

מתודולוגיה

קריטריונים לדירוג הנפקות של חברות לא-פיננסיות בסולם הדירוג המקומי של Standard & Poor's Maalot

קצין קריטריונים EMEA Corporate:

Peter Kernan, London, (44) 20-7176-3618, peter.kernan@standardandpoors.com

אנליסט ראשי:

יובל טורבטי, תל אביב, 972-3-7539701, yuval.torbati@standardandpoors.com

תוכן עניינים

תחולת הקריטריונים

השלכות לגבי הדירוגים הקיימים

תאריך תוקף

מתודולוגיה

דירוג אשראי של מנפיקים (ICR)

דירוג אשראי של התחייבויות מובטחות בביטחונות

דירוג אשראי של התחייבויות לא מובטחות בכירות

דירוג אשראי של התחייבויות נחותות על פי חוזה

מחקר קשור

{הערת העורך: מאמר מתודולוגי זה מחליף ומייתר את המאמר "סולם הדירוג המקומי של Standard & Poor's Maalot: מתודולוגיה לדירוגי הנפקות" שפורסם ביום 22 לפברואר, 2010}

1. Standard & Poor's Maalot מעדכנת ומפרטת את המתודולוגיה לקביעת דירוג על פי סולם הדירוג המקומי של Standard & Poor's Maalot להנפקות של חוב מובטח או חוב נחות-חוזית (contractually subordinated) שמנפיקים תאגידים לא-פיננסיים. מאמר זה מתקשר למאמר "Principles Of Credit Ratings" שפורסם על ידי Standard & Poor's באתר RatingsDirect ב-16 לפברואר 2011, וכן למאמר "National & Regional Scale Credit Ratings Criteria" שפורסם ב-22 לספטמבר 2014.

תחולת הקריטריונים

2. מאמר זה מציג את המתודולוגיה לדירוג חוב מובטח או נחות חוזית שמנפיקים תאגידים לא-פיננסיים, על פי סולם הדירוג המקומי של Standard & Poor's Maalot. המאמר מתאר כיצד S&P Maalot משפרת דירוגים (notching up) של הנפקות מובטחות ביחס לדירוג המנפיק (ICR - Issuer Credit Rating), על מנת לשקף סיכויי שיקום חוב (recovery prospects) גבוהים יותר לחוב מובטח. כמו כן, המאמר מתאר כיצד S&P Maalot מנחיתה דירוגים (notching down) של התחייבויות נחותות חוזית ביחס לדירוג המנפיק (ICR), על מנת לשקף את סיכויי שיקום החוב הנמוכים של התחייבויות אלו.

3. הקריטריונים המפורטים במאמר זה אינם מיושמים על דירוג התחייבויות של מוסדות פיננסיים (לרבות מוסדות פיננסיים שאינם בנקים) וחברות ביטוח. לפרטים על אופן הטיפול בדירוגי הנפקות של מוסדות פיננסיים (לרבות מוסדות פיננסיים שאינם בנקים) וחברות ביטוח, שאינם נכללים במאמר זה, אנא ראו את המאמר "National & Regional Scale Credit Ratings Criteria" שפורסם ב-22 לספטמבר 2014.

4. הקריטריונים המפורטים במאמר זה משפיעים רק על דירוגי הנפקות על פי סולם הדירוג המקומי של Standard & Poor's Maalot לזמן ארוך ולא על דירוגים על פי הסולם הגלובלי הניתנים למנפיקים ישראליים. בנוסף, הקריטריונים הללו אינם מתייחסים לדירוגים לזמן קצר או לכל דירוג מקומי אחר מחוץ לישראל. כמו כן, הקריטריונים אינם מתייחסים להשפעה על דירוג של הנפקה המאפשרת דחייה או ביטול של תשלום חוב, או המאפשרת המרה כפויה להון מניות או הון היברידי.

