירוגים שעל פיו קובעת ועדת הדירוג את דירוג המנפיק הקשור למדינה. בהתאם לשיקולים שתבחן ועדת הדירוג, שעניינם מאפיינים יחודיים למנפיק אשר עשויים או עלולים להקנות משקל יתר או משקל חסר לפרמטרים שהובאו בחשבון בהערכת התמיכה, אי ודאות הקשורה במאפיינים אלו וכן בהשוואה למנפיקים אחרים הקשורים למדינה. כמו כן, ועדת הדירוג עשויה להביא בחשבון את הערכתה לגבי גישת המדינה בתעודת התחייבויותיה לנושים שונים על פני אחרים, וזאת בהתאם לתנאי השוק. למשל, בעת שימוש במתודולוגיה, ניתן יהיה לקבוע כי רמת התמיכה של המדינה הינה נמוכה או ניתן יהיה להגביל את רמת התמיכה של המדינה. החלטות אלה מתבססות על בחינת הרצון והיכולת לתמוך מצד המדינה תחת תנאי לחץ, וכן את הציפיות של תמיכה ממשלתית במנפיק הקשור למדינה.

• שיקולים נוספים

הערכת התמיכה והתלות בהתאם לפרמטרים וכן ישום מודל ה-JDA אינם יכולים לכלול את כלל שיקולי הדירוג ועל כן אינם מיועדים להחליף את שיקול הדעת של חברי ועדת הדירוג. לכן, שיקולים נוספים אשר לא באים לידי ביטוי בעת ישום המתודולוגיה, יכולים להוביל לקביעת רמת הדירוג מחוץ לטווח המתקבל במודל ה-JDA. לפיכך, בעת קביעת רמת התמיכה הממשלתית, ייתכן כי הערכת הסיכוי לרמת תמיכה זו, תהיה שונה מהסיכוי לרמת התמיכה הממשלתית המתקבלת על ידי ישום המתודולוגיה. להלן דוגמאות לשיקולים נוספים:

- יכולת הממשלה לתמוך, בסביבה מאקר-כלכלית לחוצה או בעתות משבר, כאשר מספר רב של מנפיקים הקשורים למדינה זקוקים לתמיכה משמעותית, מוגבלת בשילוב של התחייבויות מאזניות וחץ מאזניות למרות שהרצון לתמוך עשוי להישאר גבוה. נציין, כי ככל שמצבה הפיסקאלי של המדינה פחות חזק, יכולת המדינה לתמוך תהיה רגישה יותר לאמור לעיל. בחינת החוזק פיסקאלי של המדינה כוללת, בין היתר, את היקף החוב של המדינה, זמינות גיוס חוב, מבנה החוב, התחייבויות חץ מאזניות. כמו כן, מדיניות מוניטרית או כלכלית מופחתת הינן שיקולים נוספים אשר יכולים להצביע על יכולת נמוכה לתמיכה.
- יכולת הערכת התמיכה הממשלתית על ידי מידורג מושפעת מרמת השקיפות והחיזוי של המדיניות הממשלתית. שקיפות וחיזוי של המדיניות הממשלתית הינן, בדרך כלל, מוגבלות כאשר למדינה מוסדות חלשים, ולכן קיים קושי להעריך את רמת התמיכה הממשלתית למנפיקים הקשורים למדינה המצויים בקשיים. כמו כן, היעילות הממשלתית ושלטון החוק הינם שיקולים חשובים.

לפירוט אודות המודל הסטטיסטי ראה נספח א' להלן.

דוחות קשורים

סולמות והגדרות הדירוג של מידרוג

הדוחות מפורסמים באתר מידרוג www.midroog.co.il

תאריך הדוח: 05.07.2018

נספח א' - כשל פירעון משותף - ניסוח פורמאלי

הסתברויות מותנות לאירוע כשל פירעון

ההסתברות ששתי ישויות יגיעו לכשל פירעון יחד (לאו דוקא באותו פרק זמן בדיוק) תלויה בהסתברות שאחת מהן תגיע לאירוע כשל ובהסתברות שהשנייה תגיע לכשל פירעון גם כן, בהינתן אירוע כשל של הראשונה. כלומר:

$$P(A \cap B) = P(A|B) * P(B)$$

הגדרות:

-A המאורע שישות A תגיע לאירוע כשל פירעון

-B המאורע שישות B תגיע לאירוע כשל פירעון

$A \cap B$ - המאורע ששתי הישויות יגיעו לכשל פירעון

$P(A | B)$ - ההסתברות המותנית- בהינתן שמאורע B קרה A יקרה.

