

قائمة المحتويات

1	النطاق
1	العوامل الرئيسية المؤثرة لتصنيف
2	التغيرات الرئيسية في المعايير
3	نهج التصنيف
3	تحليل الاسترداد للمُصدرين المصنّفين عند مستوى "B+" أو أقل
3	تحليل الاسترداد للمُصدرين المصنّفين عند مستوى "BB-" أو أعلى
12	أعلى
14	المتغيرات عن المعايير
14	القيود
15	مصادر البيانات
15	العوامل التي قد تؤثر في افتراضات التصنيف
15	الإفصاح الخاص بمعاملة محددة
الملاحق 1:	معايير تحديد درجات وتصنيفات الاسترداد لصناديق الاستثمار العقاري
16	الملاحق 2:
20	معايير تحديد درجات وتصنيفات الاسترداد لمؤسسات
20	المنافع العامة
23	الملاحق 3:
23	الأسئلة الشائعة

المعايير ذات الصلة

معايير تصنيف الشركات (ديسمبر 2020)

معايير تصنيفات معالجة الاسترداد حسب كل دولة (يناير 2021)

معايير تصنيفات الضمانات الائتمانية الجزئية للأطراف الثالثة (يونيو 2020)

معايير معالجة الأدوات المالية الهجينة وتحديد الدرجات للشركات (نوفمبر 2020)

المحللون

ليوبا بيتروفا

+1 6465824885

lyuba.petrova@fitchratings.com

إد إيرمان

+44 20 3530 1359

edward.eyerman@fitchratings.com

أنطوني إل. محلل مالي معتمد (CFA)

+44 20 3530 1807

tony.elia@fitchratings.com

ستيفن بويد

+1 212 908 9153

stephen.boyd@fitchratings.com

جوزيف بوسيسيل

+44 20 3530 1287

josef.pospisil@fitchratings.com

فيليب و. سميث

+1 212 908 0531

philip.smyth@fitchratings.com

This report has been translated from *Corporates Recovery Ratings and Instrument Ratings Criteria* originally published in English on 09 April 2021. In case of any differences, the English version shall prevail.

هذا التقرير ترجمة عربية لتقرير "معايير تصنيفات الاسترداد وتصنيفات الأدوات للشركات" المحرر أصلاً باللغة الإنجليزية والمنشور في 9 أبريل 2021. وفي حال وجود اختلاف في المعنى بين اللغتين، تسود النسخة الإنجليزية.

معايير تصنيفات الاسترداد
وتصنيفات الأدوات للشركات

المعايير الخاصة بكل قطاع

النطاق

يصف هذا التقرير معايير فيتش للتصنيف لتعيين تصنيفات الاسترداد وأثر تحديد درجة التصنيف لهذه المقاربة ومراقبتها لاشتقاق تصنيفات أدوات السندات والقروض للمُصدرين المؤسسين غير الماليين على الصعيد العالمي. وتتألف المخاطر الإجمالية لأداة معينة من عنصرين: الاحتمال النسبي لعدم وفاء المُصدر بالتزاماته (تصنيف قدرة المُصدر على الوفاء بالالتزامات) والاسترداد المحتمل لحالة عدم الوفاء بالالتزامات المتعلقة بأداة معينة (تصنيف الاسترداد).

تُستخدم هذه المعايير جنباً إلى جنب مع معايير تصنيف الشركات، التي تصف العملية التحليلية الكامنة وراء تصنيفات قدرة المُصدر على الوفاء بالالتزامات، ومعايير تصنيفات معالجة الاسترداد حسب كل دولة، والتي تأخذ في الاعتبار ملاءمة البيئة للدائنين وقابلية الإنفاذ في مختلف الجهات القضائية. مع ذلك، فإن مقارنة تحديد درجة التصنيف الموضحة في هذه المعايير لا تنطبق على الأدوات التي تصنفها فيتش على أنها أدوات مالية هجينة. ويُرجى الرجوع إلى معايير معالجة الأدوات المالية الهجينة وتحديد درجة التصنيف للشركات.

يتم شرح الاعتبارات المحددة التي تنطبق على صناديق الاستثمار العقاري ومؤسسات المنافع العامة الخاضعة للتنظيم في ملاحق تقرير المعايير هذا.

العوامل الرئيسية المؤثرة للتصنيف

إن هذه العوامل الرئيسية المؤثرة للتصنيف هي عمومًا ذات أهمية متساوية في تحليل فيتش. ويتم تحديد درجة تصنيفات الأدوات استناداً إلى تصنيف قدرة المُصدر على الوفاء بالالتزامات للمُصدر أو الضامن. ويكون اتجاه الدرجات وعددها مدفوعاً بتوقعات الاسترداد (تصنيف الاسترداد) للأداة المحددة.

تستخدم فيتش مقارنتين متميزتين لتعيين تصنيفات الاسترداد وتصنيفات الأدوات اعتماداً على تصنيف قدرة المُصدر على الوفاء بالالتزامات، على النحو الموضح أدناه بمزيد من التفصيل.

المقاربة المخصصة: ينطبق ذلك على تصنيفات قدرة المُصدر على الوفاء بالالتزامات ضمن فئة "B+" وما دون، ذلك أن توقعات الاسترداد هي أكثر جديوى للمستثمرين. ولكل أداة، تحسب فيتش الاسترداد المقدّر في حالة عدم الوفاء بالالتزامات وتعيّن نطاقاً لتصنيف الاسترداد (مصنّفًا من "RR1" إلى "RR6"). يحتوي كل نطاق لتصنيف الاسترداد على أداة مقابلة يتم من خلالها تحديد درجة التصنيف استناداً إلى تصنيف قدرة المُصدر على الوفاء بالالتزامات. يربط جدول مقياس تصنيفات الاسترداد مع تحديد درجة تصنيفات قدرة المُصدر على الوفاء بالالتزامات ضمن فئة "B+" وما دون في الصفحة 11 نطاقات تصنيف الاسترداد بدرجات الأدوات.

قيمة المشروع بعد إعادة الهيكلة: في المقاربة المخصصة، تقدّر فيتش القيمة المتاحة للدائنين إما من خلال منشأة مستمرة بالعمل (GC) أو من خلال التصفية. سوف نصف مقارباتنا بمزيد من التفصيل في الصفحة 4.

تصنيف الضمان والتصنيف النسبي لمطالبات الديون: نحدد تصنيف المطالبات بناءً على اعتبارات تعاقدية وهيكلية تؤثر على المُصدر أو مجموعة من الشركات التابعة. سيستخدم تحليل الاسترداد الخاص بفيتش القيمة الأعلى للمنشأة المستمرة أو للتصفية ويتم توزيع هذه القيمة على مختلف فئات الدائنين وفقاً لترتيبها في سلم الأولويات. ويعزز ذلك تصنيف الاسترداد، وبالتالي تصنيف الأدوات.

الحدود القصوى لتصنيفات الاسترداد في ما يتعلق بتصنيفات المخصصة: في المقاربة المخصصة، نطبّق حدوداً قصوى متمثلة في "RR2" على الأدوات غير المدعومة بأصول وذات حق الحجز الثاني، باستثناء الحالات التي يتم فيها إصدارها من قبل شركات تابعة تشغيلية كبرى من الناحية الهيكلية في هيكل شركات متعدد المستويات. ويتم تحديد الحد الأقصى لتصنيفات الاسترداد في قطاع الألعاب الأمريكية المحلية عند مستوى "RR2".

بالإضافة إلى ذلك، تطبق فيتش حدوداً قطرية قصوى لتصنيفات الاسترداد مدفوعة بملاءمة البيئة للدائنين (أو خلاف ذلك) في الجهات القضائية وقابلية إنفاذ الأداة المالية في حالة عدم الوفاء بالالتزامات بحسب معايير تصنيفات معالجة الاسترداد حسب كل دولة.

المقارنة العامة: ينطبق ذلك على تصنيفات قدرة المُصدِر على الوفاء بالالتزامات ضمن الفئة "BB-" وما فوق، حيث تستخدم فيتش مقارنة تعكس الافتراضات العامة بشأن عمليات الاسترداد بدلاً من عمليات الاسترداد حسب كل مُصدِر. وفي إطار هذه المقارنة، تكون تصنيفات قدرة المُصدِر على الوفاء بالالتزامات وتصنيفات أدوات الدين غير المدعومة بأصول معادلة عند وجود احتمالات استرداد متوسطة. ويتم تعيين تصنيفات الاسترداد وتصنيفات الأدوات استناداً إلى جدول تحديد درجة التصنيف للمُصدِرين ضمن الفئة "BB" (باستثناء القطاعات التي تحظى برفع درجة تصنيفها) في الصفحة 14.

الحدود القصوى لتصنيف الاسترداد في ما يتعلق بالتصنيفات العامة: في المقارنة العامة، نطبق حدوداً قصوى متمثلة في "RR2" على بعض الأدوات ذات حق الحجز الأول وفي "RR4" على كل الأدوات التي لا تتمتع بأي حق حجز أول. وكما هو الحال بالنسبة إلى المقارنة المخصصة، نطبق أيضاً حدوداً قطرية قصوى وفقاً لمعايير تصنيفات معالجة الاسترداد حسب كل دولة.

عمليات رفع درجة التصنيف حسب كل قطاع: بغض النظر عن تصنيف قدرة المُصدِر على الوفاء بالالتزامات، قد تستفيد بعض القطاعات من افتراضات استرداد أعلى من المتوسط في حالة عدم الوفاء بالالتزامات وقد تحظى برفع تصنيفها. ونشير إلى هذه القطاعات في هذا التقرير باسم "القطاعات التي تحظى برفع درجة تصنيفها". وهي تشمل حالياً صناديق الاستثمار العقاري في الأسهم وما يعادلها من شركات الاستثمار العقاري والتي يُشار إليها مجتمعاً باسم صناديق الاستثمار العقاري ومؤسسات المنافع العامة الخاضعة للتنظيم.

التغييرات الرئيسية في المعايير

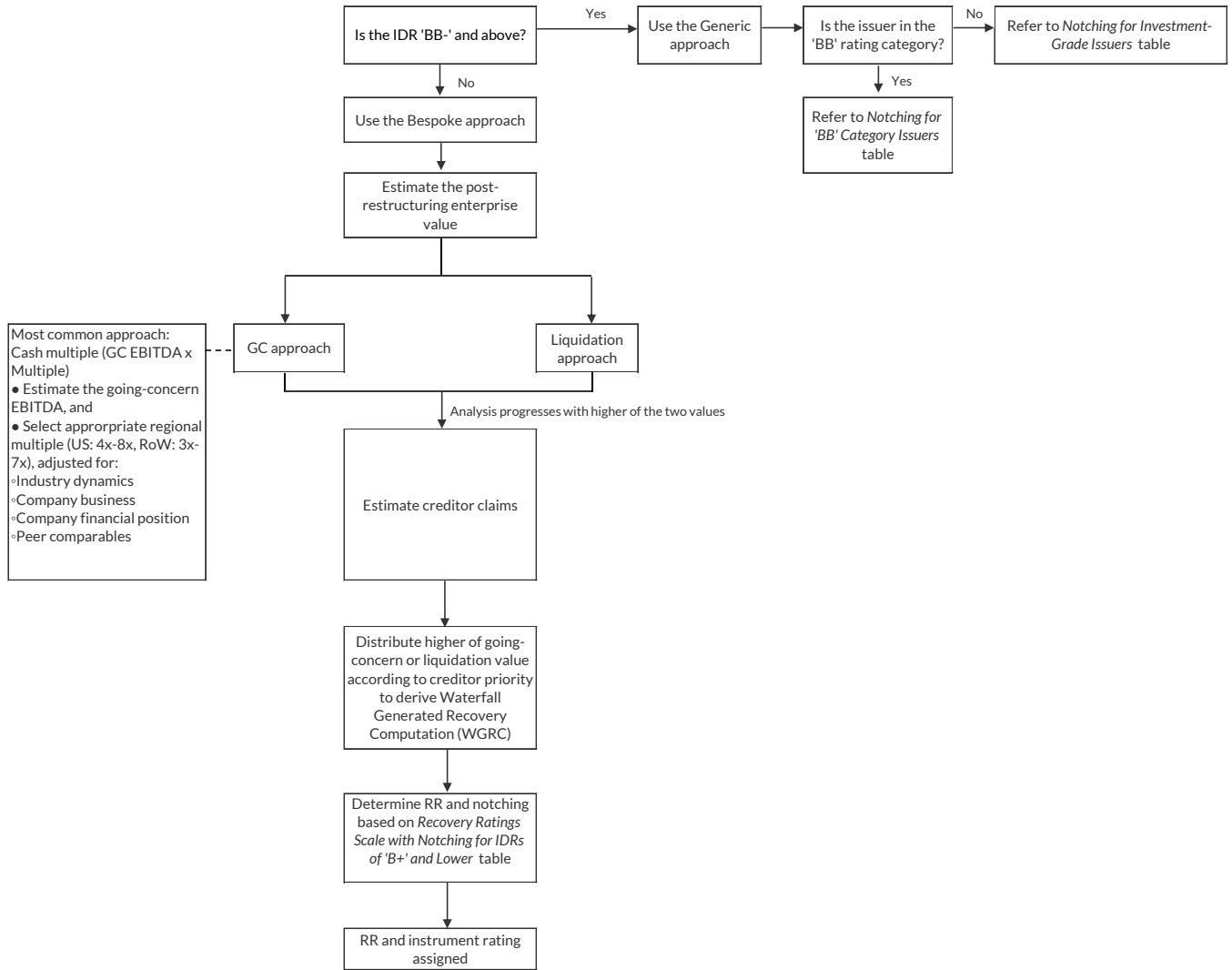
تنطبق التغييرات التالية على المُصدِرين الذين يكون تصنيف قدرة المُصدِر على الوفاء بالالتزامات الخاص بهم عند مستوى "B+" وما دون، حيث تنطبق المقارنة المخصصة:

- يختلف نطاق مُضاعف قيمة المنشأة المستمرة بناءً على تقييم خصائص المُصدِر ومركز مصالح المُصدِر التجارية الرئيسية. وتُستخدم أداة افتراضات المضاعف لتحديد ما إذا كان يجب وضع المضاعف في موضع منخفض أو متوسط أو مرتفع حول النقطة المتوسطة للنطاق الإقليمي استناداً إلى أربعة عوامل: ديناميكيات القطاع وأعمال الشركة والشؤون المالية للشركة والبيانات القابلة للمقارنة بين النظراء.
- توضيح كيفية تقدير فيتش الأرباح قبل الفائدة والضرائب والإهلاك والاستهلاك للمنشأة المستمرة في ما يتعلق بتحليلات تصنيف الاسترداد المخصصة.
- توضيح كيفية تقدير فيتش الأرباح قبل الفائدة والضرائب والإهلاك والاستهلاك في ما يتعلق بالمُصدِرين الذين يتأثرون بالسلع.
- تطبيق حدود قصوى متمثلة في "RR2" على الأدوات ذات حق الحجز الثاني وغير المدعومة بأصول، باستثناء الحالات التي يتم فيها إصدار هذه الأدوات من قبل شركات تابعة تشغيلية كبرى من الناحية الهيكلية في هيكل شركات متعدد المستويات.
- تنطبق التغييرات التالية على المُصدِرين الذين يكون تصنيف قدرة المُصدِر على الوفاء بالالتزامات الخاص بهم عند مستوى "BB"، حيث تنطبق المقارنة العامة:

- توجهات محددة بشأن تحديد درجة التصنيف للأدوات وتصنيف الاسترداد للمُصدِرين ضمن الفئة "BB". راجع شبكة تحديد درجة التصنيف حول تحديد درجة التصنيف للمُصدِرين ضمن الفئة "BB" (باستثناء القطاعات التي تحظى برفع درجة تصنيفها) في الصفحة 14.
- تطبيق حدود قصوى متمثلة في "RR2" على الإصدارات ذات حق الحجز الأول في ظروف معينة.
- تطبيق حدود قصوى متمثلة في "RR4" على الإصدارات غير تلك ذات حق الحجز الأول.
- بالنسبة إلى قطاع صناديق الاستثمار العقاري الذي يحظى برفع درجة تصنيفه، يلزم حد أدنى بمقدار 1.5 أضعاف من نسبة تغطية الأصول غير المرهونة/الديون غير المدعومة بأصول و40% من نسبة الديون المدعومة بأصول/إجمالي الديون في فئة التصنيف "BB" حتى تتأهل هذه الصناديق لرفع درجة تصنيفها.

نهج التصنيف

المقارنة المتبعة في تعيين تصنيفات الاسترداد وتحديد درجة التصنيف للأدوات (باستثناء القطاعات التي تحظى برفع درجة تصنيفها)



ملاحظة: تخضع كافة عمليات تعيين تصنيفات الاسترداد وتحديد درجة التصنيف لمعايير تصنيفات معالجة الاسترداد حسب كل دولة. ويخضع المصدرون الأمريكيون المحليون في قطاع الألعاب لحد أقصى يبلغ مستوى "RR2".
المصدر: فيتش للتصنيف

تحليل الاسترداد للمُصدرين المصنفين عند مستوى "B+" أو أقل

بالنسبة إلى المُصدرين الذين تكون تصنيفات قدرة المُصدر على الوفاء بالالتزامات الخاصة بهم عند مستوى "B+" أو أقل، تقوم فيتش بتحليل الاسترداد لكل فئة من فئات الالتزامات. وتنطوي هذه المقارنة على ثلاث خطوات:

1. تقدير قيمة المنشأة بعد إعادة الهيكلة أو قيمة المنشأة عند التصنيف؛
 2. وتقدير مطالبات الدائنين؛
 3. وتوزيع القيمة الأكبر من بين قيمة المنشأة أو القيمة عند التصنيفية حسب الأولوية.
- وفي ما يلي بيان تفصيلي لهذه الخطوات.

الخطوة 1. تقدير قيمة المنشأة بعد إعادة الهيكلة أو قيمة المنشأة عند التصفية

تستخدم فيتش إحدى المقارنتين لتقدير القيمة القابلة للتوزيع: مقارنة المنشأة المستمرة أو مقارنة التصفية.

للحصول على قيمة منشأة موحدة، قد تعمل شركة فيتش أيضًا على فصل وحدات التشغيل الخاصة بالشركة حسب القطاع أو المنطقة لتطبيق طريقة التقييم الأكثر صلة بالمكونات المختلفة.

المقارنة 1: استمرارية الأعمال

تحتسب فيتش قيمة المنشأة المستمرة بعد إعادة الهيكلة من خلال عدة طرق. والمقارنة الأكثر شيوعًا هي مقارنة مضاعف النقد. أما الطرق البديلة فتشمل التدفق النقدي المخصوم أو تقييم الأصول المتداولة أو أي طرق تقييمية أخرى تراها اللجنة مناسبة. ويرد أيضًا وصف لها في الصفحة 7.

تشتمل مقارنة مضاعف النقد على عنصرين:

1. تحليل الأرباح قبل الفائدة والضرائب والإهلاك والاستهلاك للمنشأة المستمرة

2. اختيار المضاعف وتطبيقه

تحليل الأرباح قبل الفائدة والضرائب والإهلاك والاستهلاك للمنشأة المستمرة

يهدف هذا العنصر إلى تحديد مستوى التدفق النقدي بعد إعادة الهيكلة والذي يكون من الأنسب بناء التقييم عليه.

تقدر فيتش الأرباح قبل الفائدة والضرائب والإهلاك والاستهلاك للمنشأة المستمرة، والتي تفترض كلا من استنفاد الوضع الحالي ليعكس سببًا مفترضًا للضائقة التي أدت إلى التخلف عن الوفاء بالالتزامات ومستوى من الإجراءات التصحيحية المفترض حدوثها أثناء إعادة الهيكلة.

تم تصميم عنصر الأرباح قبل الفائدة والضرائب والإهلاك والاستهلاك للمنشأة المستمرة ليكون تقديرًا متحفظًا لكن واقعيًا للأرباح قبل الفائدة والضرائب والإهلاك والاستهلاك التي سيستخدمها الدائنون والمشترون المحتملون في النهاية لتقييم الشركة بعد فترتي عدم الوفاء بالالتزامات وإعادة التأهيل.

يتضمن تقديرنا للأرباح قبل الفائدة والضرائب والإهلاك والاستهلاك للمنشأة المستمرة فهمًا لمخاطر الأعمال التي قد تقلل من التدفقات النقدية الحالية، وذلك بصورة مستمدة من توقعاتنا المالية، والأداء السابق للشركة والشركات النظيرة لها أثناء حالة من الركود أو غيرها من الظروف المعاكسة. ويشتمل على التأثير المرتبط بالتدفق النقدي الأولي لمدة عام كامل والناتج نتيجة عمليات استحواذ وتصفية مكتملة في الآونة الأخيرة، وقد يشتمل على معاملات متفق عليها لكنها غير مكتملة بعد بناءً على تقدير المحلل.

عند إنشاء تقدير للأرباح قبل الفائدة والضرائب والإهلاك والاستهلاك للمنشأة المستمرة بالنسبة إلى مُصدر معين، فإننا نراعي التأثير الذي سترتب على الأعمال نتيجة للأسباب المحتملة للإفلاس. ونوفر أساسًا معقولاً لافتراضنا الأرباح قبل الفائدة والضرائب والإهلاك والاستهلاك للمنشأة المستمرة، وهو ما يعكس المخاطر التي تواجهها الشركة، على سبيل المثال: فقدان عميل أو براءة اختراع أو عقد رئيسي؛ أو ارتفاع تكاليف المواد الخام؛ أو انخفاض معدلات التعويضات الحكومية؛ أو التراجع الدوري الذي يتزامن مع فترة اضطراب في سوق رأس المال بما يؤدي إلى أزمة في السيولة؛ أو تغيير طويل المدى في الأسواق أو الأذواق (مثل الصحف المطبوعة).

في السيناريوهات التي يكون فيها السبب المحتمل لعدم الوفاء بالالتزامات هو وجود نموذج أعمال فاشل، على سبيل المثال عندما تؤدي التغييرات التكنولوجية أو طويلة المدى إلى تقليل الطلب بشكل دائم، فإننا سنتوقع أن تكون قيمة الأرباح قبل الفائدة والضرائب والإهلاك والاستهلاك للمنشأة المستمرة أقل بكثير من المستويات التاريخية (أو أن تؤدي إلى التصفية).

على الرغم من ذلك، لا تحدد فيتش الأرباح قبل الفائدة والضرائب والإهلاك والاستهلاك للمنشأة المستمرة على أساس مستويات التغطية عند نقطة التعادل: فهي عملية لا تعكس التدفقات النقدية المستقبلية وتشهد تقلبات حسب التغييرات في الديون والإنفاق الرأسمالي ونفقات الفوائد. في تصنيفات قدرة المصدر على الوفاء بالالتزامات المعنية عند مستوى "B-" وما فوق، فسننتوقع رغم ذلك أن تكون الأرباح قبل الفائدة والضرائب والإهلاك والاستهلاك للمنشأة المستمرة أقل من الأرباح قبل الفائدة والضرائب والإهلاك والاستهلاك خلال مدة اثني عشر شهرًا الأخيرة، وسوف يفصح المحللون بوضوح في بيانات إجراءات التصنيف الخاصة بنا الحالات التي لا ينطبق عليها هذا الأمر وسبب ملاءمة افتراض بديل أكثر.

تعكس الصناعات الدورية، باستثناء أعمال السلع الأساسية، ملاحظتنا عن الحالات الفعلية لعدم الوفاء بالالتزامات من خلال حساب الأرباح قبل الفائدة والضرائب والإهلاك والاستهلاك للمنشأة المستمرة على افتراض أن الإيرادات تتماشى مع مستويات الأسعار والإنتاج ذات مستوى أعلى إلى حد ما من النقاط الأدنى. أما في صناعات السلع الأساسية، فتميل قيمة المنشأة إلى الارتباط بدورة أسعار افتراضية وتعكس بشكل عام جودة الأصول والتدفق النقدي.

