



דירוג זמן קצר לניירות ערך מסחריים

דוח מתודולוגי | יולי 2015

אנשי קשר:

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

דירוג זמן קצר לניירות ערך מסחריים

הקדמה

מטרת דוח זה הינה להסביר את גישת מידרוג להערכת סיכוני האשראי הגלומים בדירוגים לזמן קצר (short term) של ניירות ערך מסחריים¹ (להלן: "נע"מ"). יודגש כי מתודולוגית דירוג זו מתייחסת גם לדירוג נע"מ שאינם רשומים למסחר. הדוח נועד לשקף את המאפיינים האיכותיים והכמותיים העיקריים המשפיעים על דירוג נע"מ, ויכול לשמש ככלי עזר לחברות, משקיעים ובעלי עניין אחרים בשוק ההון בהבנה כיצד גורמים כמותיים ואיכותיים עשויים להשפיע על הדירוג. הדוח לא מכיל דיון ממצה בכל הגורמים הגלומים בדירוג, אלא נועד לאפשר לקורא להבין את השיקולים האיכותיים המיידע והיחסים הפיננסיים שהינם בדרך כלל המשמעותיים והחשובים ביותר בקביעת הדירוגים.

יש להדגיש, כי דוח זה מתייחס לדירוג יכולת פירעון כוללת של מנפיק על בסיס סיכון אשראי עצמאי, וללא שיקולים של תמיכה חיצונית וסדר קדימויות של סוגי חוב שונים. במסגרת תהליך הדירוג נבחנים מאפיינים פרטניים של כל אחד ואחד מהמנפיקים בהתאם לפעילותו. לפיכך, דירוג של מנפיק מסוים יכול שיושפע מפרמטרים נוספים הייחודיים לפעילותו.

דוח זה מחליף את מתודולוגית הדירוג של נע"מ ממרץ 2008. השינוי העיקרי לעומת הדוח ממרץ 2008, הינו במיפוי הדירוגים מהזמן הארוך לזמן הקצר כפי שיפורט בהמשך. אין בפרסום המתודולוגי ובשינוי המתואר בכדי לגרום לשינוי הדירוגים הקיימים.

דירוג לזמן קצר הינו הערכת מידרוג בדבר יכולת המנפיק לעמוד בהתחייבויותיו לזמן הקצר וזאת בהשוואה למנפיקים מקומיים אחרים. התקופה לפדיון של התחייבויות המדורגות בדירוג לזמן הקצר הינה עד שנה, במועד הנפקתן. כמו כן, ייתכן והדירוג יינתן למסגרות נע"מ אשר בהתאם לתנאיהן מתחדשות מעת לעת, בכפוף לתנאים מסוימים.

בנוסף לדירוג נע"מ, מידרוג מדרגת בדירוג לזמן קצר פקדונות בבנקים, דירוג זה נגזר מדירוג הפקדונות לזמן הארוך של הבנק. למתודולוגית מידרוג לדירוג בנקים הנכם מוזמנים לעיין באתר מידרוג. הטבלה המשמשת את מידרוג למיפוי הדירוגים לזמן ארוך לדירוגים לזמן קצר משמשת גם בקביעת דירוג הפקדונות לזמן קצר בבנקים. מיפוי זה מוצג בדוח זה להלן. עוד יצוין כי קיימים בעולם מכשירים פיננסיים מסוג נע"מ מגובי נכסים (ABCP - Asset Backed Commercial Paper), אשר דירוגם מבוסס על מתודולוגית דירוג נפרדת (ונסמך בעיקר על דירוג ספק הנזילות לעסקה). במידה וידורגו מכשירים מסוג זה בישראל, תפורסם מתודולוגיה מתאימה. דוח מתודולוגי זה דן במתודולוגית דירוג לזמן קצר של נע"מ תאגידי בלבד.

¹ נע"מ מוגדרים בחוק ניירות ערך, התשכ"ח-1968 כדלקמן: "ניירות ערך המונפקים בידי תאגיד, שהם התחייבות התאגיד לשלם למחזיק סכום כסף, במועד שאינו מוקדם משבעה ימים מיום ההצעה ואינו מאוחר מתום שנה מהיום האמור, ואשר אינם ניתנים למימוש או להמרה לניירות ערך אחרים".