בכדי לגזור את ההסתברויות לכשל פירעון אנו משתמשים בטבלאות Moody's Idealized Default Probabilities and Expected Losses המשקפות נתונים היסטוריים בינלאומיים מותאמים של Moody's וזאת מבלי שבוצעה התאמה כלשהי לשוק המקומי. לצורך הערכת ההסתברות המותנית לכשל פירעון יש לקחת בחשבון את הקשרים בין המאורעות, שעלולים להביא לאירוע כשל של שתי הישויות יחד. נציין, כי בשלב זה ההסתברויות לאירוע כשל עבור כל אחד מהחייבים וההסתברויות המותנות לאירוע כשל נעדרות הנחה של תמיכה, כלומר ההסתברויות לאירוע כשל בהיעדר תמיכה משותפת (בהמשך תותר הנחה זו).
נניח עתה כי:

-L המאורע שבו החייב שמדורג נמוך יותר ("הנתמך") יגיע לאירוע כשל

-H המאורע שבו החייב שמדורג גבוה יותר ("התומך") יגיע לאירוע כשל

ניסוח משוואת ההסתברות המותנית מחדש עבור אירועים אלה:

$$P(L \cap H) = P(L|H) * P(H)$$

ההסתברות המותנית תנוע בטווח שבין 0 ו-1 במקסימום ל- $P(L)$ במינימום⁴. להלן שתי דוגמאות למצבים אלו (שהינן לצורך המחשת השימוש התיאורטי בנוסחאות):

- $P(L | H) = 1$ - נניח שאיכות האשראי של חברה תלויה משמעותית בפעילות של חברה אחרת. לדוגמה הסיכון לכשל פירעון של מפיק בשוק תחרותי, הנשלט על ידי ספק יחיד עלולה להיות תלויה משמעותית באיתנות הפיננסית של אותו ספק. כלומר, בהינתן שהספק (H) פשט רגל, ההסתברות שהמפיק (L) יפשוט רגל היא 1.0. הקורלציה בין שני האירועים (H ו-L) היא מקסימאלית. בתרחיש מסוג זה ההסתברות ששתי החברות יגיעו לאירוע כשל פירעון היא $P(H)$.
- $P(L | H) = P(L)$ - נניח כי בנק ממדינה א' בעל דירוג גבוה (H) ופיזור לקוחות רחב מעניק מכתב אשראי (LOC) לחברה בעלת דירוג נמוך (L) ממדינה ב'. בעוד שיתכנו נסיבות שבהן החברה עלולה להתמודד עם קשיים כלכליים בעצמה, סיכון האשראי שלה אינו מושפע מסיכון האשראי של הבנק כך שהתלות בין הישויות נמוכה. בתרחיש זה ההסתברות המותנת של אירוע כשל של החברה בהינתן שהבנק הגיע לכשל פירעון היא פשוט ההסתברות של החברה להגיע לאירוע כשל בפני עצמה- $P(L)$. כלומר האירועים L ו-H לא מתואמים וההסתברות המשותפת לאירוע כשל הוא המכפלה של הסתברותיהן בנפרד- $P(L) * P(H)$. במקרה זה הדירוג המשתמע גבוה מהדירוג של התומך.

⁴ בתיאוריה, ההסתברות המותנית יכולה לקבל במינימום ערך של 0-, במידה והמתאם בין הישויות הוא שלילי חזק, אולם פרקטית נתעלם מאפשרות זו ונשמר את הטווח הנזכר מעלה.

