

# דירוג חובות נחותים, חובות היברידיים ומניות בכורה בתחום מימון תאגידי<sup>1</sup>

דוח מתודולוגי | יולי 2018

## אנשי קשר:

חי ריעני, רו"ח - אנליסט

[hay.riany@midroog.co.il](mailto:hay.riany@midroog.co.il)

עומר פורמברג, רו"ח - אנליסט בכיר

[omer@midroog.co.il](mailto:omer@midroog.co.il)

אבי בן-נון, ראש תחום מוסדות פיננסיים

[avib@midroog.co.il](mailto:avib@midroog.co.il)

<sup>1</sup> דוח זה מחליף את הדוח שפורסם ב-09.07.2018. בוצע תיקון טעות סופר לא מהותית בדיסקליימר של הדוח.

## הקדמה

מטרת דוח זה הינה להסביר את גישת מידרוג להערכת סיכוני האשראי הגלומים בחובות נחותים, חובות היברידיים ומניות בכורה. הדוח נועד לשקף את השיקולים האיכותיים והכמותיים העיקריים המשפיעים על דירוג חובות נחותים, חובות היברידיים ומניות בכורה, 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 והמידע, שהינם המשמעותיים והחשובים ביותר בקביעת הדירוגים של חובות נחותים, היברידיים ומניות בכורה בתחום מימון תאגידי<sup>2</sup>. במסגרת תהליך הדירוג נבחנים מאפיינים פרטניים עסקיים ופיננסיים של כל אחד ואחד מהמנפיקים בהתאם לפעילותם בראייה צופה פני עתיד. לפיכך, דירוג של מנפיק מסוים יכול שיושפע מפרמטרים נוספים והערכות אשר לא ניתן לצפתם מראש. גישתנו לבחינת דירוג המנפיק, המהווה עוגן לדירוג חובות אלו, מתוארת בדוחות המתודולוגיים הרלוונטיים לכל ענף. ניתן לעיין בדוחות המתודולוגיים באתר מידרוג<sup>3</sup>.

דוח מתודולוגי זה מחליף את הדוח המתודולוגי שפורסם ביוני 2017. מידרוג סבורה כי אין בפרסום המתודולוגיה בכדי לגרום לשינוי הדירוגים הקיימים. מטרת הפרסום הינה להתייחס לגישת מידרוג לסיווג מכשירים היברידיים והלוואות בעלים כחוב או הון (ראה נספח א), תחת קביעת חסם עליון לגובה ההטבה ההונית שתינתן למכשירים היברידיים כחלק מבחינת מבנה המימון של החברה (ראה נספח ב). כמו כן, נוספו הבהרות לפירוט השיקולים בדירוג חובות נחותים, מכשירים היברידיים ומניות בכורה. הציבור מוזמן להעביר את התייחסותו באמצעות דואר אלקטרוני [RFC@midroog.co.il](mailto:RFC@midroog.co.il) עד לתאריך 09.08.2018.

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) נושאים מאפייני חוב, כלומר קיימת התחייבות מוגדרת<sup>4</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.

מקרה פרטי אפשרי של מכשיר היברידי הינו מנית בכורה. מכשיר זה עשוי לשאת מאפיינים של חוב, על פני הרצף שבין מכשיר חוב היברידי לבין מכשיר הוני. על פי חוק ניירות ערך, רשאית חברה נסחרת בישראל להנפיק מניות בכורה, אשר הוגדרו בחקיקה<sup>5</sup> כמניות המקנות לרוב זכות לדיבידנדים ואינן מקנות זכויות הצבעה. 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.

<sup>2</sup> התייחסות ספציפית לשיקולי דירוג ומאפייני מכשירי חוב נחותים והיברידיים בבנקים, חברות ביטוח, וחובות נחותים בפרויקטים ניתן למצוא במתודולוגיות הענפיות רלוונטיות.

<sup>3</sup> [www.midroog.co.il](http://www.midroog.co.il)

<sup>4</sup> סכום התשלום קשור חוזית בהתרחשות אירוע הקשור לסיכון אשראי ולא כפוף למקור משתנה לא צפוי כמו הצמדה לביצועי מדד מסוים. נדגיש כי הצמדה לריבית ו/או למדד המחירים אינה נחשבת על ידנו כמקור משתנה.