השלכות לגבי הדירוגים הקיימים

5. לעדכון הקריטריונים לא יהיה השפעה על דירוגים קיימים של הנפקות או הלוואות של מנפיקים לא-פיננסיים. לגבי מוסדות פיננסיים וחברות ביטוח, שכאמור הנם מחוץ לתחולת הקריטריונים המפורטים במאמר זה, אנא ראו את המאמר "National & Regional Scale Credit Ratings Criteria" שפורסם ב-22 לספטמבר, 2014.

תאריך תוקף

6. קריטריונים אלו יישומו לאלתר.

מתודולוגיה

דירוג אשראי של מנפיקים (ICR)

7. Standard & Poor's Maalot מפרסמת את דירוגי המנפיק (ICR) של תאגידים ישראלים על פי סולם הדירוג המקומי הישראלי. למידע נוסף על סולם הדירוג המקומי הישראלי למנפיקים ראו פרק "Issuer Credit Ratings" במאמר "Standard & Poor's Ratings Definitions" שפורסם ב-22 לספטמבר 2014, תחת "Standard & Poor's Maalot (Israel) National Scale Ratings Definitions" וכן באתר www.maalot.co.il.

דירוג אשראי של התחייבויות מובטחות בביטחונות

8. בקביעת דירוג טווח ארוך לחוב מובטח אנו משקללים הן סיכויי חדלות פירעון והן את סיכויי שיקום החוב. סיכויי שיקום החוב של ההתחייבות עשויים להתבטא בשיפור לדירוג (notching up) ביחס לדירוג המנפיק (ICR). ההחלטה לשיפור הדירוג תלויה בשלושה שיקולים מרכזיים, כדלקמן:

השיקול הכלכלי

9. מהו היקף הקרן והריבית של החוב המובטח הזמין לנושים המובטחים בקרות אירוע של כשל פירעון?

10. על פי נסיונו, השבת החוב עשויה להיות מושפעת ממכלול של שיקולים משפטיים ואנליטיים. לדוגמא, אם יש עודף ניכר ביחס שבין שווי הבטחונות לשווי ההתחייבות, נוכל להניח כי היקף שיקום החוב לנושים יהיה גבוה יותר מאשר במקרה של שווי בטוחות שווה ערך לשווי ההתחייבות (אף כי הנושה לא יקבל לעולם יותר מסכום ההתחייבות בתוספת הריבית שנצברה). במקרה שהשבת החוב נשענת על שוויון של בטוחות, נקבע את הערך הזמין להשבה על פי

תרחישי קיצון היפותטיים לשווי הביטחונות אחרי מקרה של חדלות פירעון, וזאת כחלק משיקולינו האנליטיים.

אורכה של הדחייה בתשלומים

11. הערכתנו לעיכוב האפשרי במימוש הבטוחות היא שיקול משני. אם להערכתנו תהליך המימוש צפוי להיות מהיר, ייתכן שיפור בדירוג (notching up) ברמת סבירות גבוהה יותר. מאידך, אם נעריך כי תהליך המימוש צפוי להיות ארוך, הסבירות לשיפור בדירוג של ההתחייבות מעבר לדירוג המנפיק (ICR) תהיה נמוכה יותר.

12. לעומת זאת, אם נעריך ברמת ביטחון גבוהה כי לווים יקבלו החזר מלא של הקרן והריבית במועד התשלום בפועל, נייחס משמעות פחותה לעיכובים בתשלום.

13. בהערכת עיכובים פוטנציאליים במימוש הבטוחות אנו בוחנים את:

- התייחסות המערכת המשפטית לפשיטות רגל וכיצד היא מאפשרת מימוש בטחונות (ראו "Debt Recovery for Creditors and the Law of Insolvency in Israel", מ-27 למאי, 2013);
- המבנה המשפטי של הסכם ההתחייבות. הניתוח עשוי לבדל למשל בין איגרת חוב מובטחת בנכס קבוע לבין כזו המובטחת על ידי הסכם חכירה;
- תנאי ההתחייבות.

