



תעודות סל

סיכום שנת 2010 ומגמות ל-2011

דוח מיוחד | פברואר 2011

1

מחברים:

אמיר מניס - אנליסט

amir@midroog.co.il

אביגיל קוניקוב - ראש צוות בכירה

avigail.k@midroog.co.il

אנשי קשר:

רו"ח מירב בן כנען הדר, סמנכ"ל - ראש תחום מימון מובנה ופרויקטים

meravb@midroog.co.il

התפתחויות בשוק תעודות הסל



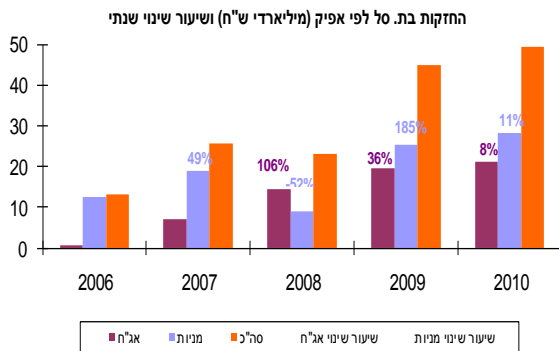
מגמת העלייה בשווי השוק של תעודות הסל נמשכת גם השנה וזאת בעיקר על רקע העלייה בשווי השוק של מדדי המניות וגיוסים נוספים. נכון לסוף ינואר 2011, שווי שוק תעודות הסל (ללא תעודות פיקדון) עומד על כ-55.8 מיליארד ₪. בהתאם לנתוני הבורסה לני"ע, שווי השוק עלה במהלך 2010 בכ-10 מיליארד ₪, שמתוכם כ-5.5 מיליארד ₪ נובע מגיוסים, רובם באפיק המנייתי, והיתרה מעליית ערך נכסים.

מקור הנתונים: בנק ישראל (הנתונים אינם כוללים תעודות פיקדון). נתוני ינואר 2011 הינם בהתאם לפרסומי החברות במסגרת דוחות החזקות ציבור לסוף ינואר 2011.

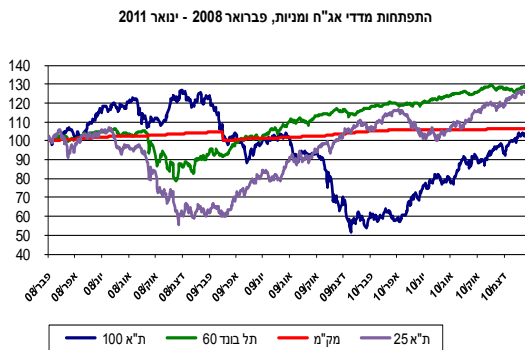
מצד שמאל תרשים המרכז את שווי אחזקות הציבור בתעודות סל החל מיוני 2006 ועד סוף ינואר 2011.

בתרשים לעיל ניתן לראות ירידת שווי החזקות בתעודות סל החל מספטמבר 2008 ועד תחילת 2009. ירידה זו נבעה בעיקר מירידה בשווי השוק של המדדים באותה תקופה. הירידה בשווי החזקות בחודשים מאי 2010 עד יולי 2010 הינה ככל הנראה עקב השפעת משבר החוב במספר מדינות באיחוד האירופי על שווי השוק של המדדים הישראליים וכן השפעת סביבת הריבית הנמוכה על היקף ההשקעה באפיק האג"ח.

מדדי המניות הציגו תשואות חיוביות בשנת 2010 וזאת לאחר תקופה של אובדן שווי שוק אשר השפיעה גם על שווי הנכסים המנוהלים בתעודות המנייתיות. שווי השוק במדדי האג"ח המשיך לעלות בתונה וזאת בעיקר על רקע סביבת הריבית הנמוכה. העלייה בהחזקות הציבור בתעודות סל על מדדי האג"ח הינה ברובה כתוצאה מעליית שווי המדדים ופחות מגיוסים.



מקור הנתונים: בנק ישראל ועיבודי מידרוג.

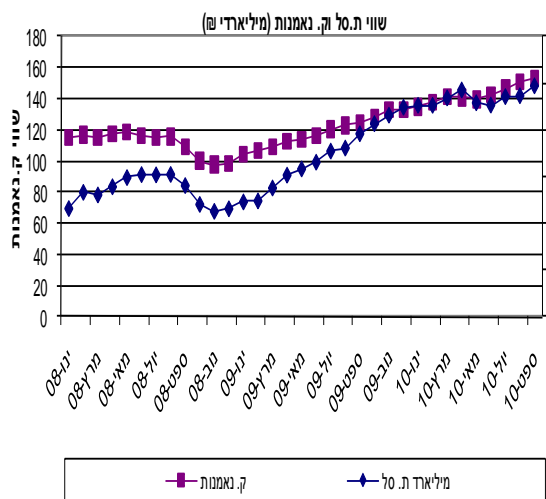


מקור הנתונים: הבורסה לני"ע בתל אביב ועיבוד מידרוג.