במציאות, ההסתברות לפשיטת רגל של הנתמך בהינתן שהתומך הגיע לכשל פירעון תנוע בטווח שבין שני ערכים אלו. לצורך פשטות נניח כי W - הוא משקולת הקורלציה בין L ו- H ומבטא ערכים בין המקסימום למינימום. ניתן עתה לבטא את ההסתברות המשותפת לאירוע כשל בין התומך והנתמך כ-

$$P(L \cap H) = W * P(H) + (1-W) * P(L) * P(H) \quad (1)$$

כלומר בהינתן שקיים דירוג לכל אחת מהישויות, נותר לקבוע את משקולת הקורלציה כדי לגזור את הדירוג בהינתן תמיכה חיצונית מלאה. כעת נרחיב את המודל להסתברויות שונות של תמיכה חיצונית.

הסתברות לתמיכה

מידת התמיכה של התומך בנתמך אינה נתון וודאי ברוב המקרים. במקרים מסוימים, למשל כאשר קיימת ערבות בלתי חוזרת של התומך למלוא החוב של הנתמך, המגובה בכתב ערבות, ניתן להניח תמיכה מלאה בהסתברות גבוהה. ואולם, במרבית המקרים התמיכה אינה ניתנת במפורש ו/או אינה מלאה ומוגבלת במגבלות שונות. באותם מקרים יש לבצע הערכה סובייקטיבית של ההסתברות לתמיכה.

נגדיר S - כשיעור התמיכה, או ההסתברות לתמיכה אשר יכולה לנוע בטווח שבין 0 ל-1. נסתכל שוב על שני מצבי קיצון: $S=0$ - כלומר אין תמיכה חיצונית. בתרחיש זה ההסתברות שחייב L יגיע לאירוע כשל עומדת על ההסתברות הכשל שלו $P(L)$. (ב) תמיכה מלאה $S=1$ - במקרה זה אירוע כשל יתרחש כאשר שני המנפיקים יגיעו לכשל פרעון. בתרחיש זה ההסתברות הכשל המשותפת תהיה $P(L \cap H)$ בדומה לנוסחא 1.

ההסתברות המשותפת לכשל פירעון בהינתן שיעור תמיכה מסוים הוא ממוצע משוקלל של שני תרחישים אלו בשיעור התמיכה:

$$P(L \cap H | S) = (1-S) * P(L) + (S) * P(L \cap H) \quad (2)$$

יישומים ודוגמאות

1. תמיכה מלאה וחובות מובטחים בערבות בלתי חוזרת ($S=1$) - נניח כי ישנה התחייבות המובטחת ע"י שתי ישויות, כלומר שני החייבים ביחד ולחוד אחראים לשירות החוב. אירוע כשל פירעון יתרחש רק אם שני החייבים יגיעו לכשל פירעון. נניח כי מנפיק L מדורג Baa2.il ומנפיק H מדורג A1.il; נניח כי על-פי ההסתברויות לכשל המתאימות לכל רמת דירוג הן 1.20% ו-0.19%, בהתאמה. בנוסף נניח כי משקולת הקורלציה היא 50%. בתרחיש זה ההסתברות הכשל המשותפת תעמוד על 0.10% והדירוג המשתמע הוא Aa3.il, הטבה של דרגת דירוג אחת מעל הדירוג הגבוה. הגדלת משקל הקורלציה ל-75% תניב הסתברות לכשל של 0.14% (דירוג נגזר של A1.il) והקטנתה ל-25% תניב הסתברות לכשל של 0.05% (דירוג נגזר של Aa2.il).

2. תמיכה חלקית - בהיעדר עדות פורמאלית על תמיכה מלאה ובלתי מסויגת במנפיק, תיבחן הנחה של תמיכה לפי אינדיקטורים איכותניים בעיקרם, המבססים את מידת החשיבות של הנתמך עבור התומך, כפי שפורטו לעיל. ההערכה לגבי אינדיקטורים אלו תתורגם למפתח ניקוד אשר גוזר את ההסתברות לתמיכה, שהינה בדרך כלל חלקית. בהינתן הדוגמא הקודמת ($W=50\%$), נניח כי $S=50\%$, אזי הדירוג המשתמע על פי נוסחא 2 הוא 0.65% הגוזר בקירוב דירוג של A3.il (לעומת Aa3.il בהנחה של תמיכה מלאה), דירוג הנמצא במחצית הדרך בין שני הדירוגים (A1.il ו-Baa2.il).

