

# דירוג חובות נחותים, מכשירים היברידיים ומניות בכורה בתחום מימון תאגידי

הזמנה להגיש הערות מהציבור | נובמבר 2019

## אנשי קשר:

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

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

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

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

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

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

## הזמנה להגיש הערות מהציבור

הזמנה זו להגיש הערות מהציבור מתארת את השינויים שבכוונת מידרוג לבצע למתודולוגיה דירוג חובות נחותים, מכשירים היברידיים ומניות בכורה בתחום המימון התאגידי שפורסמה על ידה באוגוסט 2018 (להלן: "המתודולוגיה המוצעת" ו-"המתודולוגיה הקיימת" בהתאמה).

### להלן עיקרי השינויים במתודולוגיה הקיימת:

- מיקוד השיקולים להפחתת דרגות הדירוג לדירוג מכשירים נחותים, היברידיים ומאפייני המכשירים, בנוסף למניות בכורה. שינוי אופן הפחתת דרגות הדירוג במכשירים נחותים, היברידיים ומניות בכורה כמתואר בטבלה 1.
- הוספת "סלים" למשקל ההוני שניתן למכשירים היברידיים, בנוסף ל"סלים" של 0%, 50% ו-100%, יתווספו "סלים" של 25% ו-75%.
- הבהרות ודוגמאות להמחשת אופן יישום המתודולוגיה בהיבט ההכרה במשקל הוני למכשירים היברידיים.
- הבהרה בנוגע למשקל ההוני של קרנות ריט.

ככל שהמתודולוגיה המוצעת תיכנס לתוקף, תיבחן מידרוג את השפעתה על כלל המנפיקים הרלוונטיים המדרגים על ידה. מידרוג מעריכה כי השינוי המתודולוגי אינו צפוי לשאת השלכות לשינוי הדירוגים שהונפקו על ידה.

המתודולוגיה המוצעת מוצגת כטיוטה בתקופת ההערות לציבור. בתום תקופה זו ייבחנו ההערות שיתקבלו, ובהתאם יגובש הנוסח הסופי של המתודולוגיה החדשה. הציבור מוזמן להעביר את התייחסותו באמצעות דואר אלקטרוני [RFC@midroog.co.il](mailto:RFC@midroog.co.il) עד לתאריך 04.12.2019.

## הקדמה

מטרת דוח זה הינה להסביר את גישת מידרוג להערכת סיכוני אשראי הגלומים במכשירי חוב נחותים, היברידיים ומניות בכורה, ואשר יש בהם כדי להשפיע על כושר החזר האשראי של מנפיקים ומכשירי חוב. כמו כן מטרת דוח זה הינה להסביר את שיקולי מידרוג בקביעת המשקל ההוני של מכשירים היברידיים, מניות בכורה והלוואות בעלים. הדוח נועד לשקף את המאפיינים האיכותיים והכמותיים העיקריים שמשפיעים על דירוגי מכשירי חוב נחותים, היברידיים ומניות בכורה ועל קביעת המשקל ההוני של המכשירים היברידיים.

בדוח מתודולוגי זה אנו מציגים פרמטרים עיקריים לדירוג מכשירי חוב נחותים, היברידיים ומניות בכורה וכן פרמטרים לבחינת המשקל ההוני של מכשירים היברידיים (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 של תאגידיים ביחס למכשירים השונים ולסכם את הפרמטרים העיקריים שהינם, בדרך כלל, בעלי החשיבות הגדולה ביותר לקביעת דירוגים של מכשירי חוב נחותים, היברידיים ומניות בכורה וכן לקביעת המשקל ההוני של מכשירים היברידיים והלוואות בעלים. 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 בענף זה. יתרה מזאת, מכיוון שדירוגים הינם צופים פני עתיד, מידרוג לוקחת בחשבון הערכה של מגמות בדבר הסיכונים והגורמים הממתנים, באופן איכותי.

כתוצאה מהאמור, סביר להניח כי הדירוג בפועל לא יהיה בהכרח זה הנגרז המקווים המנחים. גישתנו לבחינת דירוג המנפיק, המהווה עוגן לדירוג חובות אלו, מתוארת בדוחות המתודולוגיים הרלוונטיים לכל ענף. ניתן לעיין בדוחות המתודולוגיים באתר מידרוג<sup>1</sup>.

בדוח מתודולוגי זה נציג את הנושאים הבאים: (1) תחולת המתודולוגיה (2) מאפיינים כלליים של חובות נחותים וחובות היברידיים (3) מאפיינים כלליים של מניות בכורה (4) שיקולים בדירוג חובות נחותים, מכשירים היברידיים ומניות בכורה (5) הנחות יסוד במתודולוגיית הדירוג (6) מגבלות (7) דוחות קשורים (8) נספח א - קווים מנחים להכרה במרכיב הוני עבור מכשירים היברידיים, מניות בכורה והלוואות בעלים (9) נספח ב - המחשה לאופן יישום המתודולוגיה (10) נספח ג - תקרת הרכיב ההוני במכשירים היברידיים.

מידרוג בוחנת ומעדכנת את מתודולוגיות הדירוג בהתאם לצורך.

## תחולת המתודולוגיה

מתודולוגיה זו חלה על חובות נחותים, מכשירים היברידיים ומניות בכורה המונפיקים על ידי תאגידיים. התייחסות ספציפית לשיקולי דירוג ומאפייני מכשירי חוב נחותים והיברידיים בבנקים, חברות ביטוח וחברות כרטיסי אשראי וכן חובות נחותים בפרויקטים ניתן למצוא במתודולוגיות הענפיות רלוונטיות.