בתרשים הימני למעלה מוצגת התפתחות שווי שוק של 100 ₪ שהושקעו ביום 01/02/2008 במדדי אג"ח (מדד מק"מ ותל בונד 60) ומניות (מדד ת"א 100 ומדד ת"א 25). במדד ת"א 100 ניתן לראות את הירידה החל מספטמבר 2008 עקב המשבר הפיננסי וכן במהלך 2009, יחד עם תנודות חדות יחסית בשוק, לעומת מדד 25 שהתאושש החל מתחילת 2009. מדד תל בונד התאושש מתחילת 2009 וזאת לאחר ירידה חדה בספטמבר 2008 בדומה לשווקי המניות. ניתן לראות כי מדד המק"מ מציג תשואה נמוכה יחסית ומושפע בעיקר מהריבית במשק.

מהתרשים השמאלי למעלה, המציג את ההחזקות בתעודות סל בהתאם לאפיק ההשקעה עולה כי אומנם, החזקות בתעודות סל העוקבות אחרי מדדי אג"ח הינן במגמת צמיחה, אך שיעורי הצמיחה התמתנו בצורה חדה במהלך שנת 2010, וזאת על רקע סביבת הריביות הנמוכה יחסית המשליכה גם על מדדי אג"ח קונצרני. בתרשים ניתן לראות את הירידה החדה (כ-52%) בשווי הנכסים המנוהלים באפיק המנייתי בשנת 2008 ואת הצמיחה בשנים 2009 ובשנים 2010, בהתאם לשווי השוק בנכסי הבסיס. נציין כי גם האפיק האג"חי רשם גידול, אך נמוך מהאפיק המנייתי. בהתאם לנתוני הבורסה, הגיוסים בתעודות סל באפיק האג"חי עמדו על כ-0.6 מיליארד ₪ בלבד בשנת 2010 ומרבית העלייה הינה כתוצאה מעליית מדדי האג"ח.

קרנות הנאמנות נהנות מיתרון יחסי בגיוסים באפיק האג"חי וזאת על רקע סביבת הריביות הנמוכה ועמלות קנייה ומכירה בתעודות הסל. בתעודות המנייתיות הרגישות לעמלות קנייה ומכירה נמוכה יותר.



מקור הנתונים: בנק ישראל ועיבוד מידרוג.

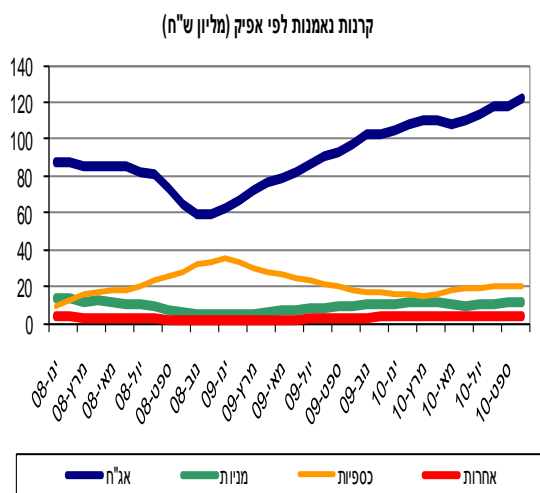
לחלק מקרנות הנאמנות קיים דומים לתעודות הסל, אל אף שהמוצרים שונים בבסיסם. תעודות הסל הינם מכשירים המבטיחים את תשואת המדד (Firm Commitment) בעוד שקרן הנאמנות, הינה מוצר מנוהל אקטיבית, ואינה מחויבת לתשואת המדד אחריו עוקבת וההתחייבות הינה על בסיס Best Effort. נציין כי קרנות הנאמנות הינן מוצר ותיק בשוק ההון הישראלי, עם היקף שוק של כ-160 מיליארד ₪. בשנים האחרונות רובו מנוהל באפיק האג"חי. תעודת הסל הראשונה הונפקה בשנת 2000, על ידי פסגות אופק.

בתרשים מצד שמאל ניתן לראות את התפתחות השווקים החל מינואר 2008.



