



# Funded CDS/CLN

דוח מתודולוגי | יולי 2015

אנשי קשר:  
יובל סקורניק, ראש צוות בכיר  
[yuvals@midroog.co.il](mailto:yuvals@midroog.co.il)

מטרת דוח זה הינה להסביר את גישת מידרוג להערכת סיכוני אשראי הגלומים במכשירי חוב מסוג Funded CDS/CLN. הדוח נועד לשקף את המאפיינים האיכותיים והכמותיים העיקריים המשפיעים על דירוג מכשירי חוב אלו, ויכול לשמש ככלי עזר לחברות, משקיעים ובעלי עניין אחרים בשוק ההון בהבנה כיצד גורמים כמותיים ואיכותיים עשויים להשפיע על דירוגי מכשירי חוב אלו. הדוח לא מכיל דיון ממצה בכל הגורמים הגלומים בדירוג, אלא נועד לאפשר לקורא להבין את השיקולים הכמותיים, סטטיסטיים, איכותיים ומשפטיים שהינם בדרך כלל המשמעותיים והחשובים ביותר בקביעת דירוגים מסוג זה.

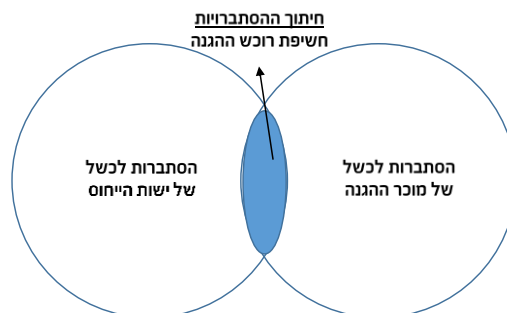
מהות הפרסום מחדש הינה הוספת מכשיר פיננסי נוסף במתודולוגיה זו, וכן אין בפרסום מחדש השפעה על דירוגים קיימים. יש לציין כי נכון למועד פרסום המתודולוגיה, טרם דורגו במידרוג עסקאות מסוג CLN.

עסקת CDS (Credit Default Swap) ועסקת CLN (Credit Linked Note) (להלן: "עסקאות") הינן עסקאות הגנה מפני האפשרות כי בחברה או בכל ישות אחרת יתקיים אירוע אשראי שיוביל לאובדן ערך למחזיקים בחובה הפיננסי (להלן: "אירוע אשראי"). מהות העסקאות הינה העברת סיכונים מצד א' (מנפיק/קונה ההגנה) לצד ב' (משקיע/מוכר ההגנה) בתמורה לתשלום מוסכם. עסקאות סטנדרטיות בין שני צדדים יורכבו מרכישת הגנה ע"י צד א' מצד ב' בגין התקיימות אירוע אשראי בחברה מסוימת (להלן: "ישות הייחוס"), תוך תשלום מוסכם לתקופה מוגדרת. בעסקאות CDS, במידה ולא יתקיים אירוע אשראי ביישות הייחוס במהלך התקופה, צד ב' לא יעביר כל תשלום לצד א'. לעומת זאת, במידה ויתקיים אירוע אשראי ביישות הייחוס במהלך התקופה, צד ב' יעביר תשלום בסכום ההגנה לצד א' וצד א' מצדו, יעביר את הזכויות בהתחייבויות פיננסיות של ישות הייחוס (להלן: "חוב הייחוס") לצד ב'. בעסקאות CLN, מוכר ההגנה מעביר תשלום מוסכם בין הצדדים בעסקה במועד ביצועה (בהתאם לשיעור ההגנה שמעניק לרוכש ההגנה בקשר עם החוב לייחוס), ורוכש ההגנה מתחייב להחזרת הכספים, תוך העברת תשלומים עיתיים, בהתאם ללוח סילוקין מוסכם המוגדר במסמכי העסקה, והכל בהתאם להיקף ומועד פירעון החוב של ישות הייחוס. במידה ויתקיים אירוע אשראי ביישות הייחוס, המנפיק בעסקת CLN יבצע את כלל הפעולות הנדרשות אל מול ישות הייחוס, והכל בהתאם לכללים שנקבעו במסגרת הסכם העסקה מול המשקיע.