מכשירים היברידיים ומניות בכורה כוללים לרוב שילוב הן של מאפיינים הוניים והן של מאפייני חוב. בהקשר זה יודגש כי מידרוג תדרג מכשירים אלו כל עוד מתקיימים שני התנאים הבאים במצטבר: (1) המכשירים נושאים מאפייני חוב, כלומר קיימת התחייבות מוגדרת<sup>2</sup> של המנפיק לתשלום החוב; (2) במידה וקיימים טריגרים לתשלום/אי תשלום קופון או קרן במכשיר, עליהם להיות קשורים לסיכון האשראי של המנפיק, או למבחני החלוקה בהתאם לדין החל עליו.

<sup>1</sup> [www.midroog.co.il](http://www.midroog.co.il)

<sup>2</sup> סכום התשלום קשור חוזית בהתרחשות אירוע הקשור לסיכון אשראי ואינו כפוף למקור משתנה בלתי צפוי, כמו הצמדה לביצועי מדד מסוים. נדגיש כי הצמדה לריבית ו/או למדד המחירים אינה נחשבת על ידנו כמקור משתנה.

## מאפיינים כלליים של חובות נחותים ומכשירים היברידיים

חובות נחותים ומכשירים היברידיים נושאים בדרך כלל מאפיינים אשר מגדילים את ההפסד הצפוי בעת כשל פירעון ואף לפניו, וככאלה מהווים ביחד עם ההון העצמי כרית ספיגה לחובות הבכירים ולחברה במידה וחלה הידרדרות בביצועי החברה ועלייה בסיכון האשראי. בשל כך מאפייניהם העיקריים כוללים נדחות חוזית ואף תזרימית בחלק מהמקרים. חובות נחותים יכולים לכלול חובות הנחותים לחובות אחרים בחדלות פרעון, חובות נחותים במפל התשלומים, חובות נחותים במבנה האחזקות של החברה, חובות המוגבלים בזכותם להביא לפירוק החברה, חובות הנדחים לאחר תשלום כלל החובות בחברה ועוד סוגים שונים.

בנוסף למאפייני הנחיות לעיל, מכשירים היברידיים כוללים גם מנגנוני ספיגת הפסדים (דחיית או מחיקת) המרת תשלומי ריבית וקרן), אשר הינם חלק מהמאפיינים ההוניים של המכשיר. במכשירים היברידיים קיימים גם מאפייני חוב, בעיקר לוח סילוקין מוגדר חוזי, אף אם אי שירותו לפי תנאי המכשיר לא יוביל לכשל פירעון כולל. ייתכנו גם מכשירים היברידיים הניתנים להמרה במועדים קבועים מראש.

## מאפיינים כלליים של מניות בכורה

מקרה פרטי אפשרי של מכשיר היברידי הינו מניית בכורה. מכשיר זה עשוי לשאת מאפיינים של חוב, על פני הרצף שבין מכשיר היברידי לבין מכשיר הוני. מניית בכורה מוגדרת כמניה אשר על פי תקנון החברה מעניקה לבעליה זכות עודפת על פני יתר המניות בקשר לתשלום דיבידנד ולרוב אינה כוללת זכויות הצבעה. מניה זו נחותה במפל התשלומים ובחדלות פירעון ביחס לרוב התחייבויות החברה למעט בכירות בפירוק וברוחים ביחס למניות רגילות. מניות בכורה משלבות מאפייני חוב בכך שהן משלמות, בכפוף למבחי החלוקה והחלטת החברה, שיעור קבוע ונקוב של דיבידנד (יכול ויהיה מוצמד למדד מסוים או ריבית) במועדים שנקבעו מראש ומאפייני הון נוכח פוטנציאל עליית מחיר, נדחות, ספיגת הפסדים ואופציה על נכסי החברה. כמו כן, בניגוד לחוב רגיל, אי תשלום למניות בכורה אינו יוצר בהכרח אירוע כשל פירעון בחברה. אולם, אי תשלום דיבידנד במועד החוזי לבעלי מניות הבכורה עלול להביא לכך שמידרוג תסווג חוב זה כחוב פגום (Impaired)<sup>3</sup>. סוג מניות זה: (1) מהווה דרך זולה יחסית לגיוס הון ביחס להנפקת מניות רגילות תוך הימנעות מדילול בעלי המניות הרגילות; (2) עשוי להיחשב כהון (מלא או חלקי) לפי כללי החשבונאות ולפי מבחנים כלכליים ובכך להקטין את מינוף החברה; (3) מעניק גמישות פיננסית וגיוון מקורות המימון תוך סיכון חדלות פירעון נמוך יותר.

## שיקולים בדירוג חובות נחותים, מכשירים היברידיים ומניות בכורה

דירוג חובות נחותים, מכשירים היברידיים ומניות בכורה נגזר מדירוג המנפיק (אשר לרוב זהה לדירוג החוב הבכיר הלא מובטח), המשמש עוגן לדירוג כל התחייבויות המנפיק. מאפייניהם הספציפיים של מכשירי החוב השונים מקבלים ביטוי באמצעות הפחתת דרגות דירוג ("notching"), בכדי ליצור בידול הולם ביחס להפסד הצפוי היחסי הנגזר ממאפייני המכשיר ויכולתו לספוג הפסדים כאשר המנפיק מוגדר עדיין "עסק חי". באופן כללי, ככל שדירוג המנפיק נמוך יותר, כך גדלה ההסתברות לכשל פירעון, ומכאן לספיגת הפסדים על ידי המכשירים הנחותים וההיברידיים.