רמת הדירוג של המנפיק

14. ככל שדירוג המנפיק (ICR) גבוה יותר, כך אנו מייחסים משקל רב יותר לתשלום מלא של ההתחייבות במועדים שנקבעו מראש במסמכי ההתחייבות. ככל שדירוג המנפיק (ICR) נמוך יותר, כך יש דגש רב יותר על תסריט שיקום החוב לאחר קורות אירוע כשל פירעון. על כן, רמת השיפור מעבר לדירוג המנפיק (ICR) תלויה בדרך כלל ברמת דירוג האשראי של המנפיק (ICR). ראו הטבלה שלהלן.

**קריטריונים לשיפור בדירוג של חוב מובטח, לעומת דירוג המנפיק, על בסיס סולם הדירוג
Standard & Poor's Maalot של המקומי**

דירוג המנפיק ICR*				
	קטגוריית ilA	קטגוריית ilBBB	ilBB+ ומטה	
ביטחון סביר בהשבה מלאה של הקן	תוספת רמת דירוג (נוץ') אחת	תוספת רמת דירוג (נוץ') אחת	תוספת רמת דירוג (נוץ') אחת	(למשל הלוואה עם בטוחה בשווי מלא 1x של החוב, לאחר תרחישי קיצון)
ביטחון גבוה בהשבה מלאה של הקן	תוספת שתי רמות דירוג (נוצ'ים)	תוספת רמת דירוג (נוץ') אחת	תוספת רמת דירוג (נוץ') אחת	(למשל הלוואה עם בטוחה בשווי של יותר מ-1.25x מהחוב, לאחר תרחישי קיצון)
ביטחון גבוה בהשבה מלאה של הקן והריבית	תוספת שלוש רמות דירוג (נוצ'ים)	תוספת שתי רמות דירוג (נוצ'ים)	תוספת רמת דירוג (נוץ') אחת	(למשל הלוואה עם בטוחה בשווי של יותר מ-1.65x מהחוב, לאחר תרחישי קיצון)

* אין שיפור בגין בטחונות לדירוגים בדירוג של ilAA ומעלה

דירוג אשראי של התחייבויות לא מובטחות בכירות

15. חברות רבות מנפיקות התחייבויות לא מובטחות, אשר בינן לבין עצמן הן בכירות או נחותות בהתאם למבנה החוזי שלהן או מכיוון שהונפקו על ידי חברת אם או חברות בנות.
16. באופן כללי, אנו מדרגים, על פי סולם הדירוג המקומי הישראלי, את ההתחייבויות הלא מובטחות הבכירות (senior unsecured) ברמה של דירוג האשראי של המנפיק (ICR). לפיכך, דירוג התחייבויות בכירות אלו אינו נחות גם אם סיכויי ההשבה של החוב נמוכים יותר בשל חובות אחרים של המנפיק שעשויים להיות מובטחים, או בשל העובדה שהמנפיק ניזון מדיבדנדים שמקורם מחברות בנות ולפיכך קיימת נחיתות מבנית של החוב הלא מובטח הבכיר להתחייבויות של חברות הבת. דירוג ההתחייבויות הלא מובטחות הבכירות מבטא את הערכתנו לסיכון חדלות פירעון שאליו מושווים הדירוגים של ההתחייבויות האחרות של המנפיק.

דירוג אשראי של התחייבויות נחותות על פי חוזה

17. כאשר תשלומי חוב בלתי מובטח נחותים על פי תנאי חוזה ההלוואה, ביחס לאחת או יותר מההתחייבויות הבלתי מובטחות האחרות של חברה (או שהם עשויים להפוך לנחותים בעתיד, גם אם במועד הרלבנטי אין למנפיק עדיפות ספציפית לחובות אחרים שאינם מובטחים), ועל כן סיכויי השבת החוב נמוכים יחסית, יהיה דירוגו של החוב נחות (notched down) ביחס לדירוג המנפיק (ICR). מדיניותנו היא להגביל את הפרשי הדירוג לרמת דירוג (נוץ') אחת עבור חייבים בדירוג מנפיק של ilBBB- ומעלה ולשתי רמות דירוג (נוצ'ים) עבור חייבים בדירוג מנפיק של ilBB+ ומטה.