נספח ב' - גישה לדירוג מנפיק קשור למדינה על בסיס תמיכה בלבד, מבלי לקבוע הערכת אשראי בסיסית

כפי שתואר לעיל, הגישה של מידרוג לקביעת דירוג עבור מנפיק קשור למדינה הינה לקבוע הערכת אשראי בסיסית (BCA) המהווה נקודת מוצא ממנה מידרוג שוקלת את מידת השיפור בדירוג לאור הערכת הסבירות לתמיכת המדינה והשפעתה על דירוג המנפיק. מאפייני האשראי הבסיסיים של המנפיק (כגון: איתנות פיננסית, נזילות ונגישות למקורות מימון) משפיעים על הסבירות כי המנפיק יידרש לתמיכת המדינה והינם בעלי ערך אנליטי. על אף זאת, במקרים מסויימים (נדירים יחסית), מידרוג תדרג מנפיקים קשורים למדינה שמעמדם ופעילותם משולבים במידה גבוהה מאוד עם המגזר הציבורי בדירוג שווה או קרוב לסיכון המדינה ומבלי ליחס למנפיק הערכת אשראי בסיסית (BCA) על בסיס עצמאי, וזאת גם בהיעדר ערבות מפורשת מצד המדינה, או מנגון תמיכה מפורש מסוג אחר.

מאפיינים של מנפיקים קשורים למדינה מהסוג שמידרוג סבורה כי לא ניתן לקבוע עבורם BCA, ודירוגם נקבע על בסיס הערכת תמיכת המדינה בלבד או בעיקר, כוללים:

- זהות אינטרסים ויעדים קרובה ומתמשכת בין המנפיק הקשור למדינה לבין המדינה או שלוחה של המדינה, המתבססת על פעילות מוגבלת ובעלת אינטרס ציבורי מובהק שהוקנתה למנפיק הקשור למדינה, מתוקף רישיון או מנדט ציבורי, ובדרך כלל במעמד של ספק יחיד (מונופול).
 - מעמד משפטי מיוחד מסוג כלשהו, אשר מקנה למנפיק הקשור למדינה הגנה בפני פרוצדורה רגילה של חדלות פרעון, או קיומן של הוראות חוק המאפשרות את העברת התחייבויותיו לידי המדינה במקרה של פירוק.
 - סוכנויות ממשלתיות או ישויות בבעלות מלאה של המדינה. קיומה של אפשרות תיאורטית להפרטת המנפיק הקשור למדינה, אינה מהווה מגבלה לנקיטת גישה דירוגית על בסיס תמיכה בלבד, אולם ככל שקיימת סבירות לא מבוטלת להפרטה, באופן חלקי או מלא, הרי שמידרוג תישלול גישה דירוגית המתבססת על תמיכת המדינה לבדה.
 - מידה נמוכה מאוד של עצמאות תפעולית ואסטרטגית, תוך שליטה מועטה של המנפיק הקשור למדינה, אם בכלל, בגורמים המשפיעים על איתנותו הפיננסית. החלטות המפתח, רובן ככולן, מתקבלות בידי הממשלה, כמו למשל, תקציב פעילות המנפיק, סוגי השקעות והיקפן או מקורות המימון. השפעת הממשלה ניכרת גם באחריותה על מינוי הדירקטוריון וההנהלה הבכירה. פיקוח הממשלה על פעילות המנפיק הקשור למדינה הינו הדוק למדי ותדירות הדיווח למדינה גבוהה.
 - פעילותו של המנפיק הקשור למדינה שזורה בפעילות המדינה והן אינן ניתנות להפרדה. כך, ניתן לצפות לניוד של משאבים פיננסיים או לוגיסטיים בין המנפיק הקשור למדינה לבין המדינה גם במהלך עסקים רגיל.
 - היעדר משמעות נפרדת לביצועים ולמדדים הפיננסיים של המנפיק הקשור למדינה, כאשר אלו אינם רלוונטיים למידת סיכון האשראי הנצבת בפני המלווים ויתכן אף שבלתי אפשרי להעריך על בסיס עצמאי ובמנותק מהמדינה. מדדים המצביעים על האיתנות הפיננסית הפנימית של המנפיק, כגון הון עצמי, הכנסות, נזילות ורווחיות אינם נושאים ערך אנליטי, אלא בעיקר מידת הסבירות לקבלת תמיכת המדינה.
 - כשל פרעון של המנפיק הקשור למדינה יסב נזק משמעותי לסיכון האשראי של המדינה, ויחליש את יכולתה להשיג את יעדי המדיניות של המנפיק הקשור למדינה. לפיכך, הציפייה לתמיכת יוצאת דופן הינה קרובה ל-100%.
- מידרוג עשויה לשקול מאפיינים נוספים לגבי מידת התאמת המנפיק הקשור למדינה לגישת דירוג המבוססת על הערכת התמיכה בלבד, וזאת בהתאם למאפייני המנפיק, בכל מקרה לגופו.