**בפועל, עסקאות אלו מגנות על צד א' מפני אובדן ערך כתוצאה מאירוע אשראי ביישות הייחוס.**

**חשיפות בעסקאות CDS ו-CLN**

- עסקאות CDS ו-CLN טומנות בחובן סיכונים שונים. אופי סיכונים אלה והצד החשוף אליהם תלוי באופן מימון העסקה:
- **עסקת Unfunded CDS** - עסקה שאינה כוללת העברת בטוחה ממוכר ההגנה לרוכש ההגנה בתחילת העסקה.
- **חשיפת מנפיק/רוכש ההגנה** - בהינתן כשל בחוב הייחוס, רוכש ההגנה חשוף לכשל של מוכר ההגנה.



- **חשיפת משקיע/מוכר ההגנה** - חשיפה לכשל של חוב הייחוס.

- **עסקת Funded CDS** - עסקה הכוללת העברת בטוחה ממוכר ההגנה לרוכש ההגנה במועד תחילת העסקה.
  - חשיפת מנפיק/רוכש ההגנה - בהינתן כשל בחוב הייחוס, רוכש ההגנה זכאי למימוש הבטוחה. במקרה בו הבטוחה מופקדת בצד ג', קיימת חשיפה לסיכון הגוף בו מופקדת הבטוחה.
  - חשיפת משקיע/מוכר ההגנה - בהינתן כשל בנכס הייחוס ו/או בגוף בו מופקדת הבטוחה, מפסיד מוכר ההגנה את הבטוחה. קיים סיכון מצרפי בין ישות הייחוס לגוף בו מופקדת הבטוחה.
- **עסקת CLN** - עסקה הכוללת העברת כספים מהמשקיע למנפיק במועד תחילת העסקה.
  - חשיפת מנפיק/רוכש ההגנה - בהינתן כשל בחוב הייחוס, המנפיק זכאי למימוש הכספים שהופקדו במועד תחילת העסקה. במקרה בו הכספים מופקדים בצד ג', קיימת חשיפה לסיכון הגוף בו מופקדים הכספים.
  - חשיפת משקיע/מוכר ההגנה - בהינתן כשל בישות הייחוס ו/או במנפיק, המשקיע עשוי לספוג הפסד כספי. קיים סיכון מצרפי בין ישות הייחוס למנפיק.

ניתן לראות כי ההסתברות לאובדן כספי בעסקאות Funded CDS/CLN עבור מוכר ההגנה/המשקיע שקולה להסתברות המצרפית לכשל בגוף בו מופקדת הבטוחה/הכספים ולכשל בישות הייחוס בניכוי ההסתברות לכשל משותף. יובהר, כי לצורך חישוב תוחלת ההפסד הצפוי הגוזרת את דירוג האשראי למוכר ההגנה/המנפיק לא תנוכה ההסתברות לכשל המשותף.

$$P(A) = \sum_{i=B}^C P(i) - P(B \cap C)$$

A - מאורע בו מתרחש אובדן כספי עבור מוכר המשקיע/מוכר ההגנה

B - מאורע בו מתרחש כשל בחוב הייחוס

C - מאורע בו מתרחש כשל בגוף בו מופקדת הבטוחה/הכספים

### מתודולוגיה

בעסקאות מסוג Funded CDS\CLN, דהיינו, עסקאות הכוללות העברת בטוחה בעסקת CDS או לחילופין, בעסקת CLN בה מתבצעת העברת כספים מהמשקיע למנפיק, במועד תחילת העסקה, כנגד התחייבות להחזירם בהתאם ללוח סילוקין מוגדר, דירוג מידרוג בוחן, בין היתר, את מבנה העסקה וסיכויי האשראי של רוכש ההגנה/המנפיק וישות הייחוס. הגישה הכללית של מידרוג בנוגע לדירוג עסקאות אלו הינה ההערכה של תוחלת ההפסד תחת תרחישי הפסדים שונים. חישוב ההסתברות לכשל ותוחלת ההפסד הצפוי נעשה על בסיס דירוג האשראי של הצד הרלוונטי, בהינתן כי לכל התחייבויותיו של מנפיק מסוים, הסתברות זהה לכשל. לצורך גזירת ההסתברות לכשל, יעשה שימוש בדירוגי מידרוג או הערכת דירוג של מידרוג<sup>1</sup>, כדלהלן:

<sup>1</sup> הערכת דירוג (Credit Estimate) הינה הערכה לא פומבית של איכות האשראי של התחייבות כלשהי. ההערכה הינה לזמן נתון, אינה מהווה דירוג אשראי ולא מאושרת בוועדת דירוג. הדירוג בוועדת דירוג עשוי להיות שונה באופן משמעותי מהערכת הדירוג. כמו כן, אין מעקב להערכת דירוג אך ייתכן ויתעדכן מעת לעת. בדרך כלל, הערכת דירוג מבוססת על מידע פומבי או מידע מצד שלישי, ללא השתתפות המנפיק.