מידרוג

בשנת 2010 נרשמו גיוסים בסך של כ-14 מיליארד ₪ בקרנות האג"ח וזאת לעומת גיוסים שאינם עולים על מיליארד ₪ בקרנות המנייתיות. לעומתן, תעודות הסל האג"חיות גייסו כאמור, 0.6 מיליארדי ₪ בלבד בשנת 2010. קרנות הנאמנות נהנות מיתרון יחסי בגיוסים באפיק האג"ח וזאת על רקע סביבת הריביות הנמוכה ועמלות קנייה ומכירה בתעודות הסל אשר מייקרות את תעודת הסל ללקוח ביחס לקרן הנאמנות. בתעודות הסל המנייתיות הרגישות לעמלות קנייה ומכירה נמוכה יותר.



מקור הנתונים: בנק ישראל ועיבוד מידרוג.

בתרשים משמאל מוצגת התפתחות שווי נכסי קרנות הנאמנות באפיקים השונים. נציין כי בבורסה לני"ע רשומות 102 קרנות מחקות, שהינן קרנות נאמנות אשר מטרתן לעקוב אחר מדד לייחוס. שווי נכסי הקרנות המחקות עומד על כ-3.5 מיליארד ₪. כאשר רובן קרנות אג"חיות (כ-85%) והיתר מנייתיות, וזאת משקפת תמונה דומה לתמהיל בקרנות הנאמנות בכלל. שווי נכסי הקרנות הכספיות לסוף אוקטובר 2010 עמד על כ-19.7 מיליארד ₪. מדובר על 47 קרנות, כאשר מרבית הנכסים (כ-95%) מוחזקים בקרנות השקליות והיתר בקרנות מט"ח (דולר ארה"ב ויורו). ניתן לראות בתרשים, את המשך צמצום ההשקעה באפיק זה. נציין כי כ-70% מהקרנות הכספיות אינן גובות דמי ניהול ואף מסבסדות את עמלת ההפצה בגובה של 0.125%.

תיקון 16 אשר צפוי להסדיר את אופן ההחזקה בנכסים המגבים בדומה לקרנות נאמנות וכן יעבה את מנגנוני הבקרה והפיקוח הנדרשים מכוח הרגולציה הקיימת כיום

תיקון 16 הינו תיקון חוק השקעות משותפות בנאמנות כך שהרגולציה החלה על קרנות נאמנות תחול גם על מכשירים פיננסיים דומים, לרבות תעודות הסל. הצעת תיקון החוק דנה גם בקרנות הסל¹. הרגולציה החלה על קרנות נאמנות מבוססת על מנגנוני הסדרה ופיקוח בעוד שתעודות הסל, המונפקות בהתאם לתשקיפים בהתאם לחוק ני"ע, ועל מנפיקהן חלה חובת גילוי.

מנהל תעודות הסל יהיה מחוייב ביצירת יחידות תעודות סל ופדיון. נציין כי נכון למועד כתיבת הדוח, החברות אינן מחויבות ליצירת יחידות ואף לא לפדיון במהלך המסחר, אלא במסגרת הליך המרה, המבטיח למשקיע את שווי המדד (בכסף או בנכסים) במועד נעילת המסחר או פתיחת המסחר, בהתאם לתעודה.

¹ קרן הסל – הינה קרן נאמנות מחקה, שיחידותיה ירשמו למסחר בבורסה ורכישת יחידותיה תתאפשר במהלך המסחר בלבד.



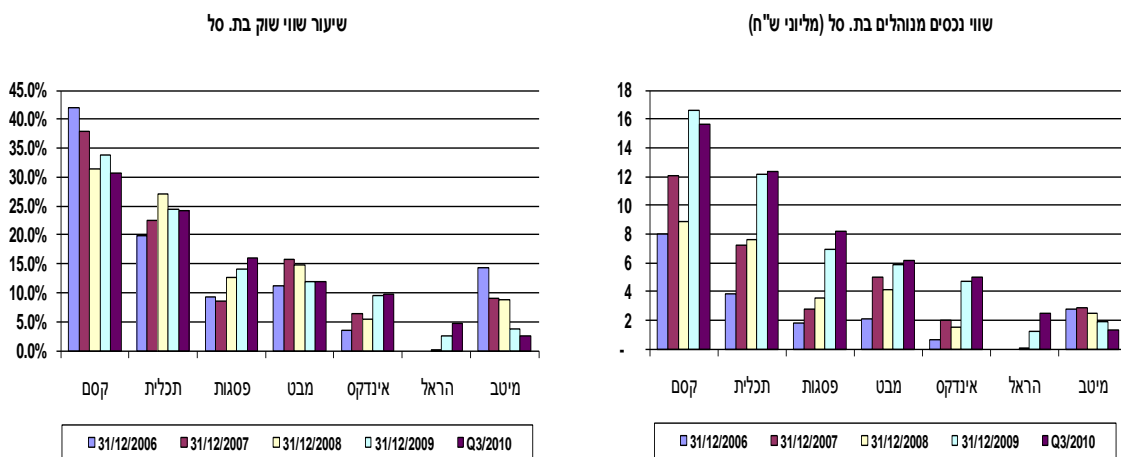
מידרוג

בתקנות מכוח החוק יקבעו מגבלות בדבר סוגי הנכסים אותם רשאי להחזיק מנהל תעודת הסל, מודל הון עצמי כנגד החשיפות לסיכוני שוק וסיכוני אשראי. כמו כן, מינוי מנהל לתעודת הסל או החלפת מנהל תהיה כפופה לאישור הרשות לני"ע. ההון העצמי יופקד בנאמנות עבור מחזיקי תעודות הסל.