<sup>5</sup> סעיף 46 לחוק ניירות ערך

### מאפיינים כלליים של חובות נחותים וחובות היברידיים

חובות נחותים וחובות היברידיים כוללים בדרך כלל מאפיינים אשר מגדילים את ההפסד הצפוי בעת כשל פירעון ואף לפניו, וככאלה מהווים כרית ספיגה ביחד עם ההון העצמי לחובות הבכירים ולחברה במידה וחלה הידרדרות בביצועי החברה ועלייה בסיכון האשראי. בשל כך מאפייניהם העיקריים כוללים נדחות חוזית ואף תזרימית בחלק מהמקרים וכן מנגנוני ספיגת הפסדים (דחיית או מחיקת/ המרת תשלומי ריבית וקרן), אשר הינם חלק מהמאפיינים ההוניים של המכשיר. בנוסף קיימים בהם מאפייני חוב, בעיקר לוח סילוקין מוגדר שאי שירותו לפי תנאי המכשיר עלול להוביל לכשל פירעון או חוב פגום. חובות נחותים והיברידיים הונפקו בישראל עד כה בעיקר על ידי מוסדות פיננסיים - בנקים וחברות ביטוח. המכשירים ההיברידיים שהונפקו על ידי מוסדות פיננסיים נושאים בדרך כלל מאפיינים הוניים לצד מאפייני חוב. בשל אופיים ההיברידי, מכשירים אלו מוכרים ע"י הרגולטורים בענפי הפיננסיים כמכשיר הוני לתקופה מסוימת, אשר עשוי להוות כרית לספיגת הפסדים במקרי קיצון.

### מאפיינים כלליים של מניות בכורה

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 בנכסים וברווחים ביחס למניות רגילות. מניות בכורה משלבות מאפייני חוב בכך שהן משלמות, בכפוף למבחני 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 שמידורג תסווג חוב זה כחוב פגום (Impaired).<sup>6</sup>

נציין, כי קיימים סוגים שונים של מניות בכורה בעלי מנגנוני תשלום שונים ומאפיינים שונים של ספיגת הפסדים ובהן: מניית בכורה בשער מתואם (הצמדת הדיבידנד לשער ריבית), מניית בכורה בת פדיון, מניית בכורה המירה, מניות בכורה צוברות או שאינן צוברות ומניות בכורה משתתפות. בנוסף, טווח הפדיון עשוי להשתנות כאשר ישנן מניות בכורה צמיתות ואחרות כוללות אופציית פדיון למנפיק.

### שיקולים בדירוג חובות נחותים והיברידיים ובכלל זה מניות בכורה

דירוג חובות אלו, 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. יתר הדברים קבועים, ככל שהמנפיק בדירוג נמוך יותר, מספר הדרגות שיופחתו בדירוג מכשיר החוב הנחות וההיברידי ביחס לדירוג המנפיק יהיה גדול יותר משום שמנפיקים בעלי סיכון אשראי גבוה יחסית, עלולים לשמוט תשלומים בכדי להימנע מאירוע כשל פירעון כולל. לעומת זאת, הנחת הבסיס היא שחברה בעלת סיכון אשראי נמוך יחסית (דירוג גבוה) לא תסתכן בדחיית תשלומים על דעת עצמה, גם למשקיעים במכשירים היברידיים, שכן דחייה כזו תפגום בגמישותה הפיננסית ותערער את מעמדה בשוק ההון. באופן כללי נציין כי, ככל שהיקפן של שכבות החוב הנחותות גדול יותר, כרית הספיגה לחובות בכירים יותר עמוקה יותר ועשויה להיות לכך השפעה חיובית על דירוגי החובות הבכירים יותר, וזאת כתלות בהערכת מידורג ובעומק הכרית.

<sup>6</sup> ראה מסמך סולמות והגדרות הדירוג של מידורג

מידרוג מדרגת מכשירי חוב נחותים, היברידיים ומניות בכורה ומפחיתה את דרגות הדירוג ביחס לדירוג המנפיק, בהתייחסות לשיקולים העיקריים הבאים:

- **נחיתות (נדחות) חוזית בפירוק ותזרימית כחלק ממפל התשלומים (במהלך העסקים השוטף)** - מידרוג תבטא את ההפסד הצפוי היחסי הגבוה יותר בחוב נחות ביחס לחובות בכירים יותר באמצעות הפחתת דרגות דירוג כתלות ביכולתו לספוג הפסדים הן בפירוק והן במהלך העסקים השוטף. החוב הנחות מאופיין בנדחות ביחס לזכויותיהם של חובות בכירים יותר בתזרים/ נכסים ונפרע מהתזרים/ נכסים שיריים רק לאחר שהחובות הבכירים יותר שולמו בין אם בשוטף ו/או בפירוק על פי תנאיהם אנו נבחן את הסולם ההיררכי במדרג חובות החברה, כאשר הקבוצות המרכזיות בסדר היררכי מחוב להון הן: חוב בכיר (מובטח ולא מובטח), חוב נחות על גונויו השונים (כולל שטרי הון ומכשירים היברידיים), מניות בכורה ומניות רגילות. סולם זה אמור לשקף נחיתות חוזית העלולה להשפיע לשלילה על שיעור השיקום של החוב ההיברידי ויכולתו להוות כרית ספיגה ביחס למכשירים בכירים יותר. ככל שנחיתות זו מתבטאת גם במהלך העסקים השוטף, כלומר במידה וקיימת גם נחיתות תזרימית, המכשיר מהווה כרית ספיגה טובה יותר לחובות הבכירים וכנגזר עלול לספוג הפסדים גבוהים יותר ביחס למכשיר בעל נחיתות חוזית רק בפירוק וכנגזר עלול לספוג הפחתת דירוג משמעותית יותר.
- **מנגנוני ספיגת הפסדים** - בהקשר זה נבחן 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.
- **טריגרים להפעלת מנגנוני ספיגת הפסדים** - ככל שסבירות האירועים המאפשרים דחייה של תשלום למשקיעים גבוהה יותר, כלומר הפעלת מנגנון ספיגת הפסדים, דירוג המכשיר יהיה נמוך יותר יחסית לדירוג המנפיק. בהקשר זה ניתנת התייחסות גם למנגנונים הקושרים את פירעון המכשיר בפירעון של מכשירים בכירים/נחותים יותר אשר עלולים להשפיע על עיתוי מימוש כרית הספיגה ובפרט על היכולת לדחות ו/או למחוק קופונים במידת הצורך.
- **שיקולים נוספים שיובאו בחשבון בדירוג מכשירים אלו:**
  - **תקופה לפדיון** - ממספר שנים בודדות ועד למכשירים צמיתים. ככל שהתקופה ארוכה יותר דומה המכשיר יותר להון מאשר לחוב (גם כתלות באופציות גלומות אשר יכול וישפיעו על משך החיים האפקטיבי של המכשיר).
  - **אופציות גלומות במכשיר המאפשרות פדיון בשליטת המנפיק או המשקיע** - ככל ואופציית הפדיון ו/או ההמרה יהיו בשליטת המנפיק ויבוצעו באמצעים הוניים כך המכשיר יקבל מאפיינים הוניים יותר. לעומת זאת, אופציות לפדיון בשליטת המשקיע יעידו על מאפיינים הדומים יותר לחוב ודירוג המכשיר יהיה קרוב יותר לדירוג המנפיק.
  - **המוטיבציה של החברה לפרוץ את הטריגר** - לדוגמא מחיקת קרן המכשיר או הקופון/דיבידנד לעומת 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 נערך שהמוטיבציה לפרוץ את הטריגר גבוהה יחסית נשקול האם להוריד דרגות דירוג נוספות ביחס לדירוג המנפיק.
- **תמיכה חיצונית** - במידה ודירוג המנפיק כולל בתוכו הנחה לתמיכה חיצונית, ועדת הדירוג תשקול האם המכשיר צפוי ליהנות מאותה התמיכה גם כן. ככל ונערך שקיימת תמיכה חיצונית למכשיר ההיברידי, נשקול להוסיף דרגות דירוג אשר ישקפו את ההסתברות והיכולת לתמיכה.
- **אחר** - אנו עשויים לבחון מדדים איכותיים ופיננסיים שלא הוזכרו לעיל ואשר ייבחנו בכל מקרה לגופו בהתאם לשיקול הדעת של ועדת הדירוג.

## שיקולים ספציפיים בדירוג מניות בכורה

בנוסף למאפיינים הרשומים לעיל, בדירוג מניות בכורה, היות והקופון בגינם משורת מחלוקת דיבידנדים, מידרוג לוקחת בחשבון גם את מבחני החלוקה לפי הדין החל על החברה. להערכתנו, מבחן כושר הפירעון בא לידי ביטוי בצורה טובה במסגרת דירוג המנפיק, כאשר מידרוג בוחנת את מבחן הרווח במסגרת התרחישים אותם היא מבצעת לכל מנפיק. היות וחלוקת דיבידנדים לאחר עמידה בתנאי החלוקה הינה לשיקול דעתו של דירקטוריון המנפיק, רמת הוודאות לגבי החלוקה השוטפת הינה שיקול חשוב בדירוג. 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.