**קביעת הדירוג של חובות נחותים, מכשירים היברידיים ומניות בכורה נעשית במנגנון של הפחתת דרגות הדירוג ביחס לדירוג המנפיק, בהתאם לקווים המנחים בטבלה 1 להלן, ובהתבסס על השיקולים העיקריים הבאים:**

(1) **נחיתות (נדחות) חוזית בפירוק ונחיתות תזרימית במפל התשלומים (במהלך העסקים השוטף)** - החוב הנחות מאופיין בנדחות ביחס לזכויותיהם של חובות בכירים יותר בתזרים ו/או בפירוק. אנו נבחן את הסולם ההיררכי במדרג חובות החברה, כאשר הקבוצות המרכזיות בסדר היררכי מחוב להון הן: חוב בכיר (מובטח ולא מובטח), חוב נחות על גווניו השונים (כולל שטרי הון ומכשירים היברידיים), מניות בכורה ומניות רגילות. סולם זה אמור לשקף נחיתות חוזית העלולה להשפיע לשלילה על שיעור השיקום של החובות הנחותים וכן את המידה בה מכשירים אלו מהווים כרית ספיגה ביחס למכשירים בכירים יותר. ככל שנחיתות זו מתבטאת גם במהלך העסקים השוטף, כלומר במידה וקיימת גם נחיתות תזרימית, החוב הנחות מהווה כרית

<sup>3</sup> ראה מסמך סולמות והגדרות הדירוג של מידרוג

ספיגה טובה יותר לחובות הבכירים ועלול לספוג הפסדים גבוהים יותר ביחס למכשיר בעל נחיתות חוזית רק בפירוק, וכנגד עלול לספוג הפחתת דירוג משמעותית יותר.

(2) **קיומם של הדקים המפעילים מנגנון ספיגת הפסדים** - ככל שבמכשיר נקבעו מראש הדקים מחייבים, אשר התרחשותם כופה על החברה דחיית תשלומים (קופון) וככל שסבירות התרחשות ההדקים המאפשרים דחייה של התשלום למשקיעים גבוהה יותר, כלומר הפעלת מנגנון ספיגת הפסדים אינו בשליטתה הבלעדית של החברה, המכשיר יהיה בעל מאפיינים הוניים חזקים יותר והפחתת הדירוג תהיה גדולה יותר. ולהיפך, ככל שלא נקבעו הדקים מחייבים, אשר התרחשותם כופה על החברה דחיית תשלומים ו/או ככל שהאירועים שיגרמו לדחיית תשלומים הם בעלי סבירות נמוכה, המכשיר יהיה בעל מאפיינים הדומים יותר לחוב והפחתת הדירוג תהיה מתונה יותר. בהקשר זה אנו בוחנים גם מנגנונים הקושרים את פירעון המכשיר בפירעון של מכשירים בכירים/נחותים יותר ובפרט, כאשר ישנה תקופת המתנה ארוכה יחסית.

(3) **מנגנון השהיית התשלום** - אנו נבחן את סוג ההתחשבות: האם הקופונים/דיבידנדים והקרן נצברים, נמחקים, או מומרים למניות. ככל שהמכשיר עלול לספוג הפסדים קבועים וגבוהים יותר ולאפשר הגנה לחובות בכירים יותר ולמנפיק, דירוג המכשיר יהיה נמוך יותר יחסית לדירוג המנפיק ומאפייניו יהיו דומים יותר להון מאשר לחוב.

(4) **אופציות גלומות להמרה במכשיר בשליטת המנפיק** - ככל ואופציית המרה יהיו בשליטת המנפיק ויבוצעו באמצעים הוניים כך המכשיר יקבל מאפיינים הוניים יותר, והפחתת דרגות הדירוג תהיה גדולה יותר.

(5) **תקופה לפדיון** - התקופה לפדיון החל ממועד הנפקת המכשיר ועד לפדיון הסופי של המכשיר, אלא אם המכשיר צמית (ללא מועד פדיון לקרן). יתר הדברים קבועים, מכשירים צמיתים או קרובים לכך (גם כתלות באופציות גלומות אשר יכול וישפיעו על משך החיים האפקטיבי של המכשיר), הם בעלי, משקל הוני גבוה יותר ויספגו הפחתת דרגות דירוג גדולה יותר.

(6) **שיקולים ספציפיים בדירוג מניות בכורה** - רמת הוודאות לגבי החלוקה השוטפת הינה שיקול חשוב בדירוג מניות הבכורה, היות וחלוקת דיבידנדים לאחר עמידה בתנאי החלוקה הינה לשיקול דעתו של דירקטוריון המנפיק. מידרוג לוקחת בחשבון גם את מבחני החלוקה לפי הדין החל על החברה. גורמים שיש בהם להעלות את רמת הוודאות לגבי חלוקה שוטפת כוללים את מדיניות החלוקה של המנפיק, כפי שבאה לידי ביטוי גם בהיסטוריית החלוקה של המנפיק ובהתחייבויות המנפיק במסגרת מסמכי המימון של המכשיר.

(7) **תמיכה חיצונית** - במידה ודירוג המנפיק כולל בתוכו הנחה לתמיכה חיצונית, ועדת הדירוג תשקול האם המכשיר צפוי ליהנות מאותה התמיכה גם כן. ככל ונעריך שקיימת תמיכה חיצונית למכשיר היברידי, נשקול להוסיף דרגות דירוג אשר ישקפו את ההסתברות והיכולת לתמיכה.

בטבלה 1 להלן מוצגים קווים מנחים להפחתת דרגות הדירוג של חובות נחותים, מכשירים היברידיים ומניות בכורה, בהתאם לשיקולים המפורטים לעיל. ייתכנו נסיבות מיוחדות הקשורות במנפיק או תנאים אחרים של מכשיר החוב ומבנה החוב השל המנפיק בכלל, אשר ייבחנו בהתאם לכל מקרה ומקרה ועל פי שיקול הדעת של ועדת הדירוג, כך גם, יתכנו מקרים בהם תהיה חריגה מטווח הפחתות הדירוג המתואר להלן.

לתיאור והדגמה של הקווים המנחים להכרה במרכיב הוני עבור מכשירים היברידיים, מניות בכורה והלוואות בעלים אנו מפנים לנספחים א'-ג' לדוח מתודולוגי זה.

