

תכנית בחשבונאות

"פורום שווי הוגן" - FVF - Fair Value Forum

חומר רקע למפגש דצמבר 2014:

"האם הפער בין סולם דירוג מקומי לסולם גלובלי משפיע על תמחור בחסר של סיכון האשראי באג"ח הקונצרני ומהן ההשלכות על סוגיית השוק העמוק?"

רקע

דירוג אשראי הינו סולם ציונים המשקף את איתנותן הפיננסית של חברות ומדינות ואת יכולתן לעמוד בתשלומי התחייבויותיהן במלואן ובזמן. על בסיס דירוג האשראי מבצעות חברות גיוסי כספים באמצעות מכשירי חוב שונים כגון הלוואות בנקאיות או אגרות חוב ונקבע המחיר של אותם מכשירי חוב. העיקרון הבסיסי הינו – כלל שדירוג האשראי של חברה גבוה יותר, כך היא תוכל לגייס חוב בריבית נמוכה יותר. דירוג אשראי ניתן גם למכשירי חוב ומעניק למשקיעים יכולת להעריך את הסבירות שמכשיר החוב יגיע לחדלות פירעון.

קיימות כיום מספר חברות בינלאומיות אשר עוסקות בדירוג גופים עסקיים ומדינות, ביניהן S&P, Moody's, Fitch ועוד. על אף ההבדלים בטרמינולוגיה בין חברות הדירוג, נהוג לומר שהדירוג נע בין AAA, המשקף גוף יציב ביותר ולמעשה חסר סיכון, לבין D (או C) המעיד על גוף שלא עומד בהתחייבויותיו וככל הנראה לא יעמוד בהן גם בעתיד, כלומר מצוי בחדלות פירעון. מכיוון שחברות הדירוג נותנות דירוג אחיד באופן גלובלי, דירוג זה מאפשר למשקיעים לבצע השוואה בין מכשירי חוב שונים בכל מדינה ובין מדינות שונות ולקבל החלטת השקעה מושכלת.

דירוג אשראי בישראל והתפתחותו של סולם הדירוג המקומי

בישראל, החל משנת 1988 החלו להיסקר אגרות חוב של מדינת ישראל על ידי חברת S&P ומשנת 1995 גם על ידי חברות Moody's ו-Fitch. בתחילה דירוג האשראי של אגרות החוב של מדינת ישראל עמד על BBB- ובמהלך השנים עלה בהדרגה עד לרמה של A+ כיום (על פי דירוגי S&P ו-Moody's). עם התחלת הדירוג בישראל לפני למעלה מעשרים שנה קיבלו החברות הישראליות ומכשירי החוב שלהן דירוגים על פי סולם דירוג מקומי (כיום אחת ההבחנות בין דירוג מקומי לבין הגלובלי נעשית על ידי הוספת האותיות il לפני הדירוג, לדוגמה ilBB).

באופן טבעי, מכשירי חוב של חברה ישראלית יקבל דירוג גבוה יותר בסולם הדירוג המקומי מאשר הציון שהיה מקבל על פי סולם הדירוג הגלובלי. כדוגמה לכך, אגרות החוב של ביקום (BICOM) הנסחרות בארץ זכו לדירוג מקומי של A+ או A, בעוד שהדירוג הגלובלי של ביקום שניתן לאגרות

תכנית בחשבונאות

"פורום שווי הוגן" - FVF - Fair Value Forum

החוב של ביקום שהונפקו בחו"ל קיבל דירוג של BB-. על אף שהדירוג הגלובלי של ישראל השתפר רבות במהלך השנים, לא נעשה שינוי בשימוש בסולם מקומי. במדינות אחרות בהן נהוג להשתמש בסולם דירוג מקומי, הדבר נעשה במקביל לפרסום הדירוג הגלובלי ולפיכך, הדירוג המקומי פחות דומיננטי. מלבד ישראל, ישנן מדינות נוספות בעולם בהן נעשה שימוש בסולם מקומי באופן אקטיבי כדוגמת:

דירוג	המדינה
Default	ארגנטינה
BBB-	ברזיל
BBB+	מקסיקו
BBB+	קזחסטאן
BB-	ניגריה
BBB-	רוסיה
BBB-	דרום אפריקה
AA-	טאיוון
BB+	טורקיה
CCC	אוקראינה
BBB-	אורוגוואי
BBB-	הודו
AA-	צ'כיה
A-	סלובניה

כפי שבא לידי ביטוי בטבלה, למעט טאיוון, שדירוג האשראי הגלובלי שלה הוא AA-, דירוג האשראי של כל 10 המדינות האחרות נמוך משמעותית מזה של ישראל.