يشكل نظام الإفلاس أحد الاعتبارات المهمة الأخرى. وفي سيناريو الإفلاس أو ما يشابهه من سيناريوهات الإعسار، فإن تقييم الأعمال يعكس الأرباح قبل الفائدة والضرائب والإهلاك والاستهلاك للمنشأة المستمرة التي يمكن تحقيقها من عمل ما بعد إعادة هيكلة. والأنظمة المشابهة للفصل 11 من قانون الإفلاس في الولايات المتحدة (Chapter 11) تحمي الشركة من إنفاذ الدائنين لفترة يحتمل أن تستمر لأمد طويل ويمكن خلالها للمالكين إجراء تغييرات جوهرية تخضع لموافقة المحكمة - مثل فرض محافظ الإيجار أو صفقات الاتحادات - من أجل تحسين الأرباح قبل الفائدة والضرائب والإهلاك

والاستهلاك وذلك بعد الخروج من الإفلاس أو الإعسار. أما في الأنظمة الأخرى، فيمكن أن تكون إجراءات الإعسار والإدارة القضائية أقل تنظيماً بكثير، وهو ما يؤدي إلى زيادة تآكل القيمة نظراً إلى توفر الموردين وغيرهم من الأعمال المهجورة وفرصاً أقل لإعادة الهيكلة التشغيلية.

تدرك فيتش القيود المتعددة المتعلقة بالأرباح قبل الفائدة والضرائب والإهلاك والاستهلاك، لا سيما عدم وجود تعريف ثابت للمحاسبة واحتمالية التباينات الإقليمية، إلا أنها تستخدم الأرباح قبل الفائدة والضرائب والإهلاك والاستهلاك المتوقعة في تحليل قيمة المنشأة باعتبارها المقياس الأكثر شيوعاً في التقييمات الخارجية. وعادةً ما تكون الأرباح قبل الفائدة والضرائب والإهلاك والاستهلاك التي تستخدمها فيتش أولية بالنسبة إلى التأثير على مدار عام كامل لأي عمليات استحواذ أو تصفية، وإن كان ذلك على أساس خاص بفيتش (أي حذف العديد من الإضافات بأثر رجعي والتعديلات التي تظهر في الكثير من البيانات المقدمة من المصدرين).

ستفصح فيتش عن الأساس المنطقي العام للافتراضات المتعلقة بالأرباح قبل الفائدة والضرائب والإهلاك والاستهلاك للمنشأة المستمرة وذلك في بيانات إجراءات التصنيف (راجع قسم "الإفصاح عن معاملة محددة" في الصفحة 16).

اختيار المضاعف وتطبيقه

إننا نطبق مضاعفًا يعكس الخصائص المالية والتشغيلية الفردية للشركة، وديناميكيات الصناعة، وبيانات النظراء القابلة للمقارنة داخل النطاق الإقليمي.

أ. الولايات المتحدة: من 4.0x إلى 8.0x، مع 6.0x كنقطة متوسطة.

ب. بقية دول العالم: من 3.0x إلى 7.0x، مع 5.0x كنقطة متوسطة.

قد يشكل استخدام مضاعف فوق النطاق الإقليمي تبايناً وسيتم الإفصاح عنه في تقارير أبحاث المصدر الخاصة بفيتش (راجع قسم "الإفصاح عن معاملة محددة" في الصفحة 16).

إن الفارق بين النطاقات الإقليمية يعكس شفافية منخفضة في تقييم الإعسار خارج الولايات المتحدة إضافة إلى اختلافات في مضاعفات التداول في السوق العام التاريخية فضلاً عن عملية أقل ملاءمة بشكل عام للمصدرين تكون فيها عمليات التصفية التي تتم فور عدم الوفاء بالالتزامات في التقييمات عند النقاط الأدنى أكثر تكراراً.

تستخدم فيتش أداة افتراضات المضاعف لتفترض مضاعفًا معقولاً لنسبة الأرباح قبل الفائدة والضرائب والإهلاك والاستهلاك للمنشأة المستمرة إلى قيمة المنشأة داخل النطاقات الإقليمية ذات الصلة. وتكون النقطة المتوسطة الإقليمية هي نقطة البداية.

تشتمل أداة افتراضات المضاعف على أربعة عوامل رئيسية توجه المحللين إلى افتراض مضاعف عند أو بالقرب من الحد الأدنى للنطاق الإقليمي أو منتصفه أو الحد الأعلى له. ويختلف التأثير النسبي لكل عامل رئيسي بناءً على الخصائص الفردية للمصدر.

تستند نتيجة كل عامل رئيسي إلى تقييم عوامله الفرعية. ويولي المحللون أهمية أكبر لأي عامل رئيسي (عوامل رئيسية) أو عامل فرعي له أهمية أكبر في النتيجة الإجمالية.

وتتمثل العوامل في ما يلي:

a. ديناميكيات الصناعة:

تشمل العوامل الفرعية ما إذا كان القطاع في مرحلة نمو أو في حالة تدهور طويل المدى، ودرجة الجواز التي تعيق الدخول، والبيئة التنظيمية، ومستويات التركيز في سلسلة التوريد.

b. أعمال الشركة:

تشمل الوضع التنافسي للمصدر وملفه التشغيلي. وتشتمل العوامل الفرعية التي تحدد ما إذا كان يجب تحديد المضاعف عند نقطة منخفضة أو متوسطة أو مرتفعة في النطاق على الحصة السوقية، ومعدلات تسرب العملاء، ومخاطر الطرف الآخر لدى العملاء، والقيمة غير الملموسة، ومرونة الطلب في السوق النهائية، وجودة الأصول.

c. الوضع المالي للشركة:

تتراوح العوامل الفرعية من الحجم مروراً بمسار التدفقات النقدية المتوقعة والتاريخية، وصولاً إلى اليقين بشأن الإيرادات والهوامش والرافعة المالية التشغيلية.

d. مقارنات النظراء:

يقيم هذا العامل البيانات المتعلقة بالمضاعفات المطبقة في أدوات تصنيفات الاسترداد للنظراء الأقرب صلة والمتعلقة بالقطاعات الكبيرة نسبياً، إضافة إلى النقطة المتوسطة في القطاع، ومضاعفات معاملات الاندماج والاستحواذ التي حدثت في الآونة الأخيرة في السوق للشركات القابلة للمقارنة، ومضاعفات التداول في الأسواق العامة للنظراء الأقرب صلة أو المبيعات المتعثرة التاريخية، وبيانات إعادة التنظيم المستمدة من دراسات الإفلاس، وذلك حسب القدر المتاح.

في ما يلي مقتطف من العوامل الفرعية التي نأخذها في الاعتبار في أداة افتراضات المُضاعف الخاصة بنا:

مقتطف من أداة افتراضات المُضاعف

الاعتبارات	مُضاعف منخفض	مُضاعف النقطة المتوسطة	مُضاعف مرتفع
العوامل الفرعية لديناميكيات الصناعة			
التوجهات طويلة المدى	انحدار طويل المدى، مرحلة الانقضاء، مستوى سلبي	توقعات إيجابية متواضعة على المدى الطويل	نمو سريع متوقع، مؤات
الحوافز التي تعمق الدخول	حواجز منخفضة تعيق الدخول	بعض الحماية	حواجز مرتفعة تعيق الدخول
التنظيم	سلبي	محايد	بناء
قوة الموردين	قاعدة موزّدين شديدة التركيز لديها قدرة كبيرة على تحديد الأسعار. واعتماد كبير على مورد رئيسي واحد أو عدد قليل من الموردين الرئيسيين	بعض التنوع والقدرة على التفاوض على أسعار المخزون والمواد الخام	قاعدة موردين متنوعة. ويفتقر الموردون إلى قوة التسعير ويمكن بسهولة استبدالهم بمورد منخفض التكلفة
العوامل الفرعية لأعمال الشركة			
حصص السوق	شركة صغيرة نسبيًا تتنافس مع شركات أكبر وذات رأسمالية أكبر	شركة متوسطة الحجم لها أعمال متخصصة وتتنافس مع عدد قليل من المنافسين	شركة قوية ورائدة أو من المستوى الأول
تناقص العملاء	مرتفع بسبب عدم وجود عقود مع العملاء أو وجود تكاليف تحويل منخفضة	متوسط	منخفض بسبب وجود عقود مع العملاء أو تكاليف تحويل مرتفعة
جودة العملاء	أطراف مقابلة تجارية من درجة المضاربة، وعملاء رئيسيون يعملون في قطاعات يتراوح مستواها من ناضجة إلى متدهورة، وتركز كبير على العملاء، والتعرض لخطر فرار العملاء	جودة ائتمانية وتوقعات أعمال متغيرة	أطراف مقابلة من الدرجة الاستثمارية، وعملاء رئيسيون مع أعمال تتراوح من مستقرة إلى متنامية، ولا يوجد تركّز كبير
قيمة الأصول غير الملموسة (الملكية الفكرية والعلامات التجارية وبراءات الاختراع)	لا توجد أي قيمة غير ملموسة حقيقية، ووجود منتجات / خدمات سهلة الاستبدال، وتحتصر المنافسة في عامل السعر	قيمة أصول غير ملموسة متواضعة	قيمة كبيرة
الطلب	تقديري، ويتقلب على نطاق واسع، ويخضع لتفضيلات المستهلك المتغيرة، أي مخاطر تقديم منتجات لا إقبال عليها	بعض التقلبات	طلب غير مرّن، وأسواق نهائية تتراوح من مستقرة إلى متنامية، ومنهج أو خدمة ذات بحاجة ماسة إليها
جودة الأصول	جهة إنتاج عالية التكلفة، وموقع غير مناسب للأصول، وسجل تشغيلي ضعيف	متوسط	جهة إنتاج منخفضة التكلفة، وموقع جيد للأصول، وجهة تشغيلية عالية الجودة
العوامل الفرعية للشؤون المالية للشركة			
المقاييس العام	شركة صغيرة مقارنة بالكتلة الحرجة الإقليمية	شركة متوسطة مقارنة بالكتلة الحرجة الإقليمية	جهة فاعلة كبيرة مقارنة بالكتلة الحرجة الإقليمية
تاريخ الإيرادات والتدفقات النقدية والنظرة المستقبلية	تراجع مستواها واستمرار متوقّع للممار السلبي	إيجابي متواضع	تاريخ وتوقعات نمو قويان
مقتطف من أداة افتراضات المُضاعف (تابع)			
اليقين بشأن الإيرادات	مصادر إيرادات منخفضة أو متغيرة للغاية أو غير مؤكدة	بعض الوضوح	إيرادات متكررة عالية ثابتة وقوية
هوامش الأرباح قبل الفائدة والضرائب والإهلاك والاستهلاك	ضعيفة وأقل من النظراء وغير كافية لاستدامة العمليات	متوسطة	قوية و/ أو تتجاوز النظراء باستمرار
الرافعة المالية للتشغيل	هيكل تكاليف ثابتة ومرتفعة، وقدرة ضئيلة على تعديل هيكل التكلفة بسبب التقلبات في حركة الطلب	هيكل تكاليف مرّن إلى حد ما	هيكل تكاليف مرّن ويمكن تعديله بسهولة للتأقلم مع التقلبات في حركة الطلب