## טבלה 1- קווים מנחים להפחתת דרגות דירוג במכשירים נחותים, היברידיים ומניות בכורה ביחס לדירוג המנפיק

מספר דרגות הדירוג המופחתות	סוג המכשיר
-	חוב בכיר לא מובטח
1	חוב נחות רגיל
1-2	מכשיר היברידי*
2-3	מניות בכורה/מכשיר היברידי בנחיתות עמוקה**, ***

\* במסגרת כלל השיקולים שפורטו לעיל, ככל שסבירות התקיימות ההדקים גבוהה יותר, דירוג המכשיר יהיה נמוך יותר ביחס לדירוג המנפיק.

\*\* על מנת שמכשיר היברידי ייחשב כמניית בכורה, נדרש שיתקיימו לגבי התנאים הבאים: מכשירים בעלי נחיתות עמוקה ביותר ובדרך כלל המכשיר הנחות ביותר מעל ההון העצמי; לא יכול להוביל לכשל או כשל צולב; נושא השפעה מוגבלת בהליכי חדלות פירעון או ארגון מחדש של חובות.

\*\*\* דירוג מניות הבכורה ייבחן בין היתר בהתחשב בוודאות חלוקת הרווחים והמגבלות החלות עליה.

## שיקולים נוספים

אנו עשויים לבחון מדדים איכותיים ופיננסיים שלא הוזכרו לעיל ואשר ייבחנו בכל מקרה לגופו בהתאם לשיקול הדעת של וועדת הדירוג. מאפיינים אלו יכול שיקללו נסיבות כגון: המוטיבציה של החברה לפרוץ את ההדק (הטריגר). לדוגמא, מחיקת קרן המכשיר או הקופון/דיבינד לועמת המרתו למניות עלולה לדלל את בעלי המניות ועל כן התמריץ להפרת הטריגר עשוי להיות שונה בחברות עם גרעין שליטה ו/או בעלי מניות דומיננטיים לעומת חברות עם מבנה בעלות מבוזר. כאשר נעריך שהמוטיבציה לפרוץ את הטריגר גבוהה יחסית נשקול האם להוריד דרגות דירוג נוספות ביחס לדירוג המנפיק.

כמו כן, במקרים מסוימים, כאשר מנפיק מתקרב למצב של כשל פירעון תיתכן הפחתת דרגות דירוג נוספות.

## הנחות יסוד במתודולוגית הדירוג

הנחות היסוד במתודולוגיית הדירוג 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 בכומר החזר האשראי.

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

## מגבלות

בחלקי הדוח הקודמים ונספחים הוצגו הפרמטרים בקווים המנחים ושיקולים נוספים אשר עשויים להיות חשובים בקביעת הדירוג וכן הנחות יסוד מסוימות. בחלק זה, מוצגות מגבלות הקווים המנחים ומגבלות כלליות של המתודולוגיה.

## מגבלות שימוש בקווים מנחים

ישנן סיבות שונות לשוני בין התוצאה המשתמעת מהקווים המנחים לבין הדירוגים בפועל. הקווים המנחים במתודולוגיה זו הינם כלי פשטני המתמקד בגורמי כומר החזר האשראי היחסי. שיקולי הפסד צפוי ושיעורי שיקום, אשר בדרך כלל חשובים יותר ככל שהמנפיק מתקרב לכשל פירעון, ייתכן ולא ישתקפו בצורה מלאה בקווים המנחים. כמו כן, השימוש בקווים המנחים עשויה להתאים פחות למנפיקים ברמות דירוג גבוהות מאוד או נמוכות מאוד.

החשיבות 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 ולהלן, עשויים להיות בעלי חשיבות לדירוג והחשיבות היחסית שלהם עשויה להיות שונה בין מנפיק למנפיק. כמו כן, ייתכן כי שיקולים מתודולוגיים המפורטים במתודולוגיה או במתודולוגיות דירוג רוחביות יהיו רלוונטיים לדירוגים בענף זה. 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 הממתנים, באופן איכותי.

### 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, ועשויות 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 רוחביים (המתוארים במתודולוגיה או מתודולוגיות דירוג רוחביות) 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: 03.11.2019

## נספח א - קווים מנחים להכרה במרכיב הוני עבור מכשירים היברידיים, מניות בכורה והלוואות בעלים

מידרוג מסווגת מכשירים היברידיים ומניות בכורה ל-5 "סלים" על הספקטרום שבין חוב להון: (1) 0% הון; (2) 25% הון; (3) 50%; (4) 75% הון ו- (5) 100% הון. יחד עם זאת, במידה ומנפיקים קרובים לכשל פירעון, סיווגו של המכשיר ההיברידי יהיה בהתאם לזכויות בפירוק: משקל של 100% הון יינתן עבור מכשירים נחותים מאוד כדוגמת מכשירים שאינם בעלי חוב בפירוק ואינם יכולים להעמיד את ההתחייבות כלפיהם לפירעון מיידי (מניות בכורה למשל), ואילו משקל של 0% הון יינתן למכשירים בעלי מעמד של חוב בסדר הנשייה בפירוק. לגישתנו, מנפיקים הקרובים לכשל פירעון ונוטים להיות בעלי מבנה הון דינאמי והנחת הבסיס הינה כי חברות הקרובות לכשל פירעון יעשו שימוש במנגנונים לספיגת הפסדים בסבירות גבוהה.

הסיווג לעיל ישפיע בעיקר על מבנה והרכב ההון במאזן וכנגזר על יחסי המינוף המאזניים והתזרימיים של המנפיק.

בנספח זה נתאר את הקווים המנחים להכרה במרכיב הוני עבור מכשירים היברידיים ומניות בכורה וכן הלוואות הבעלים.

### שיקולים ראשיים בבחינת סיווג המכשיר והתאמתו לסל הרלוונטי

כשלב מקדמי בבחינת מכשיר היברידי או מניית בכורה לשם סיווגו לסל הרלוונטי אנו מנתחים 3 שאלות:

1. האם המכשיר סופג הפסדים ומשמר נזילות כאשר החברה עודנה "עסק חי"?
2. האם המכשיר סופג הפסדים בכשל פירעון?
3. האם המכשיר יהיה זמין לכשיזדקקו לו?