מחקר קשור

- Standard & Poor's Rating Definitions, September 22, 2014, see section "Standard & Poor's Maalot (Israel) National Scale Rating Definitions"
- National & Regional Scale Credit Ratings Criteria, Sept. 22, 2014
- Debt Recovery For Creditors And The Law Of Insolvency In Israel, May 27, 2013
- Principles of Credit Ratings, February 16, 2011

קריטריונים אלו מייצגים את היישום הספציפי של עקרונות היסוד אשר מגדירים את דירוגי האשראי והערכות הדירוג. השימוש בהם מוגדר על ידי המאפיינים הייחודיים של המנפיק או ההנפקה הספציפית כמו גם על ידי הערכת האשראי על ידי Standard & Poor's Maalot, וכן סיכונים מבניים ביחס לדירוג נתון של מנפיק או הנפקה, אם קיימים. המתודולוגיה וההנחות עלולים להשתנות מעת לעת כתוצאה מתנאי שוק ותנאים כלכליים, גורמים הקשורים ספציפית למנפיק או להנפקה ספציפית או ראיות אמפיריות חדשות אשר עלולות להשפיע על הערכת האשראי שלנו.

התוכן המופיע באתר Standard & Poor's Maalot ("S&P") ("האתר"), לרבות דירוגי המנפיק; דירוגי ההנפקה; ה-RES; הערכות החוסן הפיננסי; דירוגי ההלוואות וההנפקות הפרטיות; הדירוגים הגלובליים; המאמרים וכן הדירוגים על פי סולם הדירוג הבינלאומי של S&P (ביחד ולחוד, "התוכן") מבוסס על מידע שנתקבל מ-S&P וממקורות אחרים אשר S&P מאמינה כי הינו מהימן. המאמרים המופיעים באתר מבוססים על מאמרים אשר נכתבו ונוסחו ע"י הצוות המקצועי הגלובלי של Standard & Poor's בשפה האנגלית, ועברו שינויים, עריכה, קיצורים והתאמות שונות על מנת להופיע באתר בשפה העברית. S&P אינה מבקרת את המידע שנתקבל ואינה מאמתת את נכונותו או שלמותו, לרבות, אך לא רק, אי דיוקים או חוסרים הנובעים מביצוע שינויים, עריכה, קיצורים, התאמות ו/או מחיקות במאמרים, בין היתר תוך כדי ביצוע פעולות תרגום המאמרים והתאמתם לאתר בשפה העברית כאמור לעיל.

מובהר בזאת כי התוכן אינו משקף סיכונים הקשורים ו/או הנובעים מהפרות, במעשה או במחדל של איזו מן ההתחייבויות שנטלו על עצמם הגופים המדורגים ו/או אי נכונות או אי דיוק באילו מן המצגים שהציגו גופים אלה, או העובדות שבבסיס חוות הדעת שניתנו ל-S&P כתנאי לקבלת התוכן, פעולות או מחדלים שבוצעו במרמה או הונאה או כל פעולה אחרת בניגוד לדין.

התוכן, לרבות, אך לא רק, דוחות הדירוג והערכת החוסן הפיננסי, מהווה אך ורק הבעת דעה סובייקטיבית של S&P נכון למועד פרסומו, ואינו מהווה דבר שבעובדה, או המלצה לרכוש, להחזיק או למכור ניירות ערך כלשהם, או לקבלת החלטה בעניין ביצוע השקעות כלשהן. S&P אינה נוטלת על עצמה כל מחויבות לעדכן את התוכן לאחר פרסומו. אין להסתמך על התוכן בקבלת החלטות בנוגע להשקעות. S&P אינה משמשת כ"מומחה" או יועץ לעניין השקעות ו/או ניירות ערך עבורך.

© כל הזכויות בתוכן שמורות ל-S&P. אין להעתיק, לצלם, להפיץ, לשנות, לבצע הנדסה חוזרת, לאחסן במאגר מידע או מערכת לאחזור מידע, או לעשות כל שימוש מסחרי בתוכן זה, מכולו או מקצתו, ללא קבלת הסכמת S&P מראש ובכתב. אין לעשות בתוכן כל שימוש מעבר לשימוש המפורט במסמך זה, בתנאי השימוש ובמדיניות הפרטיות.