- **תאגידיים שאינם מוסדות פיננסיים** - דירוג מידרוג (או הערכת דירוג של מידרוג) לחוב הבכיר ביותר שהנפיק התאגיד.
- **מוסדות פיננסיים** -
  - **בנקים** - דירוג מידרוג (או הערכת דירוג של מידרוג) לפיקדונות לזמן ארוך.
  - **חברות ביטוח** - דירוג מידרוג IFSR<sup>2</sup> (או הערכת דירוג של מידרוג) בהפחתת רמת דירוג אחת.

המשקיע/מוכר ההגנה

בתהליך הדירוג נבחן סיכון ישות הייחוס וסיכון הגוף בו מופקדת הבטוחה או סיכון מנפיק ה-CLN. הניתוח יבוצע תוך בחינת תוחלת ההפסד הצפוי של כל אחד מהצדדים וזאת, בהתבסס על דירוגו וטבלת תוחלת ההפסד הצפוי (Moody's Idealized Loss Table). מאחר וכשל של כל אחד מהצדדים בנפרד יביא להפסד עבור מוכר ההגנה, שיעור תוחלת ההפסד לצרכי הדירוג הינו שיעור תוחלת ההפסד המצרפי. כלומר, לא תנוכה ההסתברות לכשל משותף בין שתי הישויות. להלן פירוט אופן החישוב:

$$E(L_A) = \sum_{i=B}^C E(L_i)$$

$L_i$  - הפסד בהתרחש מאורע  $i$

A - מאורע בו מתרחש אובדן כספי עבור מוכר ההגנה/המשקיע

B - מאורע בו מתרחש כשל בחוב הייחוס

C - מאורע בו מתרחש כשל בגוף בו מופקדת הבטוחה/הכספים

המנפיק/רוכש ההגנה

בעסקת Funded CDS/CLN, לרוכש הגנה/המנפיק קיים סיכון במקרה בו הבטוחה/הכספים מופקדים בצד ג' בהינתן כשל של ישות הייחוס. יבוצע ניתוח מסוג Joint Default Analysis, לצורך זיהוי ההסתברות לכשל וההפסד הצפוי במקרה של כשל משותף של ישות הייחוס וצד ג' בו מופקדת הבטוחה/הכספים.

**מבנה העסקה**

במסגרת הליך הדירוג יבחנו הפרמטרים הקשורים בהסכמים המשפטיים בין המשקיע/מוכר ההגנה לרוכש למנפיק/רוכש ההגנה. בעסקאות CDS, יבחנו כלל ההסכמים המשפטיים והתאמתם לכללי ה-ISDA, לרבות בחינת ה-ISDA Master Agreement ומסמכים משלימים עליהם התחייבו הצדדים המגדירים את המבנה המשפטי של העסקה, ונושאים נוספים בקשר עם תנאיה.

**מעקב**

לאחר ביצוע הדירוג הראשוני לעסקה, יתבצע מעקב אחר שינויים מהותיים במאפייני העסקה הכוללים, בין היתר, שינוי בדירוג יישות הייחוס ו/או שינוי בדירוג המנפיק/רוכש ההגנה, לרבות שינוי בתנאי העסקה. בהתרחשות מקרים אלו, אשר צפויים להשפיע על תוחלת ההפסד הצפויה בעסקה, תתבצע בחינה מקיפה של השפעות השינויים על הדירוג.

<sup>2</sup> Insurance Financial Strength Rating



## דיווחים

במסגרת דירוג עסקת Funded CDS/CLN, המנפיק יידרש להעביר דיווחים שוטפים לתיבת דואר אלקטרוני ייעודית בקשר עם כל חריגה ממסמכי העסקה, כפי שנקבעו בהסכם בינו לבין המשקיע, לרבות דיווחים לגבי התרחשות מקרים חריגים אשר משפיעים ו/או עשויים להשפיע על דירוג העסקה.

© 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 ולסיכוני 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 סיכוני 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 סיכוני 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 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 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 ייעוץ השקעות או ייעוץ פיננסי, וכן אין בהם משום התייחסות להתאמה של השקעה כלשהי למשקיע מסוים או המלצה להשקעה מכל 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 בייעוץ מקצועי בקשר עם השקעותיו, עם הדין החל על ענייניו ו/או עם כל עניין מקצועי אחר. 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 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 שבכונתו 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 לתקן 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 לא.

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>.