עסקת תכלית ואינדקס והתפלגות שווי הנכסים המנוהלים בענף

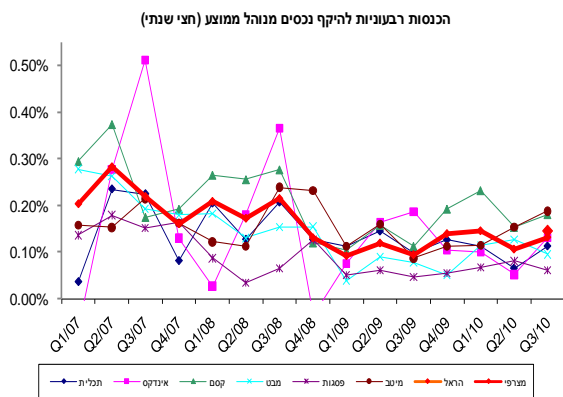
בית ההשקעות דש אייפקס הולדינגס בע"מ רכש כמחצית מפעילות קבוצת תכלית, אחת משתי חברות תעודות הסל הגדולות בישראל, המנהלת כ-14.2 מיליארד ₪, נכון לסוף ינואר 2011. נציין כי החברה נרכשה כחברה בעלת תשתית להפעלת התעודות. העסקה בוצעה לפי שווי פעילות של כ-180 מליון ₪. שווי זה מהווה שיעור של כ-1.5% ביחס להיקף הנכסים המנוהלים לסוף המחצית הראשונה בשנת 2010 (כ-11.9 מיליארד ₪). המכפיל ביחס להכנסות הקבוצה בשנת 2009 (כ-48 מליון ₪) הינו כ-3.7. בנוסף, הודיעה דש אייפקס הולדינגס בע"מ המחזיקה כמחצית מחברת תעודות הסל אינדקס, המנהלת תעודות סל בהיקף של כ-5.8 מיליארד ₪, נכון לסוף ינואר 2011, על כוונה לרכוש את חלקם של בעלי המניות הנותרים, וזאת בכפוף לקיומם של תנאים מתלים, לפי שווי פעילות של כ-77.7 מליון ₪. שווי זה מהווה שיעור של כ-1.3% ביחס להיקף הנכסים המנוהלים לסוף ינואר 2011 (כ-5.8 מיליארד ₪). המכפיל ביחס להכנסות הקבוצה ב-3 הרבעונים הראשונים 2010, במונחים שנתיים (כ-18 מליון ₪) הינו כ-4.2. בהתאם לדיווח דש אייפקס הולדינגס בע"מ נבחנת האפשרות למיזוג תכלית ואינדקס. נכון לסוף ינואר 2011 היקף הנכסים המנוהלים על ידי תכלית ואינדקס הינו כ-20 מיליארד ₪ (כ-34% מסך הנכסים בענף) לעומת כ-18.3 מיליארד ₪ על ידי קסם החברה הגדולה בענף נכון להיום (כ-31% מסך הנכסים המנוהלים בענף).

להלן תרשים של שווי הנכסים המנוהל על ידי מנהלי תעודות הסל:

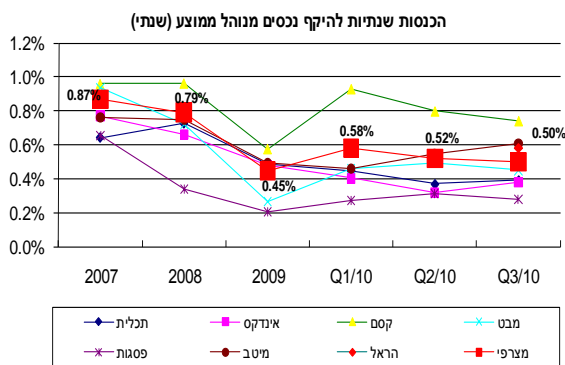


מקור הנתונים: דוחות כספיים של חברות תעודות הסל ועיבוד מידרוג. הנתונים כוללים תעודות פיקדון.