דירוג המנפיק הקשור למדינה יהיה קרוב לסיכון הריבון, אך לא בהכרח זהה לו

בדירוג מנפיק קשור למדינה ללא הערכת אשראי בסיסית, מידרוג מתמקדת בסבירות לתמיכה מיוחדת, כאשר נקודת המוצא היא שמידת הוודאות לתמיכה מיוחדת הינה כמעט מלאה. עם זאת, בהיעדרה של ערבות פורמלית מפורשת, מידרוג עשויה לשקף מידה מסוימת של אי וודאות לגבי ההסתברות לתמיכת המדינה, על ידי הפחתה של רמת דירוג אחת או שתיים ביחס לסיכון הריבון, ובמקרים נדירים, אף יותר מכך. נוכח הייחודיות של המקרים הנדונים תחת גישה מתודולוגית זו, הכללים אינם חד משמעיים, וקביעת הדירוג

משקפת את שיקול הדעת של וועדת הדירוג בהתאם לנסיבות המקרה. סוגייה עיקרית הניצבת בפני וועדת הדירוג הינה לקבוע האם המדינה, בנסיבות בהן היא עצמה תתמודד בקושי פיננסי משמעותי, תבחר להעדיף את התחייבויותיה שלה על פני אלו של המנפיק הקשור למדינה. ככל שסיכון האשראי של המדינה מוערך כחלש יותר, וועדת הדירוג תישקול את ההשלכות של אירוע בו המנפיק הקשור למדינה המדינה יסבלו שניהם ממוצקה פיננסית, את המידה בה התמיכה תכביד את הנטל על המדינה, עד כמה פעילותו של המנפיק הקשור למדינה קריטית להתאוששות המדינה מהמשבר וכן באיזו מידה פעילויות אלו ניתנות להעברה ליישות פרטית אחרת.

קריטריונים לביסוס חוזק התמיכה

מעט שקבעה כי גישת הדירוג תתבסס רק על הערכת חוזק התמיכה, ללא הערכת אשראי בסיסית, נדרשת וועדת הדירוג להחליט האם דירוג המנפיק הקשור למדינה יהיה זהה לסיכון הריבון או נמוך ממנו (בדירוג מקומי, סיכון הריבון הינו Aaa.il). די בספק לגבי סבירות מלאה לתמיכה של המדינה במנפיק הקשור למדינה, על מנת להימנע מקביעת דירוג זהה לסיכון הריבון, ולבצע הפחתת דירוג (נוטשינג) ביחס לסיכון הריבון. בד בבד, הפער בין דירוג המנפיק הקשור למדינה לבין סיכון מדינה אינו אמור לעלות על שני נוטשים, אלא במקרים נדירים.

על מנת לקבוע כי דירוג המנפיק הקשור למדינה יהא זהה לסיכון הריבון, נדרשת וועדת הדירוג להחליט כי התנאים המופיעים להלן נענים ברובם, אחרת סביר להניח כי דירוג המנפיק הקשור למדינה יופחת מתחת לסיכון הריבון. מידורג מעריכה כי כאשר הריבון מוערך כחסר סיכון והתנאים להלן נענים ברובם, סביר להניח כי המנפיק הקשור למדינה ידורג בדירוג זהה לסיכון הריבון.