العوامل الفرعية المتعلقة بالنظراء			
مُضاعِفات التداول لدى النظراء	الشركة أو النظراء الأقرب صلة في المجال عينه تتداول بقيمة مخصصة للوسيط عبر القطاعات	تداول الشركة أو النظير الأقرب صلة بما يتماشى مع السوق عبر القطاعات	تداول الشركة أو النظراء الأقرب عند مُضاعِفات غنية باستمرار مقارنة بالمؤشر عبر القطاعات
مقارنات المعاملات السابقة للاتدماج والاستحواذ	تم الاستحواذ على الشركة أو النظراء الأقرب صلة عند مُضاعِف منخفض	تم الاستحواذ على الشركة أو النظراء الأقرب صلة عند مُضاعِف قريب من الوسيط للسوق أو مقارنة بمجموعة نظراء كبيرة ومتجانسة في القطاع	تم الاستحواذ على الشركة أو النظراء الأقرب صلة عند مُضاعِف قوي مقارنة بالسوق ككل
بيانات دراسة حالة الإفلاس	تمت إعادة تنظيم الشركات الماثلة عند قيم منشآت ومُضاعِفات منخفضة نسبيًا مقارنة بالوسيط عبر القطاعات	نتائج الحالة قريبة من الوسيط عبر القطاعات أو هناك نقص في بيانات الحالة القابلة للمقارنة	تمت إعادة تنظيم النظراء الأقرب صلة عند قيم ومُضاعِفات مرتفعة نسبيًا مقارنة بالنتيجة عبر القطاعات

المصدر: فيتش للتصنيف

بدائل لمقاربة مُضاعِف التدفق النقدي

تتمتع لجان التصنيف بسلطة تقديرية لاستخدام طرق تقييم بديلة مناسبة من الناحية التحليلية والتي يتم بيانها ودعمها بوضوح في الأسس المنطقية لتصنيف الاسترداد. ونلخص في ما يلي مثالين عن المقاربات البديلة المتبعة في تقييمات المنشأة المستمرة:

أ. التدفق النقدي المخصوم

عندما تتوفر معلومات كافية لاشتقاق تقدير معقول للتدفقات النقدية المستقبلية، قد تستخدم فيتش الأساليب التقليدية للتدفق النقدي المخصوم لتقدير قيمة المنشأة باعتبارها القيمة الحالية للتدفقات النقدية المستقبلية بالإضافة إلى مُضاعِف الأرباح المتأثرة قبل الفائدة والضرائب والإهلاك والاستهلاك أو بدلاً منه. أما من الناحية العملية، فيعد هذا نادرًا نسبيًا كما هو الحال في قرارات إعادة الهيكلة الفعلية.

ب. تقييم الأصول المتداولة

تتبع بعض الصناعات مقاربات تقييم خاصة بالقطاع وتعكس سوقًا للأصول المملوكة أو المُدارة التي يتم تداولها بنشاط في البورصات أو يتم شراؤها وبيعها بشكل متكرر. على سبيل المثال، قد يتم تقييم احتياطيات النفط والغاز بناءً على توقعات أسعار السلع الأساسية ومستويات الإنتاج وتكاليف التطوير. ويمكن التعبير عن ذلك كـمبلغ إجمالي أو تطبيقه على أحد تعريفات الاحتياطيات. بالمثل، قد تنطبق مقاربة تقوم على أساس القيمة لكل وحدة على قطاعات أخرى منها توليد الطاقة (السعر لكل كيلوواط) أو تكرير النفط (الطاقة الاستيعابية اليومية والتعقيد) أو شركات العقارات (مثل السعر للقدم المربع ومعدل الرسملة).

المقاربة 2: القيمة عند التصفية

عادةً ما تتضمن مقاربة القيمة عند التصفية خصم القيمة الدفترية لأصول الميزانية العمومية وجمع النتائج لتقدير إجمالي عوائد تصفية الأصول في عملية تصفية افتراضية. وفي حالات معينة، قد تكون القيمة الدفترية للأصل أقل من القيمة عند التصفية (على سبيل المثال، أرض أو مبنى تم شراؤه منذ 50 عامًا وانخفضت منفعتها الاقتصادية بالكامل).

توضح الفقرات التالية بالتفصيل المقاربة المعتادة التي تتبعها فيتش تجاه الأصول المشتركة:

أ. الذمم المدينة: 20% في العادة

تطبق فيتش عمومًا عامل خصم بنسبة 20% على الذمم المدينة، إلا أنه يمكن تعديل العامل بناءً على مراجعة الأداء التاريخي لمحفظة الذمم المدينة لدى الشركة. وتشمل مؤشرات الأداء النسبة المئوية للذمم المدينة عديمة الأداء والديون غير القابلة للتحصيل في السابق، وتوزيع جودة الائتمان (التصنيف) متى توفرت معلومات في هذا الشأن (سيتم افتراض المعلومات في حال عدم توفرها)، وتركز محفظة العملاء. وإذا استخدمت شركة أحد أشكال التوريق، فإن فيتش تراعي الهيكل والعوائد التي تقدمها هذه البرامج مع مراعاة أيضًا الاختلافات المحتملة في جودة الأصول (راجع معايير تصنيف الشركات).

ب. المخزون: 50% في العادة

عادةً ما يكون الخصم على المخزون بنسبة 50% ولكنه يختلف وفقًا لقابلية تسويق الأصول وظروف الصناعة. أما الخصومات الأكبر من ذلك فهي مناسبة للمخزونات ذات فترات الصلاحية القصيرة (مثل المواد سريعة التلف) أو المنتجات التي يتم تخصيصها أو المعرضة لمخاطر تقديم منتجات لا إقبال عليها. وتعتبر التخفيضات الأصغر في القيمة الدفترية مناسبة للمخزونات التي يسهل تقييمها وتسويقها بسرعة أكبر، ومنها على سبيل المثال السلع الأساسية مثل احتياطيات النفط والغاز والصلب والسلع الاستهلاكية والمستحضرات الصيدلانية وبعض فئات أصول البيع بالتجزئة. ويتم أيضًا مراعاة الظروف السائدة في الصناعة، وسوف تفصح فيتش عن معدلات الخصم ذات الصلة في تعليقات إجراءات التصنيف (راجع قسم الإفصاح عن معاملة محددة في الصفحة 16).

يمكن أيضًا استخلاص التوجهات التحليلية من تاريخ القروض المعتمدة على الأصول (ABL) في هذا القطاع. وإذا كانت معدلات الإقراض المعتادة المتعلقة بالتسهيلات الائتمانية للقروض المعتمدة على الأصول التي يتم منحها للمقترضين من القطاع هي 80% على الذمم المدينة و70% على السلع تامة الصنع و20% على الممتلكات والآلات والمعدات، فإن الخصومات على هذه الأصول ستبلغ 20% و30% و80% على الترتيب وستكون بديلاً معقولاً للقيمة المنظمة عند التصفية.

وتراعي فيتش أيضًا الأصول غير الأساسية وغير التشغيلية التي يمكن بيعها لتلبية المطالبات.

أما في حالات ترتيبات القروض المعتمدة على الأصول أو القروض المضمونة بضمانات إضافية زائدة المدعومة بأصول محددة، ستقوم فيتش، متى توفرت معلومات حول هذا الشأن، بخصم المطالبات التامة والكاملة (لا سيما قيمة الأصول المرهونة لهذه التسهيلات) من التقييم الإجمالي بحيث يتم تقييم عمليات الاسترداد للدائنين المتبقين بشكل أكثر واقعية.

اختيار القيمة الأعلى من بين قيمة المنشأة المستمرة والقيمة عند التصفية

تفترض فيتش أنه عندما تكون القيمة المقدرة للمنشأة المستمرة لأحد المصدرين تتجاوز القيمة عند التصفية، فمن المتوقع أن تحاول الشركة إعادة التنظيم والاستمرار في العمل. ولن تطبق مقارنة القيمة عند التصفية إلا عندما تؤدي تصفية الأصول إلى عائد أعلى للدائنين. إن هذا التحيز إلى مقارنة تقييم المنشأة المستمرة يتوافق مع أنظمة الإعسار التي تفضل على نطاق واسع إعادة الهيكلة بشكل أو بآخر على التصفية. الأمر الذي يزيد بشكل واضح من عمليات الاسترداد لأصحاب المطالبات ويحافظ على التوظيف.

الخطوة 2. تقدير مطالب الدائنين

لتقدير المطالبات الحالية - تلك التي يتم التعامل معها عادةً عند تدهور جودة الائتمان واللازمة لعملية إعادة التنظيم والتي لها أولوية بموجب قانون الإفلاس ذي الصلة - يتضمن تحليل فيتش ما يلي:

أ. المطالبات المتجددة

تفترض فيتش أن الأجزاء غير المسحوبة من خطوط الائتمان الملزم بها (المدعومة أو غير المدعومة بأصول) من التسهيلات الائتمانية المتجددة القائمة على التدفق النقدي، بما في ذلك التزامات خطاب الاعتماد، يتم سحبا بالكامل إلى الحد المسموح به.

يتم تضمين أي دين (أو التزام طارئ) مدعوم بالتزامات خطاب الاعتماد (الصادرة بموجب القرض المتجدد) بصورة ضمنية في ظل افتراض السحب الكامل على القرض المتجدد.

يتم الاعتماد على تقدير المحللين بشأن التسهيلات التي لا يمكن سحبا إلا لاستخدامات محددة، مثل تلك التي يتم تقييد استخدام عوائدها لأغراض مثل تمويل عمليات الاستحواذ والإنفاق الرأسمالي. وسيتم تقييم تسهيلات ضمان الأداء (لا سيما في القطاعات الصناعية) على أساس كل حالة على حدة لتحديد مدى احتمالية تعرض التسهيلات للضائقة.

ب. المطالبات الإدارية وذات الأولوية

عادةً ما يُفترض أن تكون المطالبات الإدارية بنسبة 10% من قيمة المنشأة. وهنا تجدر الإشارة إلى أن المطالبات الإدارية تنشأ بطرق مختلفة في أنظمة الإفلاس المختلفة، إلا أنها تشمل عادةً التكاليف والنفقات المترتبة على تشغيل الممتلكات وحفظها أثناء العملية (مثل الأجور والرواتب والضرائب والرسوم المهنية للمحامين والمحاسبين ومدفوعات الإيجار على عقود الإيجار المفترضة).

أما في الجهات القضائية التي تعترف بمفهوم المدين المتملك، فيحق معاملة الديون التي تكبدها الشركة خلال فترة ما بعد الإعلان عن الإفلاس باعتبارها مطالبة إدارية. ويشتمل ذلك على الديون التجارية غير المدعومة بالأصول المتكبدة في سياق الأعمال العادية تجاه الموردين أو البائعين وكذلك أي ديون جديدة (مدعومة بأصول أو غير ذلك) يتم تكبدها خلال فترة ما بعد الإعلان عن الإفلاس.

ج. المطالبات المتعلقة بعقود الإيجار

بخلاف الحالات التي تشير فيها الممارسات المحلية إلى أنه ينبغي إضافة التكاليف المستمرة إلى المطالبات ذات الأولوية غير المدعومة بأصول، تتعامل فيتش عادةً مع التزامات عقود الإيجار على أنها عنصر في الهيكل المستمر للكيان المستمر، بدلاً من كونها التزاماً متبلوراً أُضيف إلى كتلة الدائنين. وقد يكون لدى الشركات القدرة على ترشيد عقود الإيجار المتعلقة بالممتلكات العقارية غير السكنية في حالة إفلاسها، إلا أنه يجب الحفاظ على مستوى معين بموجب مقارنة المنشأة المستمرة. وقد يتم افتراض رفض جزء من عقود الإيجار المذكورة، التي تختلف حسب القطاع والشركة، من التزامات عقود الإيجار التشغيلية (سواء أكانت مصنفة بأنها تشغيلية أو رأسمالية بموجب المعالجة المحاسبية) في حالة إفلاس. يتم حساب قيمة عقود الإيجار المرفوضة بما يتفق مع قانون الإفلاس المعمول به في كل جهة قضائية يوجد بها مثل هذه المفاهيم.