ככלל, בתאגידים שאינם בנקים וחברות ביטוח, פער הנוטשים (דרגות דירוג) בין דירוג המנפיק או החוב הבכיר הלא מובטח לבין דירוג מניות הבכורה (לפי המאפיינים הרשומים מעלה) יהיה לרוב 2 דרגות דירוג עד לדירוג מנפיק / חוב בכיר לא מובטח של A2.il ולרוב 3 דרגות דירוג החל מדירוג מנפיק/ חוב בכיר לא מובטח של A3.il ומטה. בנוסף, במסגרת הדירוג יילקחו בחשבון מאפיינים הספציפיים של כל מכשיר, כך שוועדת הדירוג עשויה להחליט על פער שונה מהמצוין.

## דוחות קשורים

### סולמות והגדרות הדירוג של מידרוג

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

תאריך הדוח: 17.07.2018

## נספח א - התאמות פיננסיות- הכרה וסיווג חוב היברידי, מניות בכורה והלוואות בעלים כהון או חוב

מטרתו העיקרית של הון העצמי הינה להגן על בעלי החוב כנגד הפסדים לא צפויים - אותם הפסדים אשר אינם מתרחשים כל שנה, אולם כאשר הם מתרחשים הם עלולים להיות מאוד משמעותיים. כרית הרווחיות יכולה לספוג חלק מההפסדים הלא צפויים בגין סיכונים השונים, אולם את עיקר כרית הספיגה מהווה ההון העצמי ומכאן חשיבותו הרבה ליציבות החברה ולדירוג. להיקף ההון העצמי ושיעורו חשיבות בעיקר במדדים שמידרוג בוחנת בקשר עם איתנות החברה והלימות ההון.

### חובות היברידיים ומניות בכורה

מידרוג מסווגת מכשירים היברידיים ומניות בכורה ל-3 "סלים" על הספקטרום שבין חוב להון: (1) 100% הון; (2) 50% הון ו- 50% חוב; (3) 100% חוב. הסיווג לעיל ישפיע בעיקר על מבנה והרכב ההון במאזן וכנגזר על יחסי המינוף המאזניים והתזרימיים של המנפיק. אנו שואלים 3 שאלות לצורך קביעת סיווג המכשיר והתאמתו לסל הרלוונטי:

1. האם המכשיר סופג הפסדים ו/או משמר 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 כ"עסק חי"?

בהנחה שכל שאר המשתנים קבועים, ניתן שווי הוני רב יותר למכשירים היברידיים שיספגו 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 שהטריגרים לדחייה, 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 היברידי סופג הפסדים בכשל פירעון?

לעומת זאת, פחות שווי הוני ניתן למכשיר שבאופן כללי לא יספוג הפסדים עד אשר החברה תהיה קרובה לכשל פירעון או בעת כשל 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. יודגש, כי מכשיר שיספוג הפסדים רק בהגעה לכשל פירעון יוגדר אצלנו כחוב נחות ללא שווי הוני כלל.

#### 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) יחשב בעל סיווג כשיעור חוב גבוה 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, כאשר דירוג המנפיק עשוי להוות סוג של אינדיקציה לסבירות הפדיון.

### סיווג המכשיר לסלים יקבע בין היתר על בסיס הפרמטרים הבאים:

- **היכולת להפעיל מנגנוני ספיגת הפסדים** - ככל שסבירות האירועים המאפשרים דחייה של התשלום (קופון) למשקיעים גבוהה יותר, כלומר הפעלת מנגנון ספיגת הפסדים הינה בשליטה בלעדית של החברה, המכשיר יהיה בעל מאפיינים הוניים יותר ולהיפך, ככל שהאירועים שיגרמו לדחיית קופונים בעלי סבירות נמוכה ו/או שאינם בשליטת החברה 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.