שיעור ההכנסות ביחס להיקף הנכסים המנוהל המשיך לעלות בשנת 2010, בהמשך למגמת העלייה שהחלה בשנת 2009. העלייה הינה על רקע העלייה בשווי הנכסים באפיק המנייתי בשנים 2009 ו-2010. נציין כי שיעור זה נמוך משמעותית ביחס לשנים קודמות וזאת בעיקר על רקע התחרות בין השחקנים.



מקור הנתונים: דוחות כספיים של החברות ועיבוד מידרוג. הנתונים כוללים גם נתונים של תעודות פיקדון המנוהלות על החברות. בנתוני הרבעון השלישי 2010 נכללים נתונים חברת הראל (גם בנתונים המצרפיים).²



מקור הנתונים: דוחות כספיים של החברות ועיבוד מידרוג. נתוני 2010 כוללים את נתוני ההכנסות לשנת 2010 עד לרבעון המוצג מחולקים בממוצע הנכסים לאותה תקופה. נתוני הראל נכללים בנתונים המצרפיים ברבעון שלישי 2010 בלבד ועל בסיס אותו רבעון במונחים שנתיים.²

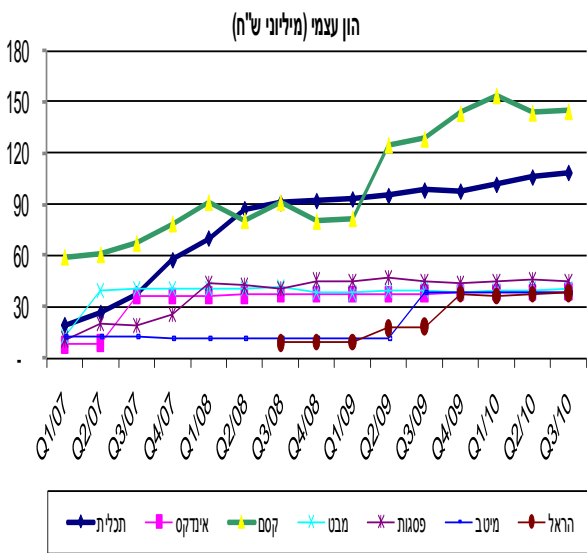
חברת תכלית מציגה שיעור הכנסות דומה לממוצע הענפי. הכנסות החברות מושפעות גם מתמהיל הנכסים המנוהלים על ידם (למשל: מיטב מוטת תעודות פיקדון) וכן ממתן הנחות כחלק מאסטרטגיה לגידול בנכס השוק.

² עד רבעון שלישי 2010, נתוני חברת הראל לא נכללים, שכן החברה החלה את פעילותה בתחילת 2009 והכללת נתוני פעילות חדשה עשויים להטות מגמות ענפיות.



מהתרשים עולה כי שיעור ההכנסות ביחס להיקף הנכסים המנוהל המשיך לעלות בשנת 2010, בהמשך למגמת העלייה שהחלה בשנת 2009. העלייה הינה על רקע העלייה בשווי הנכסים באפיק המנייתי בשנים 2009 ו-2010. נציין כי שיעור זה נמוך משמעותית ביחס לשנים קודמות וזאת בעיקר על רקע התחרות בין השחקנים.

ההון העצמי של החברות נותר יציב בשנת 2010, הראל שנכנסה לשוק בתחילת 2009 הגדילה את הונה. במסגרת התקנות מכוח תיקון 16 ייקבע מודל חדש להון עצמי וההון לצורך עמידה בכללי הרגולציה יחושב ללא רכיבים חשבונאיים כגון הוצאות הנפקה נדחות.



מקור הנתונים: דוחות כספיים של החברות ועיבוד מידרוג.

ההון העצמי המוחזק ע"י מנהלי תעודות הסל עמד על כ- 431 מיליון ש"ח בסוף שנת 2009 ועל כ-453 מיליון ש"ח לסוף הרבעון השלישי של 2010, ואילו ההון העצמי הכלכלי (בנטרול הוצ' נדחות, רכוש קבוע, מסים נדחים, הוצ' מראש) עמד על כ-283 מיליון ש"ח לסוף שנת 2009, ונותר על סכום דומה נכון לסוף הרבעון השלישי של שנת 2010. משמאל מוצג תרשים המתאר את התפתחות ההון העצמי של החברות המנהלות החל מרבעון ראשון 2007, במיליוני ש"ח. ניתן לראות מהתרשים כי קסם ותכלית מחזיקות בהון עצמי המצרפי הגבוה ביותר במיליוני ש"ח החל משנת 2008. הקפיצה שרשמה קסם נובעת מהמיזוג עם פריזמה שהוסיף לה כ- 36 מיליון ש"ח להון העצמי. ואילו פסגות, מבט, ואינדקס מחזיקות בהון עצמי סביב ה- 36-40 מיליון ש"ח התואם לכללי הבורסה המחייבים הון מינימאלי של 36 מיליון ש"ח וזאת כתלות בהיקף וסוג התעודות המונפקות.