#### 1. האם המכשיר סופג הפסדים ומשמר נזילות כ"עסק חי"?

אנו נייחס שווי הוני רב יותר למכשירים היברידיים שסיפגו הפסדים או ישמרו נזילות כאשר החברה עודנה "עסק חי", באמצעות מנגנוני דחיית קופונים לפני הגעה לכשל פירעון, ובעיקר כאלה ללא מנגנון צבירה, ו/או מנגנון מחיקה של החוב או המרה להון; ככל שההדקים (הטריגרים) לדחיה, מחיקה או המרה של תשלומים הינם מחמירים יותר, מעיד הדבר על יכולת ספיגת הפסדים גבוהה יותר טרם ההגעה לכשל פירעון אשר תספק הגנה לשכבות חוב בכירות יותר ועל כן המכשיר יקבל משקל הוני גבוה יותר.

#### 2. האם המכשיר סופג הפסדים בכשל פירעון?

מכשיר שבאופן כללי לא יספוג הפסדים עד אשר החברה תהיה קרובה לכשל פירעון, יסווג כבעל שווי הוני נמוך יותר, או ללא שווי הוני כלל, במידה וסיפוג הפסדים רק בהגעה לכשל פירעון. כלומר, במקרים אלו כרית ספיגת הפסדים עבור חובות בכירים יותר אינה מספקת הגנה מפני כשל פירעון ואינה גבוהה משמעותית ממאפייני הנחיות החוזית בכשל פירעון. דוגמאות למאפייני מכשירים אלו כוללים, בין היתר, צבירת קופונים, קיומה של תקופת המתנה להפעלת מנגנון ספיגת הפסדים, וכן כאשר ההחלטה לדחות ו/או לשמוט את התשלום הינה של המנפיק ו/או כפופה להדקים חלשים.

#### 3. האם המכשיר סופג הפסדים יהיה זמין כאשר יזדקקו לו?

האם המכשיר יהיה זמין לספוג הפסדים בעת הצורך ובפרט אם קיימת בו אופציה לפירעון מוקדם שסביר כי תופעל. מכשיר שמידרוג תעריך כי לא יהיה זמין בעתיד לספיגת הפסדים והגנה מכשל פירעון (כתוצאה ממימוש כפוי או וולונטארי של האופציה), יקנה לו משקל הוני נמוך יותר. ניתוח זה יושפע הן מתקופת הפדיון החוזית והאופציונאלית (במידה וקיימת) של המכשיר ותנאי החלפתו (במידה ורלוונטי נוכח התניות רגולטוריות, או חוזיות) והן מסבירות הפדיון המוקדם, בין היתר בבחינת מנגנוני התאמת ריבית אשר עשויים להוות תמריץ לפדיון מוקדם, כתלות במנגנון.

### קווים מנחים בקביעת המשקל ההוני למכשיר ההיברידי ולמניות בכורה

לצורך סיווג כל מכשיר מידרוג בוחנת 5 מאפיינים עיקריים, כאשר לכל פרמטר נקבע שיעור מקסימלי של הכרה בהון. שיעור המשקל ההוני למכשיר הינו, בדרך כלל, הנמוך ביותר מבין שיעורי ההכרה המקסימליים שנגזר בכל מאפיין. לפירוט שיעור ההכרה המקסימלי ראו נספח ב'. שיעור הקצאת ההון ייקבע בהתאם למאפיינים העיקריים להלן:



- קיומם של הדקים המפעילים מנגנון ספיגת הפסדים** - ככל שבמכשיר נקבעו מראש הדקים מחייבים, אשר התרחשותם כופה על החברה דחיית תשלומים וככל שסבירות התרחשות ההדקים המאפשרים דחייה של התשלום (קופון) למשקיעים גבוהה יותר, כלומר הפעלת מנגנון ספיגת הפסדים אינו רק בשליטתה הבלעדית של החברה, המכשיר יהיה בעל מאפיינים הוניים יותר. ולהיפך, ככל שלא נקבעו הדקים מחייבים, אשר התרחשותם כופה על החברה דחיית תשלומים ו/או ככל שהאירועים שיגרמו לדחיית תשלומים הם בעלי סבירות נמוכה, המכשיר יהיה בעל מאפיינים הדומים יותר לחוב. בהקשר זה ניתנת התייחסות גם למנגנונים הקושרים את פירעון המכשיר בפירעון של מכשירים בכירים/נחותים יותר ובפרט, כאשר ישנה תקופת המתנה ארוכה יחסית. בהקשר זה מידרוג תסווג את ההדקים ל-4 סוגים עיקריים: הדקים מחייבים חלשים<sup>4</sup>, הדקים אופציונליים מוגבלים<sup>5</sup>, הדקים אופציונליים<sup>6</sup>, הדקים מחייבים (ואופציונליים) חזקים<sup>7</sup>.
  - מאפייני השהיית התשלום** - בהיעדר הדקים מחייבים וחזקים, האבחנה בין צבירת קופונים לבין מחיקת קופונים תהיה מועטה, בדרך כלל וזאת בשל הציפיה של מידרוג כי מנפיקים יעמדו בתשלומי הקופון באופן שוטף, למעט כאשר הם מתקרבים למצב של כשל פירעון כולל. עם זאת, בהתקיים הדקים מחייבים וחזקים לעצירת תשלום, העדר אפשרות לצבור קופונים (מחיקה), עשוי להקנות למכשיר משקל הוני גבוה יותר מאשר במכשיר הכולל אפשרות של צבירה.
  - נחיתות (נדחות) תזרימית ובחללות פירעון** - אנו בוחנים עד כמה במהותו המכשיר דומה יותר להון מאשר לחוב בסדר הנשייה הן במהלך עסקים שוטף והן בכשל פירעון וביחס לחובות קיימים אחרים. כך, ככל והמכשיר צפוי לספוג הפסדים כשהחברה "עסק חיי" הוא יקבל שווי הוני גבוה יותר לעומת כזה שספוג הפסדים רק בסמוך לכשל פירעון. על מנת שמכשיר היברידי ייחשב כמניית בכורה לצורך שווי הוני, נדרש שיתקיימו לגבי התנאים הבאים: מכשירים בעלי נחיתות עמוקה ביותר ובדרך כלל המכשיר הנחות ביותר מעל ההון העצמי; אינו יכול להוביל לכשל או כשל צולב; נושא השפעה מוגבלת בהליכי חדלות פירעון או ארגון מחדש של חובות.
  - תקופה לפדיון** - בשיקול זה אנו בוחנים את אורך התקופה לפדיון המכשיר ואת התמריצים לפדיון מוקדם של המכשיר ככל שקיימת אופציה כזו בתנאי המכשיר. התקופה לפדיון יכולה לנוע החל ממספר שנים בודדות ועד למכשירים צמיתים. ככל שהתקופה ארוכה יותר דומה המכשיר להון מאשר לחוב. מידרוג תסווג את התקופות לפדיון בהתאם לקבוצות הבאות: (1) עד 20 שנים (2) 20 עד 59 שנים (3) 60 שנים ומעלה. למכשיר עם תקופת פדיון התחלתית הקצרה מ-20 שנים לא יוקצה משקל הוני. מכשירים עם מועד פדיון התחלתי של 60 ומעלה ייחשבו בעינינו כצמיתים. בהגיע 10 שנים לפני מועד הפדיון הסופי, מכשיר היברידי שהוקצה לו משקל הוני עד כה, לא יקבל משקל הוני כלל. אופן הפחתה זה במשקל ההוני, בהתאם למשך השנים ההתחלתי לפדיון סופי וכן בהתאם לשנים הנותרות לפדיון סופי, הינו פשטני, על אף שבפועל ישנה רציפות בהפחתת המשקל ההוני לאורך השנים.
- במסגרת בחינת תקופת הפדיון המוקדם יינתן דגש לתמריץ של המנפיק לבצע פדיון מוקדם, כדוגמת מנגנון התאמה לריבית (step up). קיומו של מנגנון התאמת ריבית עלול להגביל את תקופת הפדיון האפקטיבית של המכשיר למועד אופציית הפדיון הראשונה. בהתאם לכך, ככל שעליית הריבית במנגנון התאמת הריבית הינה גבוהה יותר, שיעור המשקל ההוני שיינתן למכשיר נמוך יותר. עבור מכשירים היברידיים הנושאים תוספת ריבית (step up) לאורך חיי המכשיר, ולפחות במהלך 10 השנים הראשונות ממועד ההנפקה, בשיעור משמעותי ביחס לריבית הנקובה (למשל של 100 נקודות בסיס ומעלה), תקופת הפדיון ייחשב כמועד תקופת אופציית הפדיון הראשונה לאחר תוספת הריבית כמתואר לעיל.
- ייתכן ותקרת תוספת הריבית תעודכן כתלות בסביבת הריבית במשק.

<sup>4</sup> אשר יתממשו בנסיבות קרובות לכשל פירעון כולל של המנפיק.

<sup>5</sup> הדקים אופציונליים מוגבלים הינם כאשר המנפיק יידחה תשלומים רק לאחר תקופת המתנה ארוכה יחסית בה אינו משלם למכשירים אחרים.

<sup>6</sup> בשיקול דעת בלעדי של החברה וללא תנאים אובייקטיביים מחייבים.

<sup>7</sup> אשר יתממשו בנסיבות רחוקות יחסית מכשל פירעון כולל של המנפיק.

- **אופציית המרה** - ככל והמכשיר כולל אופציית המרה למכשיר הוני בטווח הזמן הקצר יחסית, ובהתקיים הדקים מחייבים חזקים, כך המכשיר יקבל מאפיינים הוניים יותר. לעומת זאת, אופציות המרה בשליטת המשקיע אשר לא מיושבת באמצעים הוניים יעידו על מאפיינים הדומים יותר לחוב. יש לציין כי למכשיר היברידי יינתן משקל של 100% הון אך ורק אם פירעון המכשיר, ככל שיתבצע, הינו בדרך של המרה למניות וזאת בטווח זמן קצר יחסית. להמחשת אופן יישום ההכרה בהון ראה נספח ב', טבלה 2 לסיכום השיקולים העיקריים וטבלה 3 לדוגמאות להמחשת היישום.

### מניות בכורה המונפקות על ידי קרנות ריט (REIT)

במקרה של קרנות ריט (REIT), חוקי המס באופן כללי מגבילים את יכולת המנפיק לבחור לעצור תשלומי קופונים. בהתאם לכללי ההתאגדות שלהן, קרנות REIT מחויבות לחלק לפחות 90% מהרווח לפני מס, מה ש"כופה" את ביצוע החלוקה במקרה וקיימת הכנסה חייבת למס. כשל בדרישה זו עשוי לגרום שלילה של מעמד ה-REIT והטבות המס הנובעת מכך, וכתוצאה מכך לגרום לפגיעה משמעותית במיצוב הפיננסי של המנפיק. לכן, משקל ההון שינתן למניות בכורה של REIT יהיה מופחת ביחס למשקל ההון שהיה ניתן למכשיר זה בהתאם לקווים המנחים המתוארים לעיל.

### הלוואת בעלים

הלוואת בעלים היא סכום כסף שמלווה בעל המניות לחברה שבבעלותו, במטרה להזרים לה מקור הוני לצורך מימון פעילותה העסקית, זאת בהתאם לתמורה ולתנאים שנקבעו בהסכם הלוואת הבעלים. לעתים קרובות הלוואת בעלים מהווה כלי מימון גמיש וזול לגיוס הון עבור החברה, מכיוון שלרוב ההלוואה ניתנת ללא ריבית וללא מועד פירעון. הלוואות בעלים הן במקרים רבים החוב הנחות ביותר מבין חובות החברה, כלומר שבעת פירוק החברה ראשית יגבו את חובותיהם כל שאר בעלי החוב, ולכן הלוואות הבעלים תשמש לרוב ככרית לבעלי חוב בכירים יותר.