لا يتم عادةً إدراج عقود الإيجار الرأسمالية كمطالبات بديون مدعومة بأصول في منهجية تسلسل الاسترداد ما لم نتوقع تسليم الأصل المؤجر. ويؤدي عادةً رفض عقد الإيجار الرأسمالي (التمويلي) إلى التنازل عن الضمان للمؤجر. وإذا افترضت فيتش رفضاً لعقد الإيجار الرأسمالي، فسنتطرح قيمة الضمان المقدرة من المبالغ المستحقة بموجب تمويل الأصل المتبلور ومن ثم سنضيف أي مطالبة بالتقصير غير مدعومة بأصول إلى الالتزامات غير المدعومة بأصول في تحليل الاسترداد متى اعتبرت المبالغ المستحقة جوهرية للتحليل.

في المقابل، وبموجب مقارنة القيمة عند التصفية، يتم اعتبار 100% من عقود الإيجار غير السكنية مرفوضة مع توقف الشركة عن العمل وتتم إضافة مطالبات رفض عقود الإيجار ذات الصلة إلى كتلة الدائنين غير المدعومة بأصول.

د. افتراض الامتياز

يمكن تخفيض القيمة الموزعة على الدائنين ذوي الأولوية النسبية بمبلغ يُعاد توزيعه على المطالبين أصحاب الديون الأكثر ثانوية لضمان موافقتهم على خطة إعادة التنظيم أو التصفية. ويعتمد مبلغ مدفوعات مثل هذه التسوية هذه بشكل كبير على الظروف، لكن لا يُفترض بأي حال من الأحوال عمليات استرداد تتجاوز تلك الخاصة بالدائنين الأعلى أولوية نتيجة مدفوعات التسوية المفترضة. وتسمح فيتش عادةً بتخصيص ما يصل إلى 5% من قيمة الاسترداد المتاحة لدائن له أولوية نسبية لمدفوعات الامتياز التي تُسدّد لدائن أكثر ثانوية.

هـ. التزامات المعاشات التقاعدية وغيرها من التزامات استحقاقات ما بعد انتهاء الخدمة

يمكن أن تكون خطط المعاشات التقاعدية التي لا تحظى بالتمويل الكافي مطالبات بمبالغ كبيرة من مجموع الأصول عند الإفلاس، على الرغم من أن المطالبات قد تختلف من حيث الأولوية حسب الجهة القضائية واتفاقيات الدائنين المتعلقة بالمصدر. وبشكل عام، فإن خطط التقاعد التي يتم إنهاؤها يترتب عليها مطالبة غير مدعومة بأصول ويأتي تصنيفها متساوياً مع الديون غير المدعومة بأصول. إلا أنه في الولايات المتحدة قد تمارس مؤسسة ضمان استحقاقات المعاشات التقاعدية قدرتها التفاوضية الكبيرة لتحسين عمليات الاسترداد لخطة المعاشات التقاعدية على حساب الدائنين الآخرين غير المدعومين بأصول.

أما مطالبات استحقاقات ما بعد انتهاء الخدمة فقد تكون بالأهمية نفسها كمطالبات المعاشات التقاعدية أو أكثر أهمية منها وذلك إذا كان لدى الشركة عادةً قوى عاملة تنتمي إلى النقابات أو إذا كانت هناك مصلحة عامة في حماية استحقاقات المتقاعدين (مثل الرعاية الصحية).

وفي الجهات القضائية الأخرى، مثل المملكة المتحدة، تتمتع السلطات التنظيمية بصلاحيات واسعة النطاق لحماية مصالح الأنظمة التقاعدية التي يمكن أن تخفف من النتائج المادية لأصحاب السندات. بشكل عام، تُدرج فيتش مطالبات النظام التقاعدي، متى وُجدت وكانت ذات صلة وقابلة للتحقق، في تحليلها للاسترداد على مستوى أولوية مناسب، وسيختلف ذلك حسب الحالة. وقد يختلف المبلغ النهائي لهذه المطالبات عن العجز المحاسبي للمعاشات التقاعدية لدى الشركة والذي يتم قياسه بموجب المعايير الدولية لإعداد التقارير المالية. في الوقت الذي ستخضع فيه فيتش تقييمًا حسب المعايير الدولية لإعداد التقارير المالية نقطة انطلاق لها في تحليلها حين يوجد دليل بأن المبلغ يختلف بشكل كبير عن المبلغ الفعلي المتوجب المطالبة به وحين يكون بالإمكان تقدير المبلغ بدرجة معقولة من اليقين، يجوز استخدام مقياس الأكثر دقة.

و. المطالبات الأخرى غير المتعلقة بالديون والمطالبات المشروطة

إن الالتزامات الأخرى غير الائتمانية مثل مطالبات التعويض الجماعي أو المطالبات القانونية الأخرى الناتجة من الدعاوى القضائية المادية أو التزامات الإصلاح البيئي أو مطالبات تسوية الإصابات الشخصية والالتزامات العرضية (والضمانات) التي يُفترض أنها ستصبح مستحقة قد يتم تضمينها حسب الضرورة في موضعها النسبي في منهجية تسلسل التوزيع. وقد تختار فيتش أيضًا تضمين تقديرات التوزيعات للمطالبات المتعلقة بالمطلوبات غير المتعلقة بالديون، لا سيما المطالبات التجارية. أما بالنسبة إلى المطالبات التي تفترض فيتش أنه سيتم دفعها بمرور الوقت من قبل الكيان المُعاد تنظيمه، فقد تقلل فيتش من الأرباح قبل الفائدة والضرائب والإهلاك والاستهلاك للمنشأة المستمرة بمقدار المدفوعات السنوية بدلاً من تضمين المبلغ الإجمالي في منهجية تسلسل التوزيع.

الخطوة 3: توزيع القيمة الأكبر من بين قيمة المنشأة أو القيمة عند التصفية حسب الأولوية

بعد اكتمال التقييم، فإن إجمالي المبلغ المقدّر يتم تخصيصه للدائنين وفقاً للأولوية النسبية لمطالباتهم ("منهجية التسلسل" مع استرداد الفائض على المطالبة ذات الأولوية الأكبر، إن وجدت، بالتدرج وصولاً إلى الأولوية التالية).

قد تؤثر العوامل التالية في توزيع القيمة في تحليل فيتش:

أ. التبعية الهيكلية

إن استخدام القيمة لا يتأثر فقط بالأولوية النسبية للأدوات الخاصة بمصدر معين، بل يمكن أن يؤثر الهيكل التنظيمي أيضًا في الأولوية في كافة الجهات القضائية. وفي الحالات التي تتضمن عدة كيانات تشغيلية لها عمليات يمكن القول إنها مستقلة، تعمل شركة فيتش على تحديد التقييم والمطالبات على مستوى الكيان والنظر في القيم المتبقية المتاحة لدائني الشركة الأم أو الكيانات التابعة. وفي هذا الصدد، تدرج فيتش أيضًا العوامل التي قد تعوّض أو تضعف بصورة جزئية تأثير التبعية الهيكلية - مثل وجود الضمانات الأولية والالتزامات متساوية بين الشركات مستحقة على الشركة التابعة إلى الشركة الأم.

ب. معالجة الأرصدة النقدية

الافتراض العام هو أن يتبدد النقد وما يعادله في الميزانية العمومية قبل الإفلاس أو أثناء العملية. ولن تُدرج فيتش قيمة النقد في تقدير عمليات الاسترداد سوى في ظروف محدودة للغاية، على سبيل المثال النقد المحتفظ به في أحد حسابات الضمان المُخصّصة لسداد الديون والمنفصل عن بقية النقود في الميزانية العمومية للمصدر. وبدلاً من ذلك، عندما ترى فيتش أن الإفلاس وشيك الحدوث تكون الأرصدة النقدية هامة ويكون لدى فيتش درجة عالية من الوضوح في ما يتعلق بقيمة الأصول القابلة للتوزيع في عملية تصفية.

تحمل بعض القطاعات، مثل خطوط الطيران والتكنولوجيا، أرصدة نقدية كبيرة ويمكن أن يكون لها أرصدة نقدية كبيرة حتى في حالة الإفلاس. وفي مثل هذه الصناعات، يمكن دمج جزء من الأرصدة النقدية في تحليل الاسترداد اعتماداً على ظروف الإفلاس. وقد تقوم فيتش

بتضمين جزء من الرصيد النقدي الحالي إلى قيمة المنشأة في حالة تجاوزها النقد التشغيلي المطلوب للعمل على أساس مبدأ المنشأة المستمرة.

ج. اعتبارات خاصة بشكل أساسي بالمصدرين في الولايات المتحدة

i. الأولوية المطلقة

تتبع محاكم الإفلاس في الولايات المتحدة بشكل عام قاعدة توزيع الأولويات المطلقة (أي الديون المدعومة بأصول بعد الائتماس والديون المدعومة بأصول قبل الائتماس والمطالبات الإدارية غير المدعومة بأصول والمطالبات الأخرى ذات الأولوية والمطالبات غير المدعومة بأصول والمطالبات ذات الدرجة الأقل ومصالح حقوق الملكية). والاستثناء الوحيد لهذه القاعدة هو المطالبات الإدارية "غير المدعومة بأصول" والتي يجب سدادها بالكامل قبل المطالبات المدعومة بأصول من أجل تأكيد خطة إعادة التنظيم (أو خطة التصفية) بموجب الفصل 11.

ii. المساهمات الضمانية

إذا كان الدين مضموناً على أساس مشترك ومتعدد من جانب ضامين متعددين، فإن فيتش تخصص عبء الضمان بشكل متناسب بين الضامين الذين يتوفر لديهم ما يكفي من السيولة و/ أو التدفق النقدي للعمل بموجب الضمان (ما لم تتم الإشارة بخلاف ذلك في الممارسة القضائية أو أحكام اتفاقية الضمان).

iii. الشركات التابعة غير المحلية

غالبًا ما لا تتبع الشركات التابعة الأجنبية الشركة الأم أو الشركات المحلية التابعة لها عندما تعلن عن إفلاسها. ويعتبر توزيع التقييم على مبدأ المنشأة المستمرة لمثل هذه الشركات التابعة الخارجية بعد الوفاء بأي التزامات محلية من بين الاعتبارات المهمة في تحليل الاسترداد الخاص بفيتش.

يتم احتساب القيمة الناتجة من ضمانات الديون للشركات التابعة الأجنبية أو قيمة حقوق الملكية المتبقية المتاحة من الشركات التابعة الأجنبية، حيثما أمكن التحديد، في منهجية تسلسل الاسترداد عند مستوى الأولوية النسبية المناسب للمطالبة.

iv. معالجة تسهيلات القروض المعتمدة على الأصول

في حالة تسهيلات القروض المعتمدة على الأصول والتي تتسم بسمات حماية ائتمانية (مثل محدودية التوافر المحدود بمعادلة قاعدة الاقتراض والسيطرة على المال نتيجة خرق ومراقبة متكررة أو إبلاغ عن الضمانات)، تفترض فيتش أن ديون القروض المعتمدة على الأصول لها أولوية في منهجية تسلسل الاسترداد على غيرها من مطالبات الديون ذات حق الحجز الأول والتي لا تتشارك حق الحجز الأول على ضمان أصول رأس المال العامل إلى الحد الذي تتم فيه تغطية ديون القروض المعتمدة على الأصول تغطية كاملة من خلال قيمة الضمان المحدد الذي يؤمن القروض المعتمدة على الأصول.

مع ذلك، قد يستخدم المحللون تقديرهم في افتراض سحب أقل من كامل لتسهيل متجدد من فئة القروض المعتمدة على الأصول، وذلك بناءً على عوامل مثل توافر قاعدة اقتراض متوقعة عند نقطة عدم الوفاء بالالتزامات، وتفعيل بند الهيمنة النقدية التي تظهر عند وقوع حدث معين (الحق في تولي السيطرة الكاملة على حسابات الودائع النقدية للمقرض في حالة خرق محفزات أحداث محددة وتطبيق العوائد النقدية نحو السداد الجزئي للقروض المعتمدة على الأصول قبل الإفلاس).