הדירוג לזמן הקצר הינו הערכת מידרוג בדבר כושר החזר האשראי היחסי לזמן הקצר של המנפיק, כמפורט בסולם הדירוג להלן:

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

פרמטרים עיקריים בדירוג

הפרמטרים העיקריים לדירוג נע"מ תאגידי הינם:

- דירוג המנפיק לזמן הארוך
- ניתוח הנזילות של המנפיק

דירוג המנפיק לזמן הארוך

ככלל, אנו מצפים כי ככל שהדירוג לזמן ארוך של המנפיק הינו גבוה יותר, כך כושר החזר האשראי לזמן הקצר טוב יותר. הגורמים המשפיעים על סיכון האשראי בזמן הארוך ובזמן הקצר הינם דומים. מנפיקים המדרגים בדירוגים גבוהים לזמן הארוך הינם בעלי פרופיל אשראי חזק, לרבות נזילות מבוססת, ערך מותג חזק וכריות הון משמעותיות, אשר מפחיתים את ההסתברות לאירוע כשל או חדלות פירעון לא צפוי. על כן, הגורם המשמעותי בקביעת הדירוג לזמן קצר למנפיק הינו הסיכון לכשל פירעון לזמן הארוך ובהתאם הדירוג לזמן הקצר נגזר מהדירוג לזמן ארוך², כמתואר בטבלה להלן:

דירוג זמן קצר	דירוג זמן ארוך
Prime-1	Aaa
	Aa1
	Aa2
	Aa3
	A1
Prime-2	A2
	A3
	Baa1
Prime-3	Baa2
	Baa3
Not Prime	Ba1, Ba2, Ba3
	B1, B2, B3
	Caa1, Caa2, Caa3
	Ca
	C

*השינוי ביחס לטבלה שהתפרסמה בדוח ממרץ 2008, הינו ביטול המיפוי של דירוג A2 לדירוג Prime-2. יציין כי מנפיקים המדרגים בדירוג לזמן ארוך בין A3 ל-Baa2 ימופו, בדרך כלל, לדירוג Prime-2.
 ***לא מוצב אופק דירוג נפרד לדירוגים לזמן הקצר, וזאת בשל הבלבול שיכול לנבוע ביחס לאופק הדירוג, המוצב לדירוגים לזמן ארוך, לאור המיפוי של קבוצת דירוגים לזמן ארוך לדירוג יחיד לזמן הקצר ולאור התחומים החופפים בחלק מהדירוגים לזמן הארוך.

² יציין כי נזילות המנפיק, הינה בין גורמי המפתח המרכזיים במתודולוגיות הדירוג לקביעת הדירוגים לזמן ארוך ועל כן מתודולוגיות אלו ישימות גם לצורך מתן הדירוג לזמן הקצר. למתודולוגיות הדירוג הרלוונטיות לכל ענף הנכם מוזמנים לעיין באתר מידרוג.



במקרים החריגים בהם הדירוג אינו משקף מיפוי בהתאם לטבלה לעיל, הדבר נובע מסיכון גבוה לשינוי הדירוג לזמן הארוך ו/או חוזקות או חולשות של תנאי הנזילות המגבים אשר עשויים להשפיע על כושר החזר האשראי לזמן הקצר.

למשל, כאשר המנפיק מדורג בדירוג A3 ו-Prime-1, הדירוג לזמן קצר עשוי לשקף היתכנות גבוהה לעליה בדירוג לזמן הארוך (למשל בשל אירוע צפוי אך לא וודאי). במקרה כזה, השילוב לעיל, יהיה רק לתקופת זמן קצרה. כמו כן, הדירוג לזמן קצר עשוי להסתמך על תמיכה של חברה קשורה המדורגת גבוה יותר או תמיכת מדינה, אשר בזמן הקצר הינה ברמת ודאות מאוד גבוהה, אך פחות צפויה לטווח הזמן הארוך או על בטוחה ספציפית לטובת הנע"מ. למשל, כאשר חברת האם מעמידה ערבות לנע"מ של חברת הבת, הדירוג לזמן קצר של חברת הבת יכול להיות ממופה מהדירוג לזמן ארוך של חברת האם ולא של המנפיק עצמו.