במידה והלוואות הבעלים יעמדו בתנאים להלן או בתנאים שנעריך שהם דומים להם במהותם, מידרוג תקצה להלוואות בעלים משקל של 100% הון בחישוב המדדים הפיננסיים המותאמים, אחרת מידרוג תקנה להן משקל של 100% חוב. מובן גם כי שינוי בתנאי הלוואת הבעלים במהלך הזמן עשוי להוביל את מידרוג לשקול מחדש את סיווגה, כהון או כחוב. להלן התנאים העיקריים אותם תבחן ועדת הדירוג בבואה להחליט על סיווג הלוואות בעלים כהון או כחוב. נציין, כי ועדת הדירוג עשויה לקבוע משקל גבוה יותר למאפיינים מסוימים על חשבון אחרים גם כתלות בפרופיל הסיכון של החברה ובהיכרות עם המדיניות הפיננסית שלה, אולם בכל מקרה תנאים 1 ו-2 המובאים להלן צריכים להתקיים בכדי שניתן יהיה לסווג הלוואת בעלים כהון.

#### 1. הלוואת הבעלים נחותה חוזית ותזרימית ביחס לכל שאר חובות החברה

מידרוג מצפה כי הלוואת הבעלים תהיה נחותה חוזית ותזרימית לכל ההתחייבות ביישות המדורגת, לרבות התחייבויות לא פיננסיות כגון נושים מסחריים, כאשר הנחיתות תחול גם ביחס להתחייבויות עתידיות.

במקרים מסוימים, מחזיקי הלוואת בעלים עשויים לדרוש פיצוי בעקבות אירוע כשל פירעון. במקרים כאלה, מידרוג מצפה כי כל תביעה שכזו תהיה נחותה כלכלית לכל חוב אחר, כך שכל תמורה כתוצאה ממיושם בטוחות תבטיח ראשית תשלום של כל יתר ההתחייבויות (פיננסיות ולא פיננסיות) עד שאלו ישולמו במלואן.

#### 2. הלוואות הבעלים אינן יכולות לגרום לכשל פירעון בחברה

ככלל נצפה לראות את התנאים הבאים:

- אין אמות מידה (למעט אמות מידה אינפורמטיביות שמשל בעמידה בהן אינו גורר השלכות כלשהן), אין זכויות האצת פירעון (אקסלרציה), אין זכות להכריז על חדלות פירעון; או שאם זכויות אלה קיימות, הן אינן ניתנות לאכיפה עד שכל החוב הבכיר ישולם במלואו.

- אין שעבודים על נכסים השייכים ליישות המדורגת.
- אין התחייבות להפחתה, פדיון או פירעון מוקדם אחר, לפני מועד הפירעון של המכשירים הבכירים יותר במבנה ההון, למעט במידה שהתשלומים האמורים היו ניתנים לביצוע על פי כללי החלוקה מההון העצמי.
- אין אופציות מכר (PUT) הניתנות למימוש לפני מועד הפירעון של החוב הבכיר.

### **3. קיימת זהות אינטרסים כלכליים בין ההון העצמי השייך לבעלי המניות לבין הלוואת הבעלים**

כלומר, הלוואת הבעלים הינה בבעלות בעלי המניות הרגילים, ולאחר ההנפקה, קיימות הגבלות על יכולת ההעברה של הלוואת הבעלים לצד שאינו בעל מניות רגיל המבטיחות שמירה על זהות שכזו<sup>8</sup>.

### **4. קיימות הגנות על יציאת מזומנים מהחברה כתוצאה מתשלומי ריבית או קרן הקשורים בהלוואת הבעלים**

בעוד שרבות מהלוואות הבעלים משולמות כתשלום בעין בלבד (ללא תשלום מזומן בפועל), חלקן מאפשרות חלוקת מזומן לבעלי המניות בצורה של ריבית או תשלומי הקרן. חלוקות כאלה כפופות בדרך כלל למבחני חלוקה מוגדרים. מידרוג תבחן כי בהתאם לתנאי ההלוואה, תשלום הריבית ו/או הקרן לעיל אינו מאפשר חלוקת רווחים שאחרת לא יכלה להתבצע או דומה במאפייניה לתשלום התחייבות. במידה ותנאי זה יתקיים, אנו נתייחס בצורה זהה לתשלום דיבידנד לבעלי המניות הרגילות ותשלום במזומן שנעשה במסגרת הלוואת הבעלים.

## **שיקולים נוספים**

מידרוג עשויה לבחון מאפיינים נוספים של המכשירים ההיברידי, בהיבט ספיגת ההפסדים. בהקשר זה נציין, בין היתר, הצהרות ו/או התחייבויות של המנפיק להנפקת מוצר בעל מאפייני הון זהים או נחותים בעת כל פירעון שהוא, היסטוריית המנפיק במכשירים מסוג זה, התפתחות מכשירים נוספים בשוק, תמריצים שונים של המנפיק בהיבט פירעון המכשירים, ככל שקיימים וכן מאפיינים ייחודיים הקשורים בנסיבות המנפיק.

<sup>8</sup> יתכן ויהיה שיעור החזקה שונה בין מניות החברה לבין חלקם של בעלי המניות בהלוואות הבעלים. במקרים כאלו נדרוש חפיפה מספקת בין שיעורי החזקה כדי לוודא כי קיימת זהות אינטרסים משותפת.