مقياس تصنيفات الاسترداد

تقسم فيتش نطاق نسب الاسترداد من 0% إلى 100% ضمن ست فئات أو تصنيفات استرداد على النحو الذي يوضحه الجدول الوارد أدناه. تتوقع فيتش عادةً أن تقع معدلات الاسترداد ضمن هذه النطاقات الخاصة بتصنيف استرداد معين على أساس محفظة متنوعة، عبر دورات متعددة، وذلك رغم احتمال وجود انحرافات كبيرة في الإصدارات الفردية. يؤدي تحليل منهجية التسلسل إلى إنشاء حساب استرداد متولد من خلال منهجية التسلسل (WGRC)، والذي يُستخدم لربط التحليل الخاص بالمصدر والأداة من تحليل منهجية التسلسل الموضحة أعلاه بنطاق تصنيف الاسترداد.

مقياس تصنيفات الاسترداد مع تحديد الدرجات لتصنيفات قدرة المصدر على الوفاء بالالتزامات المُعينة عند مستوى "B+" وأقل

RR	الوصف	تحديد درجة التصنيف استنادًا إلى تصنيف قدرة المصدر على الوفاء بالالتزامات	حساب الاسترداد المتولد من خلال منهجية التسلسل (%)
RR1	هائلة	3+ (الديون ذات حق الحجز الأول فحسب)	100-91
RR2	مرتفعة	2+ (يتم تحديد الحد الأقصى للديون ذات حق الحجز الثاني وغير المدعومة بالأصول عند مستوى "RR2")	90-71
RR3	جيدة	1+	70-51
RR4	متوسطة	0+	50-31
RR5	دون المتوسطة	1-	30-11
RR6	ضعيفة	2- إلى -3~	10-0

(أ) ما لم يكن المصدر شركة تابعة ذات أولوية هيكلياً في هيكل مجموعة شركات متعدد المستويات
(ب) نظراً إلى أن العديد من أدوات الدين الثانوي يمكن تصنيفها عند مستوى "RR6"، فإن تحديد درجات تصنيف متنوعة يتيح التمييز في تبعية الديون ضمن هذه الفئة
المصدر: فيتش للتصنيف

يتم تحديد الحد الأقصى لتصنيفات الاسترداد الخاصة بالديون ذات حق الحجز الثاني والديون غير المدعومة بأصول عند مستوى "RR2" مع وجود استثناءات محتملة لأدوات الدين الخاصة بمصدر له مكانة ذات أولوية هيكلياً ضمن مجموعة شركات متعددة المستويات. وفي هذه الظروف، يتم إكمال تقييمات ومنهجيات تسلسل منفصلة للشركة التابعة والشركة الأم. على سبيل المثال، يمكن تصنيف الديون غير المدعومة بأصول لدى شركة تابعة ذات أولوية هيكلياً عند مستوى "RR1" إذا كانت تدفقاتها النقدية وخططها التمويلية تدعم هذا التصنيف.

عادةً ما يتم تحديد الحد الأقصى لتصنيفات الاسترداد الخاصة بالديون ذات الدرجة الأقل التي يأتي ترتيبها في أولوية السداد بعد كل من الديون ذات الأولوية المدعومة بأصول والديون ذات الأولوية غير المدعومة بأصول عند مستوى "RR4".

تطبق فيتش أيضاً حدوداً قصوى في عدد من الجهات القضائية، لذا يرجى الاطلاع على معايير تصنيفات معالجة الاسترداد حسب كل دولة لمزيد من التفاصيل. علاوة على ذلك، يتم تطبيق المستوى "RR2" كالحد الأقصى لقطاع الألعاب الأمريكية المحلية في الولايات المتحدة نظراً إلى السوابق المحدودة لقابلية إنفاذ مطالبات الدائنين في هذا القطاع.

عندما يترتب على استثناءات المستندات تأثير حالي واضح وظاهر على تحليل الضمانات الجاري إجراؤه، فسيتم أخذها في الاعتبار. فعلى سبيل المثال، إذا تم استبعاد العلامات التجارية صراحةً من حزمة الأدوات المالية، فسيقوم محللو فيتش بتعديل الأرباح قبل الفائدة والضرائب والإهلاك والاستهلاك للمنشأة المستمرة من خلال تخفيضها في تحليل الاسترداد (و/أو مضاعف قيمة المنشأة المتعثرة إلى الأرباح قبل الفائدة والضرائب والإهلاك والاستهلاك) وذلك لتعكس الافتقار إلى قوة توليد الأرباح قبل الفائدة والضرائب والإهلاك والاستهلاك لدى قاعدة أصول أضعف.

على الرغم مما سبق وبصورة أعم لا يوجد تأثير عام في تحليل الاسترداد بسبب وجود المستندات المتعلقة بمنع مخاطر الأحداث أو غيابها. وكما هو الحال في تصنيفات المصدر، فإن التغييرات في هيكل رأس المال (بما في ذلك تكبد المزيد من الديون)، والتغييرات في توافر الضمانات، وعمليات الاستحواذ تُعد كلها خيارات يمكن للمصدر اتخاذها ويمكن أن تنعكس على أساس المصدر والأداة في الوقت المتوقع لحدوثها (أو عندما يوجد دليل قوي على أنه سيقع مثل هذا النوع من الأحداث ويمكن تقدير المقياس).

ربط أدوات الدين

يوضح الجدول التالي العلاقة بين تصنيف قدرة المصدر على الوفاء بالالتزامات وتصنيف الاسترداد وتصنيف الأداة الخاص بالأداة المالية بالنسبة إلى المصدرين الذين تكون تصنيفات قدرة المصدر على الوفاء بالالتزامات الخاصة بهم عند مستوى "B+" وأقل. على سبيل المثال، يمكن منح السندات ذات الدرجة الأقل (مع تصنيف استرداد متوقع عند مستوى "RR6") لمصدر تصنيفه عند مستوى "B-" تصنيف مماثل لتصنيف السندات ذات الأولوية المدعومة بأصول (مع تصنيف استرداد متوقع عند مستوى "RR1") لمصدر غير قادر على الوفاء بالالتزاماته.

ربط أدوات الدين

تصنيف قدرة المصدر على الوفاء بالالتزامات								
B+	B	B-	CCC+	CCC	CCC-	CC	D/RD/C	
RR1	BB+	BB	BB-	B+	B	B-	CCC+	CCC
RR2	BB	BB-	B+	B	B-	CCC+	CCC	CCC-
RR3	BB-	B+	B	B-	CCC+	CCC	CCC-	CC
RR4	B+	B	B-	CCC+	CCC	CCC-	CC	C
RR5	B	B-	CCC+	CCC	CCC-	CC	C	C
RR6	CCC+/B-	CCC/CCC+	CCC/CCC	CCC/CCC-	CC/CCC	C	C	C

¹ يعتمد التمييز في تحديد درجة التصنيف بين أداتين عند مستوى "RR6" على السمات الهيكلية والتعاقدية. وفي حالة وجود أداة واحدة فقط مصنفة عند مستوى "RR6"، سيتم تطبيق تحديد درجة التصنيف "2-" استناداً إلى تصنيف قدرة المصدر على الوفاء بالالتزامات.
المصدر: فيتش للتصنيف

يتم تقليل درجة تصنيف أدوات الدين في الطرف السفلي من درجة المضاربة. وتُظهر أدوات الدين المخصصة لسندات المصدرين الذين لم يفوا بالتزاماتهم أو الذين يوشكون على عدم الوفاء بالتزاماتهم فرقاً بسيطاً بين عمليات الاسترداد المصنفة عند المستويين "RR4" و"RR6". وعند هذه النقطة، من المفيد عمومًا للقارئ أن يرجع إلى تصنيف الاسترداد المنشور بالإضافة إلى تصنيف الأداة، لأن الأداة المصنفة عند مستوى "C" عند عدم وفائها بالتزاماتها قد يشير إلى خسارة متوقعة في أي نقطة بين 50% (إذا كانت مصنفة عند مستوى "RR4"/"C") و100% (إذا كانت مصنفة عند مستوى "RR6"/"C").

في أي سيناريو يعلن فيه المُصدر عن مقترح لتبادل الديون المتعثرة من دون تنفيذه والذي يستهدف واحدًا أو أكثر من إصدارات الدين ضمن هيكل رأس المال متعدد المستويات للمُصدر ويتم فيه تخفيض تصنيف قدرة المُصدر على الوفاء بالالتزامات إلى المستوى "C"، فقد يتم توسيع نطاق تحديد درجات التصنيف لعمليات الاسترداد الخاصة بالإصدارات غير المتأثرة لفترة زمنية محدودة. ويرجى الاطلاع على قسم تبادل الديون/المتعثرة الوارد في تقرير معايير تصنيف الشركات لمزيد من التفاصيل.

نوع توزيعات الدائنين

إن تصنيفات الاسترداد الخاصة بفيتش لا تتناول شكل توزيعات الدائنين في عملية إعادة الهيكلة (أي مجموعة مكونة من النقد أو الديون الجديدة أو الديون المُعاد جدولتها أو حقوق الملكية العادية الجديدة أو من خلال تنازل المُقترض عن الضمانات). بينما تدرك فيتش أن قيمة التوزيعات غير النقدية تكون أقل تأكيدًا حتى يتم تسهيلها وقد تكون أقل سيولة، فإن توقع شكل استرداد ما يفوق نطاق تحليل التصنيف الائتماني. ويخضع شكل التوزيع للمفاوضات بين الدائنين وتفضيلات أصحاب المطالبات.

تحليل الاسترداد للمُصدرين المصنفين عند مستوى "BB" أو أعلى

تطبق فيتش مقارنة عامة لتحديد تصنيفات الاسترداد للأدوات وتعيينها بالنسبة إلى المُصدرين المصنفين عند مستوى "BB" أو أعلى. وتشير عملية تحديد تصنيفات لالتزامات المُصدرين المصنفين بين المستويين "AAA" و"BB"، في الغالب، إلى عمليات الاسترداد الإجمالية في السوق ككل، وليس تحليل الاسترداد الخاص بالمُصدر.

كما هو الحال في الإقليم المخصص، تطبق فيتش الحدود القصوى في عدد من الجهات القضائية. لذا يرجى الاطلاع على معايير تصنيفات معالجة الاسترداد حسب كل دولة لمزيد من التفاصيل. وبالمثل، يتم تطبيق المستوى "RR2" كالحد الأقصى لقطاع الألعاب الأمريكية المحلية في الولايات المتحدة نظرًا إلى السوابق المحدودة لقابلية إنفاذ مطالبات الدائنين في هذا القطاع.

افتراضات الاسترداد تستند إلى افتراضات عامة وليس إلى تحليل مخصص

بالنسبة إلى الكيانات المؤسسية المصنفة عند مستوى "BB" وما فوق، فإن التصنيف المُعين لأداة ديون ذات أولوية غير مدعومة بأصول يفترض استردادًا متوسطًا في حالة الإفلاس، ما يتماشى مع النطاق من 31% إلى 50%. أي "RR4". وعندما توجد توقعات باسترداد متوسط، فإن تصنيفات قدرة المُصدر على الوفاء بالالتزامات وتصنيفات أدوات الديون غير المدعومة بأصول تكون متساوية بدون تحديد درجة التصنيف.

يوفر سوق الولايات المتحدة المصدر الأكثر عمقًا وشفافية لبيانات الاسترداد التاريخية المتاحة لفيتش، ويتم استخدامه لتوفير الأساس الإحصائي لنطاق الاسترداد المتوسط الخاص بفيتش ولعدم تحديد فيتش أي درجة تصنيف للأداة ذات الأولوية غير المدعومة بأصول استنادًا إلى افتراضات قدرة المُصدر على الوفاء بالالتزامات، وهو ما يتم تطبيقه على معظم التزامات المُصدر من الدرجة الاستثمارية عبر كافة الجهات القضائية (إلى جانب الحدود القصوى الخاصة بكل دولة والمعايير الخاصة بكل قطاع).