כאשר למנפיק אין דירוג לזמן ארוך או דירוג מקביל, הדירוג לזמן קצר ייקבע על בסיס דירוג לזמן ארוך שאינו מפורסם.

ניתוח הנזילות של המנפיק

בדירוג חוב תאגידי לזמן ארוך הניתוח הפיננסי לוקח בחשבון את יכולת המנפיק לייצר תזרים מזומנים, הנבחנת בתרחישי רגישות שונים, וזאת לצורך בחינת מרווח הביטחון של המנפיק בתרחישים אלו. בהנחה שיתר הפרמטרים זהים, הדירוג לזמן ארוך יהיה גבוה יותר ככל שתזרים המזומנים עמיד יותר בתרחישי רגישות שונים. בדירוג נע"מ, בשל טווח הפדיון הקצר, מרבית המנפיקים לא יצליחו לפרוע את הנע"מ ממקורותיהם הפנימיים, תחת תרחישי רגישות ועל כן אין להם את מרווחי הביטחון הקלאסיים הקיימים בדירוג אג"ח. בתרחישים אלו, המנפיקים נסמכים על רצון המלווים להעמיד לרשותם מקורות לפירעון הנע"מ. תאגידיים ומוסדות פיננסיים (שאינם בנקים) המדורגים בדירוג Prime, מציגים נזילות אשר תגשר למשך שנה לפחות על אובדן נגישות לשוק החוב לזמן הקצר ולזמן הארוך. צורת הנזילות הינה בדרך כלל, מסגרות אשראי חתומות ולא מנוצלות/או היקף נזילות מתאים, בגובה סך החוב לזמן הקצר, לרבות היקף הנע"מ³. על מסגרות האשראי להיות חתומות וכחלק משיקולי הדירוג יבחנו אמות המידה הקבועות במסגרות השונות בהתייחס לתנאי הנע"מ ולמצבה של החברה. לעתים, בניית הנזילות ניתן משקל לשיעור מסוים של נכסים נזילים "דמויי" מזומן, אשר נשמרים ברמה קבועה לאורך תקופות ארוכות.

דירוג נע"מ של מנפיק ללא נזילות שניתן להסתמך עליה, יהיה בדרך כלל נמוך מ- Prime-1, אף אם המנפיק מדורג בדירוג A2 ומעלה לזמן הארוך. בד בבד נזילות חלשה יכולה לבוא לידי ביטוי גם בדירוג לזמן הארוך של המנפיק.

בניתוח הנזילות נבחן גם דוח המקורות והשימושים של החברה לשנה הקרובה. בחינת דוח המקורות והשימושים מצביעה על רמת הנזילות של החברה ועל יכולתה לפרוע את התחייבויותיה השוטפות.

מקורות החברה כוללים, בין היתר, את המזומנים הפנויים בחברה, בטוחות סחירות, רווחים מפעילות הצפויים להתקבל השנה ברמת וודאות גבוהה וכן את מסגרות האשראי הפנויות שקיבלה החברה מהבנקים. בבחינת מסגרות האשראי מהבנקים נלקחים בחשבון פרמטרים שונים, ביניהם: הסתייגויות הקיימות במכתבי האשראי מהבנקים, תוקף מכתבי האשראי, טיב מערכת היחסים של החברה עם הבנקים בעבר ועוד. מקורות תזרימיים שאינם מפעילות פנימית, כגון

³ במקרה של מסגרת נע"מ, בגובה המקסימום הצפוי של ניצול מסגרת הנע"מ.



מכירת נכסים, קבלת דיבידנדים מיוחדים, גיוסי חוב והון עתידיים, יכול ויילקחו בחשבון, אם כי ברמת וודאות נמוכה יותר, ובהתאם למאפיינים של כל עסקה.

השימושים של החברה כוללים, בין היתר, את חלויות החוב לז"א, פרעונות אשראי לז"ק, הוצאות המימון שלה, השקעות בהון חוזר והשקעות אחרות אותן היא צפויה לעשות, חלוקת דיבידנדים וכדומה. בצד השימושים נלקח בחשבון תוקף מסגרות האשראי שהחברה פנצלת ותנאיהן, לרבות אשראי לז"ק ואשראי מסוג "און-קול" וטיב מערכת היחסים של החברה עם הבנקים לאורך זמן.