## נספח ב' - המחשה לאופן יישום המתודולוגיה

שיעור המשקל ההוני ייקבע בהתאם למאפיינים לעיל, יחד עם שיקולים נוספים. הטבלה לעיל הינה המחשה לאופן יישום המתודולוגיה, כאשר לכל פרמטר נקבע שיעור מקסימלי של הכרה כהון. שיעור המשקל ההוני למכשיר הינו, בדרך כלל, הנמוך ביותר מבין שיעורי ההכרה המקסימליים שנגזרו לכל מאפיין.

## טבלה 2 - סיכום קווים מנחים בקביעת המשקל ההוני

שיעור הכרה מקסימלי כהון	מאפייני המכשיר - קווים מנחים
	<b>קיום של הדקים המפעילים מנגנוני ספיגת הפסדים</b>
25%	מחייב חלש
50%	אופציונלי תחת מגבלות
50%	אופציונלי
100%	מחייב חזק ואופציונלי
	<b>מנגנון השהיית תשלום</b>
50%	מצטבר
100%	לא מצטבר
	<b>מידת נחיתות (נחות) תזרימית ובחזלות פרעון</b>
25%	חוב נחות
100%	מניות בכורה בהתאם להגדרת מידרוג
	<b>תקופה לפדיון</b>
0%	עד 20 שנים
50%	20-59 שנים
100%	60 שנים / צמית
	<b>אופציות המרה</b>
75%	לא המיר
75%	המיר למכשיר בעל מאפייני הון זהים למכשיר הקיים
100%	המיר להון בלבד (הדקים חזקים/תוך זמן קצר)

טבלה 3 - דוגמאות להמחשת קביעת המשקל ההוני

דוגמא 5	דוגמא 4	דוגמא 3	דוגמא 2	דוגמא 1	
					<b>קיום של הדקים המפעילים מנגנוני ספיגת הפסדים</b>
					מחייב חלש
					אופציונלי תחת מגבלות
					אופציונלי
X	X	X	X	X	מחייב חזק ואופציונלי
					<b>מנגנון השהיית תשלום</b>
					מצטבר
X	X	X	X	X	לא מצטבר
					<b>מידת נחיתות (נדחות) תזרימית ובחדלות פרעון</b>
					חוב נחות
X	X	X	X	X	מניות בכורה בהתאם להגדרת מידרוג
					<b>תקופה לפדיון</b>
					עד 20 שנים
X	X	X	X	X	20-59 שנים
X	X	X	X	X	60 שנים / צמית
					<b>אופציות המרה</b>
					לא המיר
X	X	X	X	X	המיר למכשיר בעל מאפייני הון זהים למכשיר הקיים
X	X	X	X	X	המיר להון בלבד (הדקים חזקים/תוך זמן קצר)
100%	75%	50%	25%	0%	<b>שיעור המשקל ההוני למכשיר היברידי</b>

## נספח ג - תקרת הרכיב ההוני במכשירים היברידיים

בעת סיווג רכיבים להון וחוב במכשירים היברידיים, מידרוג מציבה תקרה לסכומים שיוחסו כהון. נציין, כי חסם זה אינו מתייחס להלוואות בעלים. הרף בו משתמשת מידרוג הינו:

$$30\% \geq \frac{\text{רכיבים הוניים של מכשירים היברידיים}}{\text{הון מותאם}^{(1)}}$$

(1) ההון המותאם הינו ההון המדווח לאחר התאמות מידרוג, הכוללות, בין היתר, ייחוס רכיבים הוניים של מכשירים היברידיים בהתאם למתודולוגיה זו.

ההון העצמי לבעלי המניות הרגילות צפוי להיות יותר קל לחיזוי ככרית ספיגה בנסיבות חדשות או משבריות. עם זאת, מידרוג רואה במכשירים היברידיים כמקור מימון בר קיימא אשר עשוי לספק כרית נוספת לנושים בכירים בזמנים של משבר. יתר על כן, בעוד שההון העצמי הוא פשוט וברור, מכשירים היברידיים "מהונדסים" יותר ועשויים לפעול בדרכים בלתי צפויות, במיוחד בזמן של משבר. בעוד שההון מספק תשלום מזומן משתנה בהתבסס על הרווחים של החברה, רוב המכשירים היברידיים מציעים קופון קבוע ביחס לערך הנקוב למשקיעים. השעיית קופון היברידי עלולה להשפיע רעה על פרופיל האשראי של המנפיק ועלולה להגביל את הנגישות העתידית שלו למקורות מימון. ניתן להשהות או לבטל לחלוטין קופונים היברידיים, אך הציפיות הן שחברה, ובמיוחד כזו בדירוג גבוה יחסית, תנסה בדרך כלל לשלם קופונים היברידיים זמן רב ככל האפשר ותדחה אותם רק אם היא מצויה בקרבה לכשל פירעון.

תקרת הרכיב ההוני במכשירים היברידיים תקפה לאלו שהונפקו על ידי כלל חברות המימון התאגידי למעט בנקים וחברות כרטיסי אשראי, ומשמשת כקו מנחה כללי לזעזוע הדירוג. היא נקבעה על רמה שאמורה לספק למנפיק גמישות לנהל את מבנה ההון שלו. המטרה שלנו אינה להגביל מכשירים היברידיים באופן כללי, אלא להגביל את תרומת השווי ההוני שלהם ביחס להון העצמי הרגיל.

שיעור ה-30% אינו מבוסס על ניתוח מידע אנליטי מסוים או על בחינה סטטיסטית. במקום זאת, הוא משקף את הרמה המשוערת שמעבר לה, עשוי לעלות חשש בקרב וועדת הדירוג כאשר בכוונת החברה לגייס מכשיר היברידי נוסף, לגבי סיווג כהון.

© 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 סיכונים 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 ביעוץ מקצועי בקשר עם השקעותיו, עם הדין החל על ענייניו ו/או עם כל עניין מקצועי אחר.

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

דירוגי מידרוג ופרסומיה אינם מיועדים לשימוש של משקיעים מוסדיים ויהיה 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 בודד 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>