القطاعات التي تحظى برفع درجة تصنيفها

بالإضافة إلى هذه التوقعات المتعلقة بالاسترداد المتوسط في كافة مجموعات الصناعة، فإن بعض الصناعات المحددة المشار إليها بعبارة "القطاعات التي تحظى برفع درجة تصنيفها" لديها توقعات استرداد أعلى من المتوسط يمكنها تحمّل رفع تصنيفات أدوات الدين بدرجة واحدة. ويرجى الرجوع إلى الملحق 7 للاطلاع على مناقشة حول صناديق الاستثمار العقاري، بما في ذلك شركات الاستثمار العقاري والملحق 2 حول مؤسسات المنفعة العامة.

مقارنة التصنيف لديون المُصدرين المصنفين عند مستوى "BBB" أو أعلى

يؤدي تحليل الاسترداد دورًا ضئيلاً في تحليل المُصدرين من الدرجة الاستثمارية، ويرجع ذلك لسبب واحد وهو أن الدين المدعوم بأصول يكون عادةً غير جوهري. ولكن ذلك لا يخلو من الاستثناءات، مثل سندات الإيرادات الصناعية وسندات الرهن العقاري الأول، ويمكن تصنيف هذه الأدوات عند مستوى أعلى من تصنيف قدرة المُصدر على الوفاء بالالتزامات حسب الاقتضاء للأداة المالية الإضافية. إلا أن المُصدرين من الدرجة الاستثمارية بعيدون كل البعد عن عدم الوفاء بالالتزامات ومضمونون بشكل جيد بالنسبة إلى ديونهم الممولة والتزاماتهم الأخرى إلى حد يجزّد حساب الاسترداد المخصص من أي معنى.

درجات التصنيف المحددة من قبل فيتش استنادًا إلى تصنيفات قدرة المُصدر من الدرجة الاستثمارية على الوفاء بالالتزامات وفقًا للجدول التالي:

تحديد درجة التصنيف للمُصدرين من الدرجة الاستثمارية (باستثناء القطاعات التي تحظى برفع درجة تصنيفها)

1+1/0	مصادر التمويل المضمون
~0	غير مضمون
1-	تأنيوي

¹ يعتبر عدم تحديد درجة تصنيف خيارًا مناسبًا عندما تكون جودة الضمانات رديئة، على سبيل المثال من خلال أداة مالية على ضمانات جزئية أو متعثرة فحسب من الممكن وجود تبعية إضافية لتحديد درجة التصنيف. يرجى الاطلاع أدناه.

المصدر: فيتش للتصنيف

يمكن للمحللين رغم ذلك الإشارة إلى التبعية التعاقدية أو الهيكلية التي تُضر حتى بالديون ذات الأولوية غير المدعومة بأصول من خلال تصنيفها دون تصنيف قدرة المُصدر على الوفاء بالالتزامات.

إن تحديد درجة تصنيف الديون غير المدعومة بأصول استناداً إلى تصنيف قدرة المصدر على الوفاء بالالتزامات قد يتم من خلال الاسترشاد بكل من المضاعف المتعثر المحتمل المناسب للمصدر في قطاع فرعي معين والرافعة المالية الإجمالية والمستوى ذي الأولوية الأعلى للرافعة المالية. وفي المناطق أو القطاعات التي تكون فيها البيانات التاريخية المتعلقة بالإفلاس / الحراسة القضائية أقل وضوحاً، فقد تشير الديون ذات الأولوية الأعلى التي تشكل الأرباح قبل الفائدة والضرائب والإهلاك والاستهلاك التي تتراوح من 2.0 ضعف إلى 2.5 أضعاف إلى إمكانية كبيرة للتبعية وعمليات استرداد أقل للديون غير المدعومة بأصول.

مقارنة التصنيف لديون المصدرين المصنفين من مستوى "BB+" إلى "BB"

بموجب مقارنة فيتش العامة لتصنيف أدوات الشركات عند المستوى "BB"، فإنها تحدد درجة تصنيف الأدوات مقابل تصنيف قدرة المصدر على الوفاء بالالتزامات وتعين تصنيفات الاسترداد وفقاً للجدول التالي.

قد تنشأ اختلافات بناءً على الجهة القضائية (راجع معايير تصنيفات معالجة الاسترداد حسب كل دولة لمزيد من المعلومات) وتصنيف قدرة المصدر على الوفاء بالالتزامات ونوع الأداة. لذلك فإن تعيين تصنيفات استرداد للمصدرين المصنفين عند المستوى "BB" من حيث قدرة المصدر على الوفاء بالالتزامات أمر اختياري، إلا أن تحديد درجة تصنيف الأدوات على النحو الموضح أدناه سيظل سارياً في الحالات التي لا يتم فيها تعيين تصنيفات استرداد.

تم تصميم الجدول لإدارة الانتقال بين فئات "B+" وأقل من تصنيف قدرة المصدر على الوفاء بالالتزامات التي يتم من أجلها إجراء تحليلات مخصصة لتصنيفات الاسترداد، وبين فئة "BB" التي تُعين تصنيفات الاسترداد بناءً على افتراضات الاسترداد العامة المستمدة من بيانات الأداء التاريخية.

يتم تحديد الحد الأقصى للديون التي لا تتمتع بحق الحجز الأول (الديون ذات حق الحجز الثاني والديون غير المدعومة بأصول والديون ذات الدرجة الأقل) عند مستوى "RR4"/0+. بالنسبة إلى هذه الأدوات، سيقوم المحللون بتعيين تصنيف استرداد وفقاً لأولويتها النسبية، ما يعكس الطلب النسبي لكل أداة على قيمة المنشأة بسبب التبعية الهيكلية أو القانونية، أو تغطية ضمانات أضعف بالنسبة إلى الديون الأخرى التي لا تتمتع بحق الحجز الأول في هيكل رأس المال. فعلى سبيل المثال، في حالة وجود ديون غير مدعومة بأصول وديون ذات درجة أقل في هيكل رأس المال وتساوت كل العوامل الأخرى، فسيتم تصنيف الديون غير المدعومة بأصول عند مستوى "RR4"/0+ بينما سَتُصنّف الديون ذات الدرجة الأقل عند مستوى "RR5"/1-.

تحديد درجة التصنيف للمصدرين في الفئة "BB" (باستثناء القطاعات التي تحظى برفع درجة تصنيفها)

BB+	BB	BB+
RR1 / 2+	RR1 / 2+	RR1 / 1+
RR1 / 2+	RR1 / 2+	RR1 / 1+
RR1 / 2+	RR1 / 2+	RR1 / 1+
RR2 / 2+	RR2 / 1+	RR2 / 1+
RR4 / +0	RR4 / +0	RR4 / +0
RR5 / 1-	RR5 / 1-	RR5 / 1-
RR6 / 2-	RR6 / 2-	RR6 / 2-

ملاحظة: يخضع تحديد درجة التصنيف وتصنيف الاسترداد الموصفين إلى معايير تصنيفات معالجة الاسترداد حسب كل دولة. ويرجى الرجوع إلى الأسئلة الشائعة عن العلاقة بين الشبكة والحدود القصوى للدولة. المصدر: فيتش للتصنيف

إن الديون ذات حق الحجز الأول من الفئة 1، التي تم تعيين تصنيفاتها عند مستوى RR1، محجوزة للديون ذات حق الحجز الأول الخاصة بالمقترضين المقيمين في الولايات المتحدة والتي لا تتسم بأي من القيود من الفئة 2 على أساس حالي أو متوقع.

تشمل الديون ذات حق الحجز الأول من الفئة 2 ما يلي:

- الديون ذات حق الحجز الأول التي يتم تصنيفها تعاقدياً أو هيكلياً أو عملياً في مرتبة أدنى من تسهيلات القروض المعتمدة على الأصول؛
- الديون ذات حق الحجز الأول مع رافعة مالية إجمالية مفرطة ومسحوبة كاملاً ومدعومة بأصول ومقاسة على أنها ديون إجمالية مدعومة بأصول لكافة حقوق الحجز الأكبر بنسبة 50% من النقطة المتوسطة لتوقعات الرافعة المالية من الفئة "BB" لهذا القطاع (على سبيل المثال، تضع سلسلة Navigator الشاملة نسبة إجمالي الدين إلى الأرباح قبل الضرائب والإهلاك والاستهلاك وتكاليف إعادة الهيكلة أو الإيجار البالغ مقدارها 3.5 أضعاف كنقطة متوسطة للمصدرين الذين خضعوا للتحليل بموجب ذلك القالب؛ والحد ذي الصلة للرافعة المالية المدعومة بأصول هو 5.25 أضعاف)؛
- الديون ذات حق الحجز الأول للمنشآت ذات قيمة منشأة متوقعة تقل عن 250 مليون دولار أمريكي باستخدام مضاعف الوسيط للقطاع (يتم الحصول عليه من أدوات تصنيف الاسترداد الخاصة بفيتش) لتلك المنطقة؛

- الديون ذات حق الحجز الأول المدعومة بأصول فقط من خلال رهن حقوق ملكية لشركة تابعة، وحيثما يوجد دين جوهري على مستوى الشركة التابعة؛
- الديون ذات حق الحجز الأول لأدوات الاستثمار المالي أو الكيانات المماثلة التي تتكون ضماناتها من ممتلكات حقوق ملكية ذات أقلية؛
- الديون ذات حق الحجز الأول والمدعومة بأصول استنادًا إلى ضمانات تتكون من أصول ذات تقييمات مضاربة بصورة غير معتادة أو تقييمات يصعب التحقق منها، مثل الأعمال الفنية أو حقوق الأداء الموسيقي أو دعاوى التقاضي المشتراة؛
- الديون ذات حق الحجز الأول التي تُظهر بخلاف ذلك سمات مرتبطة بهيكل رأس المال أو قيمة المنشأة وتُضرب بتوقعات استرداد القروض ذات حق الحجز الأول بما يكفي لمنع احتمال الحصول على تصنيف استرداد نهائي أفضل من "RR2"؛
- كافة الأدوات ذات حق الحجز الأول الصادرة عن مقترضين غير مقيمين في الولايات المتحدة، أو عندما تكون غالبية قيمة المنشأة خارج الولايات المتحدة. ويمكن أن تظل الأدوات ذات حق الحجز الأول الصادرة عن مقترضين غير مقيمين في الولايات المتحدة لكن المدعومة بأصول موجودة بصورة رئيسية في الولايات المتحدة مؤهلة للمعالجة من الفئة 1.

عند تطبيق الجدول السابق، وفي حال حددت اللجنة أن المستويات المتعددة للديون لها تصنيفات نسبية لا تختلف بما فيه الكفاية لتبرر فئة اختلاف كاملة لتصنيف الاسترداد، فيجوز الدمج ما بين الأدوات ومستويات الديون. ويشير مصطلح "التبعية العميقة" إلى الأدوات التي تكون درجتها أقل بكثير من غيرها في هياكل رأس المال متعددة المستويات، مثل سندات الدفع العيني على مستوى الشركة القابضة. وعندما تكون أي أداة أخرى، من الناحية العملية، ذات درجة أقل هيكلًا أو قانونيًا، وذلك بالنسبة إلى نوع الأداة الاسمي، أو تكون تتمتع بخلاف ذلك بضمانات أقل، فقد يختار المحللون تعيين تصنيف استرداد أقل من ذلك الموضح في الجدول لعكس طلب نسبي أقل على قيمة المنشأة. وعندما يكون تصنيف "RR3" مناسبًا، سيتم رفع تصنيف الأداة بمقدار درجة واحدة.