מנתונים אלה, ניתן לראות כי החברות מחלקות את מרבית רווחיהן לחברות האם וזאת באמצעות דמי ניהול, קיזוז הוצאות ודיבידנדים.

נציין כי במסגרת תיקון 16 ומודל ההון העצמי החדש, ההון העצמי הנדרש יהיה הון עצמי כלכלי, קרי הוא לא יכלול רכיבים חשבונאיים כגון הוצאות הנפקה נדחות, הנכללות בהון העצמי המפורט לעיל.

שוק תעודות הסל המדורגות

בהתאם לנתוני הבורסה לני"ע בתל אביב, רשומים למסחר, נכון לדצמבר 2010, 416 מוצרי מדדים. מזה: 382 תעודות סל, 18 אופציות כיסוי ו-16 סלי סחורות. היקף השוק נכון לסוף דצמבר 2010 עומד על כ-55 מיליארד ₪. מזה: 21.5 מיליארד ₪ מדדי אג"ח (39.1%), 25 מיליארד ₪ (45.45%) מניות מקומיים ו-8.5 מיליארד ₪ מדדי מניות בחו"ל (15.45%). הרכב זה הינו יציב יחסית במהלך השנתיים האחרונות.

להלן פירוט שווי השוק של תעודות הסל ותעודות הפיקדון המדורגות נכון לסוף ינואר 2011. סך המכשירים המנוהלים על ידי מנהלי תעודות הסל: קסם, תכלית, פסגות, מבט, אינדקס, הראל ומיטב הינו כ-58.3 מיליארד ₪ (כולל תעודות פיקדון). נכון למועד כתיבת הדוח, מספר תעודות הסל ותעודות הפיקדון המדורגות הינו 77 תעודות. למעלה ממחצית מהיקף התעודות (כ-60%) הינן מדורגות. לפירוט מתודולוגיית הדירוג ראה [דוח מיוחד, תעודות סל, ספטמבר 2009](#).

סוג מדד	סוף ינואר 2011	מיליון ₪	מס' תעודות
מניות בארץ	ת"א 100	8,848	6
מניות בארץ	ת"א 25	5,102	6
מניות בארץ	ת"א 75	2,546	5
מניות בארץ	יתר ת"א	588	2
מניות בארץ	ת"א בנקים	3,266	5
מניות בארץ	נדל"ן 15	170	1
מניות בארץ	פיננסים	336	2
מניות בחו"ל	S&P 500	656	2
אג"ח חברות	תל בונד 20	4,450	6
אג"ח חברות	תל בונד 40	2,113	6
אג"ח חברות	תל בונד 60	2,671	6
אג"ח חברות	תל בונד שקלי	873	4
אג"ח ממשלתי	מק"מ	543	2
אג"ח ממשלתי	א. ממשלתי לא צמוד	112	1
ת. פיקדון	דולר	1,991	9
ת. פיקדון	אירו	186	7
ת. פיקדון	שקלית	684	2
ת. פיקדון	לישט	108	2
ת. פיקדון	דולר אוסטרלי	20	1
ת. פיקדון	כתר נורבגי	2	1
ת. פיקדון	יין	2	1
סה"כ ת. סל ות. פיקדון מדורגות		35,263.13	77
סה"כ ת. סל ות. פיקדון		58,369.13	
		60.4%	

מקור הנתונים: דוחות החזקות הציבור לסוף ינואר 2011 ועיבוד מידרוג.