בניגוד למדינות האחרות, השוק בישראל מבוסס כמעט לגמרי על סולם הדירוג המקומי. רק 11 חברות בישראל מפרסמות כיום דירוג גלובלי, במקביל לדירוג המקומי (לדוגמה: חברת החשמל, תעשייה אווירית, בנק הפועלים וכימיקלים לישראל). חברת טבע מפרסמת דירוג גלובלי בלבד.

בחודש אוגוסט 2008 פרסם הממונה על שוק ההון, ביטוח וחיסכון, את חוזר שוק ההון 2008-6-1 (ראה **נספח ב'**) בדבר "פרסום סולם המרה בין סולם הדירוג הישראלי לסולם הדירוג הבינלאומי". בחוזר נאמר כי "חייב החברות הישראליות המדרגות לפרסם סולם זה בתקופה הקרובה, הוא שלב ראשון בתהליך. לאחריו תיבחן האפשרות לחייב את החברות המדרגות לדרג חברות מקומיות על פי סולם הדירוג הבינלאומי, זאת כנדבך נוסף בתהליך הגלובליזציה שעובר שוק ההון הישראלי".

תכנית בחשבונאות

”פורום שווי הוגן” - FVF - Fair Value Forum

תהליך הדירוג בסולם מקומי

חברות הדירוג מאפשרות לכל משקיע לקבל מידע בדבר הקריטריונים המשמשים אותן בעת ביצוע דירוג אשראי, על ידי פרסום מתודולוגית הדירוג שלהן. פרסום המתודולוגיה מסייע למשקיעים להבין טוב יותר את האופן שבו מתבצע ניתוח סיכוני האשראי ולקבל החלטות מושכלות בנוגע לסיכוני אשראי. בבחינה של הקריטריונים בהם משתמשות חברות הדירוג בישראל לעומת הקריטריונים המשמשים את חברות הדירוג מחוץ לישראל ניתן להסיק שמדובר בקריטריונים דומים. עם זאת, לא בהכרח שכל חברות הדירוג שפועלות בישראל מהוות חלק אינטגרלי מחברת הדרוג הגלובלית ויש מקום לכאורה להבחין בין מצב כזה לבין מצב זה קיים הסכם שיתוף פעולה עם חברת הדירוג הגלובלית כפי שהדבר עולה מבאזל 3. סולם הדרוג המקומי בו משתמשות חברות הדרוג בישראל לדרוג חוב של חברה מקומית אינו תואם לסולם הדרוג הגלובלי. יש לציין כי דירוג האשראי של מדינת ישראל אינו מהווה מגבלה על דירוג האשראי של החברות הישראליות.

לכאורה, פרסום דירוג האשראי בסולם מקומי פוגע ביכולת של משקיעים במכשירים פיננסיים בישראל לבצע השוואה למכשירים פיננסיים שהונפקו מחוץ לישראל. אולם, בשנת 2009 פרסמה חברת S&P Maalot טבלת מיפוי המאפשרת לבצע המרה של הדירוג שניתן במסגרת הסולם המקומי לדירוג הגלובלי. טבלת ההמרה אינה מאפשרת ביצוע המרה מדויקת, כלומר מציגה רק את הקטגוריות הראשיות (למשל, A, B) ולא מציינת את ציוני הביניים (לדוגמה, A+, B-), אך למרות זאת מאפשרת לקבל הבנה טובה על ההבדלים בין הסולמות ולהגיע בקירוב למקבילה הגלובלית של דירוג מקומי עבור חברה מסוימת. מכיוון שהשוק הישראלי מתעניין בדירוג המקומי באופן מסורתי, לא נעשה שימוש נרחב בטבלת ההמרה וזאת על אף שכיום אין מגבלה בהשקעות מחוץ לישראל וכפי שצוין קודם לכן, הדירוג המקומי אינו בר השוואה עם הדירוג הגלובלי.