- התרחיש לפיו המדינה תבחר להעדיף את חובותיה שלה על פני אלו של המנפיק הקשור למדינה הינו בלתי סביר לחלוטין, כפי שניתן להעריך זאת כיום. במקום זאת, קיימת סבירות גבוהה ביותר שהמדינה תנהג בהתחייבויות המנפיק הקשור למדינה פארי פאסו עם התחייבויותיה שלה וזאת בכל הנסיבות האפשריות. אף כי אין זה תנאי הכרחי על מנת לקבוע תמיכה מלאה, אם קיים טרק רקורד רלוונטי לתמיכה יוצאת דופן של המדינה במנפיק הקשור למדינה, הרי שיש בכך לחזק את הסבירות לתמיכה גם בעתיד.
- מידת החוזק הפיסקלי והמוסדי של המדינה הנה גבוהה ביותר והמדינה מקנה ביטחון רב בכך שאיכות האשראי של המנפיק הקשור למדינה בלתי ניתנת להפרדה מזו של המדינה. יחד עם זאת, ככל שחלה הרעה במצבה הכלכלי של המדינה, והמדינה נתונה תחת לחץ כלכלי גבוה, גדל הסיכון כי המדינה תעדיף את התחייבויותיה שלה על פני אלו של המנפיק הקשור למדינה, כך שבנסיבות אלו סביר שדירוג המנפיק הקשור למדינה יופחת ביחס לסיכון הריבון.
- המדינה צפויה לסבול מנזק תדמיתי קשה אילו המנפיק הקשור למדינה יכנס לכשל פרעון, ויהיה בכך לפגוע במידה רבה באמון הציבור במדינה. ככל שהמנפיק הקשור למדינה נתפס כזרוע ארוכה של המדינה, וכזה שהחלטות המפתח לגביו (אסטרטגיה, תקציב והשקעות, גיוס חוב וכד) מתקבלות בידי המדינה, כך עולה חומרת הפגיעה התדמיתית במדינה ואובדן האמון. קיימת חקיקה לפיה נדרשת הממשלה לספק תמיכה יוצאת דופן גם בהיעדרה של ערבות מפורשת, בדרך כלל בצורה של העמדת כתב נוחות (אשר לבדו, אין בו להצדיק דירוג זהה).
- המנפיק הקשור למדינה מחזיק בנכסים חיוניים, אשר הממשלה לא תאפשר העברתם לשליטת נושים או צד שלישי כלשהו (לרבות הפרטה), או שהוא בעל פונקציה חיונית לתפקוד המשק, אשר לא ניתן להעבירה לידי המגזר הפרטי במחיר סביר. דוגמאות לכך כוללות תשתיות לאומיות חיוניות או מוסדות פיננסיים הממלאים תפקיד מפתח בניתוב מקורות מימון לחלקים נרחבים בציבור או במשק.
- הריבון אינו מצוי תחת לחץ כלכלי חריג במידה אשר יש בה כדי להשפיע על יכולתו לתמוך במנפיק הקשור למדינה. יכולת התמיכה של המדינה מושפעת מגורמים שונים בסביבה המאקרו כלכלית. שינויים בסביבה הכלכלית עלולים לגרום לתיעודף בין התחייבויות שונות של המדינה ולהשפיע על יכולת המדינה לתמוך במנפיק הקשור למדינה.

© 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 שיתנה 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 מוסדיים והיה זה בלתי אחראי ובלתי הולם למשקיע מוסדי לעשות שימוש בדירוגים של מידרוג או בפרסומיה בקבלתה של החלטת השקעה על ידו. בכל מקרה של ספק, מן הראוי שיתיעץ עם יועץ פיננסי או מקצועי אחר.

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

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

מידרוג מקיימת מדיניות ונהלים ביחס לעצמאות הדירוג ותהליכי הדירוג.

דירוג שהונפק על ידי מידרוג עשוי להשתנות כתוצאה משינויים במידע שעליו התבסס הדירוג ו/או כתוצאה מקבלת מידע חדש ו/או מכל סיבה אחרת. עדכונים ו/או שינויים בדירוגים מופיעים באתר האינטרנט של מידרוג שכתובתו: <http://www.midroog.co.il>