ניתוח איכות: בין SQ ל-MQ

מטרת בחינת ה-SQ (Servicer Quality), המבוצעת עבור כל תעודת סל מדורגת, הינה לבחון כי לנותן השירות קיימות מערכות בסיסיות ויכולת תפעול בסיסית, וזאת על מנת לוודא כי איכות נותן השירות תומך בדירוג הניתן לתעודת סל. דירוג ה-MQ (Management Quality) הינו דירוג איכותי למנהל נכסים הנבחן בחמישה יסודות: (1) מסחר ותפעול (2) ניהול ובקרת סיכונים (3) מערך ארגוני ושירות לקוחות (4) אסטרטגיה ובעלי מניות (5) ניתוח פיננסי. בכל יסוד נבחנים מספר רב של פרמטרים והניתוח מתבצע לאורך כל חמשת היסודות תוך כדי התאמה בין האסטרטגיה לבין התוצאות הפיננסיות, ניהול ובקרת הסיכונים, המסחר והתפעול. לנתונים נוספים ראה מצגת בעניין ה-MQ באתר מידרוג. דירוג ה-MQ כולל את בחינת ה-SQ ואף יותר. דירוג ה-MQ מתייחס לנהלים ולבקרה לכלל התעודות ולא לתעודה המדורגת הספציפית בלבד. נציין כי על פי רב בדירוג עסקאות מגובות נכסים ומכשירים פיננסיים מתבצעת בחינת איכות נותן השירות (SQ) וזאת על מנת לוודא כי איכות נותן השירות תומכת בדירוג ההתחייבות, וזאת לטווח זמן קצר יחסית. ההנחה היא כי בעסקאות מסוג זה בענפי פעילות מסוימים, לרבות בתעודת סל, ניתן להחליף את נותן השירות במידה ואינו מסוגל לספק את השירות הנדרש לעסקה. לחלופין, ניתן לפדות את המכשיר. בניגוד לבחינת ה-SQ, אשר מתבצעת לצורך הערכת יכולת נותן השירות לספק שירות לטווח קצר יחסית, דירוג איכות הניהול (MQ) הינו דירוג לטווח ארוך לגוף המנהל תעודות סל, דירוג זה עומד בפני עצמו ולא כחלק מדירוג תעודה ספציפית ומשקף את הערכתה של מידרוג בדבר איכות החברה המנהלת את תעודות הסל וזאת בהתבסס על שקלול יכולות הניהול ומערכות הבקרה והפיקוח.

שיפור תפעולי בניהול תעודות הסל, וזאת לצד אתגרים כגון תכניות לשעת משבר, לרבות היערכות באתרים חלופיים

ענף תעודות הסל רשם צמיחה משמעותית מאז הנפקתה של תעודת הסל הראשונה בשנת 2004. ניהול תעודות הסל הינו תחום עתיר תפעול, כאשר מטרת מנהל תעודת הסל הינה לבצע מעקב מדויק אחר המדדים על מנת לעמוד בבקשות ההמרה של המשקיעים והן בעשיית השוק, אשר מתבצעת, נכון למועד כתיבת דוח זה, על ידי מנהל תעודת הסל. התפעול מבוסס על מערכות מסחר ו-Back Office מתקדמות והן על הגדרת החשיפות והמגבלות על ידי מנהל הסיכונים וכן בקרת העמידה בהן. במהלך השנתיים האחרונות, רוב השחקנים בשוק הקימו מערכות ניהול סיכונים המאפשרות מעקב אחר היקף החשיפות בכל תעודה המנוהלת על ידם, וזאת באופן מדויק ואמין יותר מאשר בעבר. כמו כן, כל השחקנים ביצעו שיפורים במערכות ובנהלים הקיימים, וזאת במטרה לצמצם את החשיפות הנובעות מניהול מכשיר סחיר.



הקלה תפעולית על מנהלי תעודות הסל בעקיבה אחר המדד, בעקבות שינוי שיטת חישוב המדדים של הבורסה בשנת 2010

ביולי 2007 עדכנה הבורסה את שיטת חישוב המדדים בהם קיימות מגבלות על משקל מנייה בודדת. עיקר השינוי הינו בקיבוע שיעור הכללת הנכסים בעלי שווי השוק הגבוה (אשר לגביהם מגבלת תקרת המשקל אפקטיבית), כך ששיעור זה מחושב אחת לרבעון ומעודכן אחת לשבוע (במידה והפער גבוה ביחס למגבלה עולה ב-50%) או באירועים חריגים. הפקטור אשר משמש לחישוב המשקלות במדדים השונים מפורסם על ידי הבורסה מראש. השינוי מהווה הקלה תפעולית על מנהלי מוצרי המדדים ומפחית את הצורך בפעולות איזון יומיות, שכן טרם השינוי מנהלי התעודות ביצעו פעולות איזון אלו מדי יום על מנת לעקוב אחר המדד המתפרסם על ידי הבורסה. להערכתנו, הפחתת מספר הפעולות הנדרשות לעקיבה אחר המדד (מכירה וקנייה של נכסים מגבים) מפחיתה את הסיכון התפעולי.

מעקב

מעקב אחר תעודות הסל הינו חלק בלתי נפרד מהדירוג. במסגרת המעקב נבחנת עמידה בכל המגבלות שהחברה קיבלה על עצמה: יחס נכסים להתחייבויות, סטייה מהמשקל במדד, סוג מכשירים מותרים להשקעה, וכן בדיקה כי אין שינוי ביכולת החברה לנהל את התעודה כנדרש. כמו כן, מתבצע מעקב מול הנאמן ומול החברה במקרים של שינויים קיצוניים בשוק ההון. עקב התנודות בשוק, נבדקת מחדש התאמת המגבלות לדירוג התעודות. במידת הצורך תעודות הסל המדורגות לוקחות על עצמן מגבלות שמרניות יותר על מנת לתמוך בדירוג ו/או מגדילות את התחייבותן לשמירה על עודף הנכסים.