לדוגמה, להלן טבלת המרה שמפרסמת מעלות:

דירוג מקומי – S&P Maalot	דירוג גלובלי – S&P
ilAAA	BBB and higher
ilAA	BB or BBB
ilA	B or BB
ilBBB	B
ilBB	CCC
ilB	CCC
ilCCC	CCC
ilCC	CC
D (Default)	D (Default)
SD (Selective Default)	SD (Selective Default)

תכנית בחשבונאות

“פורום שווי הוגן” - FVF - Fair Value Forum

“דירוג השקעה”

א. רקע

“דירוג השקעה” (Investment Grade) הינו מושג אשר הוטבע על ידי משקיעים מוסדיים בארה”ב ונעשה בו שימוש גם על ידי גופים אחרים, ביניהם גם גופים רגולטוריים.

משרד האוצר פרסם בשנת 2012 תקנות אודות כללי השקעה החלים על גופים מוסדיים לפיהן אותם גופים יוכלו להשקיע בנכסים מחוץ לישראל רק אם אותו נכס מושקע במדינת חוץ מאושרת. על פי התקנות, מדינת חוץ מאושרת היא מדינה שדורגה בדירוג השקעה של BBB- ומעלה (דירוג אותו הגדיר משרד האוצר כ-“דירוג השקעה”) או מדינה החברה בארגון מדינות ה-OECD. במדינות שמדורגות בדירוג השקעה בינ”ל, ניתן להשקיע בכל סוגי ני”ע כולל אג”ח לא מדורג.

הרשות לניירות ערך (להלן: “הרשות”) דורשת מכל קרנות הנאמנות לפרסם “פרופיל חשיפה” המבטא את שיעור החשיפה המרבי של הקרן למניות ולמטבע חוץ. כחלק מרצונה להגביר את הגילוי הנדרש אודות מדיניות ההשקעה של קרנות הנאמנות, פרסמה הרשות בשנת 2010 הוראה לפיה מנהל קרן שעל פי מדיניות ההשקעות של קרן שבניהולו, שיעור החשיפה האפשרי שלה לאגרת חוב שאינה מדורגת ב”דירוג השקעה” עולה על שיעור החשיפה המרבי שלה למניות יידרש להוסיף לצד פרופיל החשיפה של הקרן, כחלק משמה, את הסימן “(!)”, שמטרתו להודיע למשקיע אודות האפשרות כי הקרן תהיה חשופה לאגרות חוב כאמור בשיעורים הגבוהים מהחשיפה המרבית של הקרן למניות. הרשות קבעה שאגרות חוב קונצרניות אשר יכללו ב”דירוג השקעה” הן אגרות חוב בעלות דירוג BBB- ומעלה. אגרות חוב קונצרניות בעלות דירוג נמוך מ-BBB- או ללא דירוג כלל יחשבו כאגרות חוב בסיכון גבוה מכיוון שאינן עומדות ב”דירוג ההשקעה”. כמו כן, לא נעשית הבחנה בין הדירוג המקומי לבין הדירוג הגלובלי, כלומר, הגדרת דירוג השקעה כאגרות חוב בעלות דירוג BBB- ומעלה לא מתחשבת בכך שהדירוג המקומי מוטה כלפי מעלה לעומת הדירוג הגלובלי.

ב. השפעת “דירוג השקעה” על קבלת ההחלטות של מנהלי הכסף בישראל

הוראת הרשות גרמה לכך שרבים מיועצי ההשקעות בבנקים מבקשים להתרחק מהשקעה בקרנות נאמנות אשר מציגות סימן קריאה לצד שמן על אף הפוטנציאל הטמון בהן. לכן אם נבחן את ריכוז הכסף בקרנות הנאמנות השונות נגלה כי מרביתו מושקע בקרנות נאמנות ללא סימן קריאה. בשל כך שלא נעשית הבחנה בין הדירוג המקומי לדירוג הגלובלי נוצר מצב אבסורדי. לדוגמה, אגרות חוב המדורגות בסולם הגלובלי בדירוג של BB היו זוכות לדירוג של A בסולם המקומי ולפיכך היו עומדות בהגדרת דירוג השקעה. באותו אופן, אם הייתה מתבצעת המרה של הדירוג המקומי של אגרות החוב

תכנית בחשבונאות

“פורום שווי הוגן” - FVF - Fair Value Forum

בישראל לדירוג הגלובלי הייתה מתגלה תמונה עגומה לפיה יתברר שהרבה מקרנות הנאמנות לא עומדות בהוראת הרשות ועליהן לציין סימן קריאה בסמוך לשמן מכיוון שבפועל שיעור החשיפה שלהן לאגרות חוב שאינן עומדות בדירוג ההשקעה גבוה יותר מכפי שהוא היום. מעבר לעניין טכני זה, לחלק מקרנות הנאמנות מדיניות השקעה המגבילה את השקעתן באגרות חוב שלא עומדות בדירוג ההשקעה ולכן יאלצו למכור אגרות חוב שלא עומדות בדירוג ההשקעה, דבר אשר ישנה את הרכב ההשקעה של קרנות הנאמנות.