בניתוח הנזילות נבחן גם מרווח הביטחון של החברה אל מול אמות מידה פיננסיות שהציבו המממנים השונים.

שיקולים נוספים

במקרים מסוימים, הדירוג לזמן ארוך והדירוג לזמן קצר של חברה בת מגלם תמיכה צפויה מחברת האם, והדירוג של חברת האם לזמן הארוך הינו הגורם העיקרי או היחיד אשר קובע את דירוג חברת הבת. מקרים כאלו, יכול שיכללו חברות בת מהותיות בפעילות חברת האם, אשר קיימים ביניהם הסכמי תמיכה (לא ברמת ערבות). במקרים מסוג זה, יישקלו גם מקורות של חברת האם, לרבות מסגרות האשראי הפנויות שלה, בבחינת הנזילות של חברת הבת.

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

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

אזהרה הנוגעת למגבלות הדירוג ולסיכונים הסתמכות על דירוג

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 סיכונים אשראי, וכן חוות דעת נלוות ששימשו אותה בתהליך הדירוג. דירוגי מידרוג ופרסומיה אינם מהווים הצהרה בדבר נכונותן של עובדות במועד הפרסום או בעבר. מידרוג עושה שימוש בסולמות דירוג לשם מתן הערכות יחסיות של סיכונים 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 לכלל 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 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 יעוץ השקעות או יעוץ פיננסי, וכן אין בהם משום התייחסות להתאמה של השקעה כלשהי למשקיע מסוים או המלצה להשקעה בכל סוג שהוא בהסתמך על הדירוג. מידרוג מנפיקה דירוגים תחת ההנחה שכל העושה שימוש במידע המפורט על ידה ובדירוגים ינקוט זהירות ראויה ויבצע את 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 ביעוץ 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, ובהתאם, כל משתמש במידע הכלול בדירוגי מידרוג ו/או בפרסומיה ו/או באמור במסמך זה חייב ללמוד ולבצע הערכה של כדאיות השקעה 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 אמינים, ובין השאר על ידי הישות המדורגת, 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 אמינים, 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.

מידרוג, הדירקטורים שלה, נושאי המשרה שלה, עובדי החברה ו/או כל מי מטעמה שיהיה מעורב בדירוג, לא יהיו אחראים מכוח הדין, למעט אם נקבעה אחריותם במפורש על פי דין כלפי כל אדם ו/או ישות, בגין כל נזק ו/או הפסד, כספי או אחר, ישיר, עקיף, מיוחד, תוצאתי או קשור אשר נגרם באופן כלשהו או בקשר למידע או לדירוג או להליך הדירוג, גם אם נמסרה להם הודעה מראש בדבר האפשרות להתרחשות נזק או הפסד כאמור לעיל, לרבות אך לא רק, בגין: (א) כל אבדן רווחים בהווה או בעתיד; או (ב) כל הפסד או נזק הנגרם כתוצאה מכך שהמכשיר הפיננסי הרלוונטי לא היה נשוא דירוג אשראי מסוים שהונפק על ידה של מידרוג, 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 בשליטתם ובין אם לאו.

מידרוג מצהירה בזאת, שרוב המנפיקים של המכשירים הפיננסיים המדורגים 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 מודי'ס Moody's (להלן: "מודי'ס"), המחזיקה ב-51% ממניות מידרוג. יחד עם זאת, תהליכי הדירוג של מידרוג הינם עצמאיים ונפרדים מאלה של מודי'ס, ואינם כפופים לאישורה של מודי'ס. למידרוג יש מדיניות ונהלים משלה וועדת דירוג עצמאית בשיקול דעתה ובהחלטותיה.

למידע נוסף על נהלי הדירוג של מידרוג ו/או על עבודת ועדת הדירוג שלה, יש לפנות לעמודים הרלוונטיים באתר האינטרנט של מידרוג, שכתובתו: <http://www.midroog.co.il>.