מתודולוגיה

[דוח מיוחד, תעודות סל, ספטמבר 2009.](#)

[דוח מתודולוגי, תעודות פיקדון, מאי 2010.](#)

[סולם דירוג האשראי לתעודות סל ואג"ח מגובות NOTES, ספטמבר 2009.](#)

© כל הזכויות שמורות למדרוג בע"מ (להלן: "מידרוג") 2011

מסמך זה, לרבות פסיקה זו, הוא רכוש הבלעדי של מידרוג והוא מוגן על ידי זכויות יוצרים ודיני הקניין הרוחני. אין להעתיק, לצלם, לשנות, להפיץ, לשכפל או להציג מסמך זה למטרה מסחרית כלשהי ללא הסכמת מידרוג בכתב.

כל המידע המפורט במסמך זה ושעליו הסתמכה מידרוג נמסר לה על ידי מקורות הנחשבים בעיניה לאמינים ומדויקים. מידרוג אינה בודקת באופן עצמאי את נכונותו, שלמותו, התאמתו, דיוקו או אמיתותו של המידע (להלן: "המידע") שנמסר לה והיא מסתמכת על המידע שנמסר לה לצורך קביעת הדירוג על ידי החברה המדורגת.

הדירוג עשוי להשתנות כתוצאה משינויים במידע המתקבל ו/או כתוצאה מקבלת מידע חדש ו/או מכל סיבה אחרת. עדכונים ו/או שינויים בדירוגים מופיעים באתר האינטרנט של מידרוג שכתובתו: www.midroog.co.il. הדירוגים המתבצעים על ידי מידרוג הנם בגדר חוות דעת סובייקטיבית ואין הם מהווים המלצה לרכישה או להימנעות מרכישה של איגרות חוב או מסמכים מדורגים אחרים. אין לראות בדירוגים הנעשים על ידי מידרוג כאישור לנתונים או לחוות דעת כלשהן או כניסיונות לבצע הערכה עצמאית למצבה הכספי של חברה כלשהי או להעיד על כך, ואין להתייחס אליהם בגדר הבעת דעה באשר לכדאיות מחירן או תשואתן של איגרות חוב או של מסמכים מדורגים אחרים. דירוגי מידרוג מתייחסים במישורן רק לסיכונים אשראי ולא לכל סיכון אחר, כגון הסיכון כי ערך השוק של החוב המדורג ירד עקב שינויים בשערי ריבית או עקב גורמים אחרים המשפיעים על שוק ההון. כל דירוג או חוות דעת אחרת שמעניקה מידרוג צריכים להישקל כמרכיב בודד בכל החלטת השקעה הנעשית על ידי משתמש במידע הכלול במסמך זה או על ידי מי מטעמו, ובהתאם, כל משתמש במידע הכלול במסמך זה חייב ללמוד ולבצע הערכה של כדאיות השקעה מטעמו לגבי כל מנפיק, ערב, אגרת חוב או מסמך מדורג אחר שבכוונתו להחזיק, לרכוש או למכור. דירוגיה של מידרוג אינם מותאמים לצרכיו של משקיע מסוים ועל המשקיע להסתייע בייעוץ מקצועי בקשר עם השקעות, עם הדין או עם כל עניין מקצועי אחר. מידרוג מצהירה בזאת שהמנפיקים של איגרות חוב או של מסמכים מדורגים אחרים או שבקשר עם הנפקתם נעשה דירוג, התחייבו לשלם למידרוג עוד קודם לביצוע הדירוג תשלום בגין שרותי הערכה ודירוג הניתנים על ידי מידרוג.

מידרוג הינה חברת בת של מודי'ס אינבסטורס סרויס לנד. (Moody's Investors Service Ltd.) (להלן: "מודי'ס"), שלה 51% במידרוג. יחד עם זאת, הליכי הדירוג של מידרוג הנם עצמאיים ונפרדים מאלה של מודי'ס, ואינם כפופים לאישורה של מודי'ס. בו בזמן שהמתודולוגיות של מידרוג מבוססות על אלה של מודי'ס, למידרוג יש מדיניות ונהלים משלה וועדת דירוג עצמאית.

למידע נוסף על נהלי הדירוג של מידרוג או על ועדת הדירוג שלה, הנכם מופנים לעמודים הרלוונטיים באתר מידרוג.