הסיטואציה המתוארת לעיל גורמת לכך שתיק אגרות החוב של רבים ממנהלי הכספים המקומיים אינו מקבל את התמחור הראוי אותו היה מקבל בהתאם לדירוג הגלובלי הנמוך שלו וסובל מחוסר סחירות וחוסר שקיפות בהיבט של הבנת רמת בכירות החוב. בנוסף, הדבר גורם להסתת השקעות הכספים בישראל כלפי אגרות חוב מקומיות ולכן לא נעשה פיזור סיכון ראוי והשפעתם של אירועים מקומיים על ענף קרנות הנאמנות תהיה משמעותית. ניתן להניח שכאשר יעשה שימוש בדירוג גלובלי בלבד, תהיה הסטה של ההשקעות מאגרות חוב מקומיות לאגרות חוב זרות.

השפעת המעבר לדירוג גלובלי על הלימות ההון של הבנקים בישראל

הבנקים בישראל נדרשים לעמוד ביחס הלימות הון של 9% עד לסוף שנת 2014 וזאת על פי היעד שקבע בנק ישראל. בעת חישוב יחס הלימות ההון נלקחים בחשבון סוגי נכסי הסיכון אשר בבעלות הבנק ולכל אחד מהם ניתן משקל שונה אשר קרוי “משקל סיכון”. לדוגמה, אשראי לתאגידים המדורגים AAA, BBB ו-B בדירוג גלובלי יקבל משקל סיכון של 20%, 100% ו-150% בהתאמה. אשראי לתאגידים ללא דירוג כלל יקבל משקל סיכון של 100%. כחלק מהוראות באזל 3 קבע המפקח על הבנקים אילו מחברות דירוג האשראי החיצוניות ייחשבו ככשירות, כלומר בדירוגים של איזו חברות ניתן יהיה להכיר בעת קביעת משקל הסיכון. חברות דירוג האשראי החיצוניות המוכרות ככשירות כיום הן: S&P, Moody's and Fitch. המפקח על הבנקים פרסם טבלה שתמפה את משקל הסיכון שיש לתת לגורמים שונים על פי הדירוג שהם מקבלים על ידי כל אחת מחברות הדירוג הכשירות (ראו נספח א') – “טבלאות המיפוי לדירוגי חברות דירוג אשראי חיצוניות כשירות”. המשמעות היא שדירוג לפי הסולם המקומי אינו מהווה תחליף לדירוג גלובלי לכן חברה אשר מפרסמת דירוג מקומי בלבד מקבלת משקל סיכון של 100% בהתאם למשקל הסיכון שמקבל תאגיד ללא דירוג כלל ולמעשה הדירוג המקומי אינו מוכר.

כאמור, ניתן לבצע המרה של הדירוג המקומי לדירוג גלובלי בנקל על ידי שימוש בטבלת ההמרה ובאם יידרשו, חברות הדירוג יוכלו להעניק דירוג גלובלי לחברות הישראליות. כפי שהובהר, המרה

תכנית בחשבונאות

“פורום שווי הוגן” - FVF - Fair Value Forum

לדירוג גלובלי תוביל לכך שחלק מהחברות הישראליות יקבלו דירוג הנמוך מ-BBB. במקרה זה, משקל הסיכון שיידרש הבנק להקצות לאשראי שניתן לאותן חברות יהיה גבוה יותר ויחס הלימות ההון של הבנקים יקטן. תוצאה נוספת של המרה לדירוג גלובלי היא שהאשראי שיעניקו הבנקים לחברות יהיה יקר יותר. בנוסף, הדירוג של הבנקים עצמם גם הוא ירד לעומת דירוגם כיום.