- **אופן יישוב התשלום** - באופן כללי מבוצעת אבחנה מועטה בין צבירה למחיקת קופונים במכשירים היברידיים עבור חברות בדירוג גבוה, זאת משום שהנחת הבסיס של מידרוג הינה שחברות בדירוג גבוה יעמדו בתשלומי הקופון באופן שוטף. יחד עם זאת, העדר אפשרות לצבור קופונים עשויה להקנות למכשיר משקל הוני גבוה יותר מאשר מכשיר הכולל אפשרות של צבירה. בנוסף, אנו בוחנים גם את אופן יישוב הקופונים שנצברו, כך שיישוב באמצעים הוניים יעניק שווי הוני גבוה יותר לעומת אפשרות יישוב במזומן או אמצעים לא הוניים אחרים.
- **נחיתות (נדחות) תזרימית ובחדלות 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 חי" הוא יקבל שווי הוני גבוה יותר לעומת כזה שיספוג הפסדים רק בסמוך לכשל פירעון.
- **אופציות לפדיון והמרה** - ככל ואופציית הפדיון ו/או ההמרה יהיו בשליטת המנפיק ויבוצעו באמצעים הוניים, כך המכשיר יקבל מאפיינים הוניים יותר. לעומת זאת, אופציות לפדיון בשליטת המשקיע אשר לא יושבו באמצעים הוניים יעידו על מאפיינים הדומים יותר לחוב.
- **תקופה לפדיון**- ממספר שנים בודדות ועד למכשירים צמיתים. ככל שהתקופה ארוכה יותר דומה המכשיר להון מאשר לחוב.

**להלן מספר דוגמאות ליישום שיטת ייחוס לסל הרלוונטי במניות בכורה<sup>7</sup>:**

הערות	סיווג הון/חוב	תיאור המכשיר
המנפיק יכול להימנע מתשלום, הן בהתייחס לדיבידנד השוטף והן בהתייחס למימוש אופציית הפדיון.	100% הון	מניות בכורה צמיתות, הנושאות דיבידנד שנתי בגובה X% מהערך הנקוב לשיקול דעת המנפיק. לאחר X שנים מיום ההנפקה, למנפיק יש זכות לפדות את מניות הבכורה תמורת ערך הנקוב בתוספת דיבידנדים שלא חולקו. מימוש האופציה מבוצע באמצעות הנפקת מניות.
המנפיק יכול להימנע מתשלום הדיבידנד השוטף, אך לא יכול להימנע מתשלום הערך הנקוב במועד הפדיון שהינו בטווח זמן בינוני.	50% הון 50% חוב	מניות בכורה, הנושאות דיבידנד שנתי נקוב בגובה X% מהערך הנקוב לשיקול דעת המנפיק, ונפרעות לאחר X שנים בגובה ערך הנקוב. דיבידנדים שלא חולקו נמחקים ולא מצטרפים לסכום הפירעון.
המנפיק לא יכול להימנע מפדיון מלא של ערך הנקוב של מניות הבכורה שיפדו בטווח זמן קצר יחסית.	100% חוב	מניות בכורה צמיתות, הנושאות דיבידנד שנתי בגובה X% מהערך הנקוב לשיקול דעת המנפיק. לאחר X שנים ממועד ההנפקה, למחזיק יש זכות לפדות את ערך הנקוב בתוספת דיבידנדים שנצברו, כאשר ההתחשבות במזומן.

**מניות בכורה- 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 והרווח לפני מס חיובי. כשל בדרישה זו עשוי לגרור שלילה של מעמד ה-REIT והטבות המס הנובעת מכך, וכתוצאה מכך לגרום לפגיעה משמעותית במיצוע הפיננסי של המנפיק. לכן, מניות בכורה בקרנות REIT יחשבו מבחינת מידרוג כבעלי מאפיינים של חוב בלבד ולא יינתן להם שווי הוני.

<sup>7</sup> ככל ומידרוג תיבחן דירוג מכשירים היברידיים שאינם מניות בכורה, סיווג המכשיר יישקל בהתאם לעקרונות המצוינים לסיווג לסלים.

## 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. הלוואה זו היא בדרך כלל 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 בחישוביה. 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 להחליט לתת 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 ביישום 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 ממימוש 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 שכשל 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 ליישום 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>.

<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.



**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.

סגור להעברת הציבור

### נספח ב' - 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.

לדוגמה, מנפיקים בעלי דירוג גבוה יחסית עשויים שלא להסכים לשלול או לשמוט קופונים היברידיים כדי לשמור על נגישות לשוק. 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 לרעה 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 במצוקה כלכלית קשה.

תקרת הרכיב ההוני במכשירים היברידיים תקפה לאלו שהונפקו על ידי חברות מימון תאגידי שאינן בנקים, חברות ביטוח וחברות כרטיסי אשראי, ומשמשת כקו מנחה כללי לווידת 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 חשב בקרב וועדת הדירוג כאשר בכוונת החברה לגייס חוב היברידי נוסף, לגבי סיווגו 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 וכאאלה 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 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 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 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 בודדו 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>