סולבנסי 2 והשפעתו של הדירוג הגלובלי על חברות הביטוח

סולבנסי 2 הינה דירקטיבה אירופית הכוללת דרישות לביצוע בחינה מקיפה של הסיכונים להם חשופות חברות הביטוח והקצאת הון לסיכונים אלו. בישראל, משרד האוצר בוחן את יישום דרישות אלו תוך כדי התאמה שלהן למשק הישראלי והדרישות צפויות לחול על חברות הביטוח בישראל החל משנת 2017. אחת הרפורמות שמביאה עמה סולבנסי 2 הינה בנושא סיכון האשראי וגם במקרה זה יש לה קשר ישיר עם דירוג האשראי של החברות במשק. על פי הוראות סולבנסי 2, קיימת דרישת הון למכשירי אשראי כדוגמת אגרות חוב קונצרניות ומכשירים מובנים (אך לא אגרות חוב ממשלתיות) בהתאם לדירוג האשראי הגלובלי והמח"מ שלו. דרישת ההון תחושב על ידי הכפלת השווי ההוגן של הנייר במח"מ שלו ובפקטור שנקבע לפי הדירוג הגלובלי שלו. להלן טבלה המציינת את הפקטורים שיקבלו אגרות חוב קונצרניות:

דירוג גלובלי	פקטור
AAA	0.9%
AA	1.1%
A	1.4%
BBB	2.5%
BB	4.5%
B	7.5%
CCC or lower	7.5%
unrated	3.0%

עד כה, בישראל ניתן היה להשתמש בדירוג המקומי, אך על פי הצעת משרד האוצר, הדירוג הקובע יהיה הדירוג הגלובלי. כך שחברות אשר אין להן דירוג גלובלי אך קיים עבורן דירוג מקומי הגבוה מ-BBB יקבלו את הפקטור של 3% unrated, בעוד שחברות עם דירוג מקומי הנמוך מ-BBB או שאין להן דירוג כלל יקבלו את הפקטור הגבוה ביותר – 7.5%. המשמעויות של הצעה זו הינן, ראשית עלייה בדרישות ההון של חברות הביטוח בישראל בגין מכשירי אשראי מקומיים שאין להם דירוג

תכנית בחשבונאות

"פורום שווי הוגן" - FVF - Fair Value Forum

גלובלי. בנוסף, אופן התייחסות זה ייצר עיוות, שכן, לא קיימת הבחנה בין רמות הסיכון השונות של החוב המקומי ומייחס לכולם את אותו הפקטור.

לכן סביר להניח שחברות הביטוח יעבירו חלק ניכר מהשקעותיהן למכשירי אשראי זרים על חשבון אלו המקומיים וישקיעו פחות בחוב מקומי בדירוגים גבוהים.

דרישות ההון הקיימות היום מבחינות בין דירוג מקומי לדירוג בינלאומי, אך הפרשי המקדמים בין שתי הקבוצות אינם גבוהים, כמפורט בטבלה להלן:

קבוצת דירוג	ישראל	חו"ל
דרוג AA- ומעלה	2.5%	2.0%
דרוג A	5.0%	4.0%
דרוג BBB	7.5%	6.0%
דרוג נמוך מ-BBB או לא מדורג	16.0%	16.0%

שוק עמוק באגרות חוב קונצרניות – דירוג מקומי מול דירוג גלובלי

בהתאם לתקן חשבונאות בינלאומי 19, הטבות עובד, שיעור היוון של התחייבויות אקטואריות נקבע בהתייחס לתשואות שוק על אגרות חוב קונצרניות "באיכות גבוהה" כאשר מתקיים להן שוק עמוק ובתשואות שוק על אגרות חוב ממשלתיות אם לא מתקיים שוק עמוק.

העמדה המקובלת היא שאגרות חוב בעלות איכות גבוהה הינן ככלל אגרות חוב המדורגות בטווח של אחת משתי רמות הדירוג הגבוהות ביותר על ידי סוכנות דירוג מוכרת. עם זאת, על פניו עולה השאלה האם ראוי שהבחינה תיעשה על בסיס של דירוג מקומי, המנטרל את סיכון המדינה והנבחן ביחס אליה, או על בסיס של דירוג והשוואה גלובלית.

במסגרת דיון של ה- IFRIC מחודש נובמבר 2013 אשר עסק בשאלה האם ראוי להחשיב כאגרות חוב באיכות גבוהה גם אגרות חוב בדירוגים הנמוכים משתי הדרגות העליונות, על רקע ירידה במספר אגרות החוב בדירוגים העליונים ביחס לעבר, הובעה עמדת ה- IFRIC לפיה האיכות אמורה להימדד באופן "אבסולוטי". עם זאת, רשות ניירות ערך החליטה לאחרונה (ראה נספח ג') לפרש את המונח "אבסולוטי" שלא ככזה שמחייב רמת איכות אחידה גלובלית; אלא ככזה שדורש לשמור על פער

תכנית בחשבונאות

“פורום שווי הוגן” - FVF - Fair Value Forum

איכות אבסולוטי (על פני זמן) בין אגרת החוב הממשלתית לבין אגרת החוב הקונצרניות, ברמת המדינה המקומית.

לאור החלטת הרשות לניירות ערך, עולה השאלה מה תהינה ההשלכות על החברות המדווחות אם יבוטל בישראל סולם הדירוג המקומי? שהרי לכאורה במידה וזה יבוטל, לא קיים בישראל שוק עמוק לאג"ח קונצרני בדרגות האיכות הגבוהות בסולם הבינלאומי.

שאלות לדיון

1. האם ישראל, לאור דירוג האשראי הגבוה שלה, צריכה להישאר בין המדינות היחידות בדירוג האשראי שלה שמשתמשת באופן אקטיבי בדירוג אשראי מקומי?
2. עד כמה המצב של שימוש בדירוג אשראי מקומי יוצר עיוותים, בדומה לרווחי ארביטראז', שנובעים מהנפקה בישראל?
3. האם דירוג האשראי המקומי, ואי היכולת לבצע בנצמרק מלא של הגופים המוסדיים להשקעות בחו"ל, פוגעים בחסכוניות הציבור ומובילים לניפוח שוק האג"ח הקונצרני בישראל (כלומר, לתמחור בחסר של סיכון האשראי)?
4. מה תהיה ההשפעה של מעבר לדירוג אשראי גלובלי על הלימות ההון של הבנקים (וחברות הביטוח) ובעקבות כך על הקצאת המקורות במשק והוצאות המימון של החברות? שאלות משנה: תופעת "הראש הקטן" - האם חברות יעדיפו להיות "בלתי מדורגות"? כיצד יש להתייחס לדירוגים של השלוחות המקומיות בישראל של חברות הדירוג הגלובליות (מתודולוגיה וכו') – האם נחשבים כעומדים בקריטריונים של באזל 3?
5. האם המעבר לסולם גלובלי צריך להיות מידי, או שבשלב ראשון צריך "לחיות" לצד סולם דירוג מקומי?
6. מהן ההשלכות של מעבר לסולם דירוג גלובלי על החלטת רשות ניירות ערך לפיה מתקיים בישראל שוק עמוק לאג"ח קונצרני?

תכנית בחשבונאות

”פורום שווי הוגן” - FVF - Fair Value Forum

נספח א' "טבלאות המיפוי לדירוגי חברות דירוג אשראי חיצוניות כשירות"

כפי שפורסמו בנוהל בנקאי תקין מספר 203.

דירוגי טווח ארוך:

משקל סיכון			דירוג של חברת הדירוג			
ריבוניות	בנקים	תאגידים	S&P	Moody's	Fitch	
0%	20%	20%	AAA עד AA-	Aaa עד Aa3	AAA עד AA-	1
20%	50%	50%	A+ עד A-	A1 עד A3	A+ עד A-	2
50%	100%	100%	BBB+ עד BBB-	Baa1 עד Baa3	BBB+ עד BBB-	3
100%	100%	100%	BB+ עד BB-	Ba1 עד Ba3	BB+ עד BB-	4
100%	100%	150%	B+ עד B-	B1 עד B3	B+ עד B-	5
150%	150%	150%	CCC+ או נמוך יותר	Caa1 או נמוך יותר	CCC+ או נמוך יותר	6

דירוגי טווח קצר:

משקל סיכון	דירוג של S&P	דירוג של Moody's	דירוג של Fitch	
20%	A-1+, A-1	P-1	F1+, F1	1
50%	A-2	P-2	F2	2
100%	A-3	P-3	F3	3
150%	כל הדירוגים לסווח קצר, הנמוכים יותר	NP	נמוך מדירוג F3	4