المتغيرات عن المعايير

وُضعت معايير فيتش بما يتيح استخدامها إلى جانب التقديرات التحليلية من الخبراء، والذي يتم الحصول عليه عبر لجنة تحليل. ويساهم الجمع بين المعايير الشفافة والحكم التحليلي المطبق على أساس كل معاملة أو كل مُصدِرٍ على حدة والإفصاح الكامل من خلال التعليق على التصنيف في تعزيز عملية التصنيف التي تقوم فيتش بإجرائها بينما يساعد في الوقت نفسه المشاركين في السوق على فهم التحليل الذي تستند إليه تصنيفاتنا. يحق للجنة تصنيف تعديل تطبيق هذه المعايير بحيث تُظهر المخاطر المتعلقة بمعاملة أو كيان مُحدد. وتُسمى هذه التعديلات المتغيرات. وسيتم الإفصاح عن كل المتغيرات في تعليقات إجراءات التصنيف ذات الصلة، بما في ذلك أثرها في التصنيف عندما يكون ذلك منطقيًا. يُمكن اعتماد أحد المتغيرات من خلال لجنة التصنيفات حيث تكون المخاطرة أو السمعة أو أي عامل آخر ذي صلة بتعيين التصنيف والمنهجية المطبقة عليه مُضمّناتٍ في نطاق المعايير، لكن حيث يتطلب التحليل المذكور في المعايير تعديلًا لمعالجة العوامل المُحددة للمعاملة أو الكيان المُحدد.

القيود

لا تمثل الغرض من تصنيفات الاسترداد في تقديم تقديرات عديدة دقيقة. فقد قدمت فيتش نطاقات نسب مئوية لعمليات الاسترداد كمؤشر لتوقعات الاسترداد المعتادة للأدوات المصنفة ضمن تلك النطاقات، عبر محفظة متنوعة، على مدى دورات متعددة. ونظرًا إلى عدم القدرة على التنبؤ المتأصل في كل من سيناريوات عدم الوفاء بالالتزامات وعملية إعادة الهيكلة، فمن المحتمل أن توجد انحرافات كبيرة في إصدارات فردية؛ يجب بالتالي استخدام نطاقات النسب المئوية لتصنيفات الاسترداد لتحليل المحافظ المتنوعة فحسب.

تعكس النسب المئوية الناتجة من العملية التحليلية أحد الأمرين التاليين:

- حساب الاسترداد المتولد من خلال منهجية التسلسل: نتيجة تحليل منهجية التسلسل الموصوف في تحليلنا المخصص،
- أو معدلات استرداد متوسطة لفئة الديون المحددة في المقاربة العامة.

توفر بدورها هذه النتيجة إرشادًا حول نطاق تصنيف الاسترداد الذي يتم فيه تصنيف الالتزام كمقياس نسبي.

سيؤثر العديد من العوامل على الاسترداد بالنسبة المئوية الفعلية، والتي يكون بعضها خارج نطاق عملية التصنيف. ومن أبرز هذه العناصر تشكيل الدائنين. يمكن أن يكون لتركز المطالبات عند مستوى معين من هيكل رأس المال أو الملكية المشتركة للمطالبات في مستويات مختلفة في هيكل رأس المال أو حتى تقديم أسعار مختلفة لدخول للمستثمرين في فئة دائن معينة تأثير عميق في معدلات الاسترداد الفعلية. وقد يتطلب تحليل كتلة الدائنين أيضًا افتراضات متعددة حول شروط التمويل التي استوفها المصدر والتي قد تكون عرضة للتغيير السريع، مع العلم أن شفافية هذه الشروط قد تكون محدودة في أوقات معينة مختلفة.

تظل العوامل غير الاعتيادية الأخرى التي تمارس تأثيرًا قويًا على عمليات الاسترداد خارج نطاق التصنيف، وستجد بشكل أكبر من جدوى تصنيفات الاسترداد بصفتها عوامل تنبؤ لمعدلات الاسترداد الدقيقة. وهنا تجدر الإشارة إلى أن مخاطر الأحداث موجودة في هيكل رأس المال كما هو حالها في العناصر الأخرى ملف تصنيف المصدر؛ بالتالي، سيقوم المصدرون بتغيير نسبة أو ضمان الالتزامات المدعومة بأصول ضمن الهيكل بمرور الوقت، الأمر الذي سيؤدي إلى تغييرات في افتراضات الاسترداد الخاصة بنا وترحيل تصنيفات الاسترداد والأداة، سواء بشكل مستقل عن تصنيف قدرة المصدر على الوفاء بالالتزامات أو بشكل مرتبط به.

أما في ما يتعلق برفع درجة قطاع مؤسسات المنافع العامة الموصوف في الملحق 2، تشتمل المقاربة على خبرات إحصائية نادرة عن حالات خاصة بمؤسسات المنافع العامة تتعلق بعدم الوفاء بالالتزامات وعمليات الاسترداد في غضون السنوات 20 إلى 30 الماضية. وإلى الحد الذي تتوفر فيه الأمثلة التاريخية، تتركز هذه السوابق إلى حد كبير في الولايات المتحدة فيما تواجه عدّة جهات قضائية في العالم عددًا قليلاً أو معدومًا منها.

وتتبع مستويات التصنيف التي تمت مناقشتها في هذا التقرير درجات التصنيفات الائتمانية الدولية الخاصة بفيتش وتعكس الملاءة الائتمانية المستقلة من دون أن تأخذ بالاعتبار التحسين الائتماني الخارجي أو الدعم الحكومي. تخضع التصنيفات، بما في ذلك مراقبات التصنيف والنظرة المستقبلية، التي يتم تعيينها من قبل فيتش للقيود المحددة في تعريفات /التصنيفات الخاصة بشركة فيتش والمتاحة على الموقع الإلكتروني <https://www.fitchratings.com/site/definitions>.

مصادر البيانات

تستند افتراضات التصنيف الرئيسية للمعايير إلى الاستنتاجات التحليلية المستمدة من تحليل فيتش للمعلومات المالية وغير المالية للمصدرين من الشركات غير المالية وإصدارات الديون الخاصة بهم. وقد يشمل ذلك المعلومات الخاصة والعامة، مثل التقارير المالية التاريخية والمتوقعة، ومستندات المعاملات، ومقترحات إعادة الهيكلة، ومضاعفات المعاملات والأسواق النظيرة، وتقييمات خطة الإفلاس في بيانات الإفصاح وغيرها من المستندات الخاصة بالنظرة في الصناعة، والبيانات الاقتصادية والصناعية، والمناقشات المجراة مع المصدرين والمشاركين الآخرين في السوق والمعلومات المستلمة منهم، وتقييمات الجهات الخارجية، والبيانات المدرجة في دراسات حالة الإفلاس الخاصة بفيتش.

العوامل التي قد تؤثر في افتراضات التصنيف

ترد أدناه قائمة غير شاملة بالعوامل المؤثرة الأساسية التي يمكن أن تؤثر في تصنيفات الاسترداد.

- يتم تحديد درجة تصنيفات الاسترداد من تصنيف قدرة المصدر على الوفاء بالالتزامات للمصدر، وتخضع بالتالي لرفع درجات تصنيف الكيان الأساسي أو تخفيضها.
- تؤدي تقييمات المنشأة دورًا رئيسيًا في تخصيص عمليات الاسترداد عبر فئات الدائنين، وغالبًا ما يتم تعيينها من خلال المنهجية الموضحة أعلاه بناءً على مضاعفات التدفق النقدي (لتحليل المنشأة المستمرة)، ومعدلات الإقراض (لتحليل التصفية)، والتحليل الذي يحدد تصنيف الاسترداد يستند إلى التوقعات الشخصية لمحلّي فيتش والتي تشمل الأرباح قبل الفائدة والضرائب والإهلاك والاستهلاك للمنشأة المستمرة، ومضاعفات الخروج المفترضة، ومعدلات الإقراض المناسبة، وكلها تخضع لتقلبات كبيرة قبل حالة عدم الوفاء بالالتزامات وأثناء عملية إعادة الهيكلة.
- إن التغييرات في هياكل رأس المال للمصدرين تؤثر في تشكيل كتلة الدائنين والترتيب النسبي لمطالبات الدائنين بحيث تتفاوت نتائج استرداد الإصدار بشكل كبير بمرور الوقت مع تطور هيكل رأس المال.
- تُستخدم الحدود القصوى القائمة على الجهة القضائية في تصنيفات الاسترداد بهدف عكس التأثير المحتمل لنظام الإفلاس الذي يتميز بيئة ملائمة للمدينين في عمليات الاسترداد المتوقعة للدائنين، إلا أنه يتم تعديل أنظمة الإفلاس وقوانينها حول العالم بانتظام. وتراجع فيتش تصنيفات الاسترداد الخاصة بها بناءً على التغييرات المدخلة على مجموعات الدول بموجب معايير تصنيفات معالجة الاسترداد حسب كل دولة الخاصة بها.
- يمكن للقرارات القانونية، التي لها دور قوي في عمليات الاسترداد، أن تؤثر بشدة في توقعات الاسترداد.
- يمكن أن تنخفض تدفقات المعلومات للشركات التي تكون على وشك عدم الوفاء بالالتزامات، ما قد يضعف رؤية فيتش لتحليل الاسترداد الخاص بها. وفي حالة توفر معلومات غير كافية، فقد تسحب فيتش تصنيف الاسترداد.

الإفصاح الخاص بمعاملة محددة

في تقارير التصنيف الأولية وتعليقات إجراء التصنيف، ستفصح فيتش، حسب الاقتضاء، عن الأساس المنطقي للافتراضات التي قدمتها بشأن الآتي:

- افتراض الأرباح قبل الفائدة والضرائب والإهلاك والاستهلاك في سيناريو المنشأة المستمرة؛ والتفاصيل المتعلقة بالأساس الذي بُني عليه افتراض هذا التدفق النقدي.
- مضاعف التدفق النقدي في سيناريو المنشأة المستمرة؛ وأساس اختيار المضاعف بناءً على نتائج عوامل أداة افتراضات المضاعف.
- افتراضات تقييم الأصول في سيناريو التصفية.
- قيمة المنشأة الإضافية استنادًا إلى أي مصالح تابعة أو أقلية.
- أي طريقة تقييم بديلة بخلاف مقارنة مضاعف النقد.
- حجم مطالبات الدائنين المدرجة في قسم تقدير مطالبات الدائنين في الصفحة 8.

- أي اختلافات عن المعايير.

في كثير من الحالات، تستخدم فيتش الافتراضات التي استنتجتها في تحليل التصنيف الأولي الخاص بها في تحليلات المراجعة اللاحقة. وستعكس فيتش على ما إذا كانت الافتراضات الأولية قد تغيرت وستفصح، عند الاقتضاء، عن الأساس المنطقي لهذه التغييرات.

الملحق 1: معايير تحديد درجات وتصنيفات الاسترداد لصناديق الاستثمار العقاري

النطاق

يوضح هذا الملحق المعايير التي تتبعها فيتش لرفع درجة تصنيف الاسترداد في القطاع، وتفاصيل عن افتراضات تصنيفات الاسترداد المخصصة، وتأثير تحديد درجة التصنيف المترتب على استخدام هذه المقاربات في تصنيفات كل من الديون المدعومة بأصول والسندات غير المدعومة بأصول والديون المصرفية وأدوات الأسهم الممتازة لصناديق الاستثمار العقاري وشركات الاستثمار العقاري (يُشار إليها مجتمعة باسم "صناديق الاستثمار العقاري")، وذلك على الصعيد العالمي.

تنطبق المعايير على مراجعات التصنيفات الجديدة والجارية.

العوامل الرئيسية المؤثرة للتصنيف

قابلية رفع الدرجة: يمكن أن ينطبق رفع تصنيف الاسترداد في القطاع بدرجة واحدة بالنسبة إلى تصنيفات الأدوات على صناديق الاستثمار العقاري متعددة الأصول التي تكون تصنيفات قدرة المصدر على الوفاء بالالتزامات الخاصة بها عند مستوى "BB-" وما فوق، حيث تكون غالبية الأصول (1) عقارات استثمارية (وليس التطوير المتسم بطابع المضاربة)، (2) وأصول قائمة بذاتها وقابلة للتحديد، (3) ولها تقييمات مستقلة محدثة بانتظام، (4) وموجودة في أسواق استثمار عقاري راسخة وعمق وشفافية وسيولة حتى في ظروف السوق السيئة.

العوامل المؤثرة: يتعلق رفع درجة التصنيف هذا بشكل أساسي بصناديق الاستثمار العقاري التي تعمل في الدول الملائمة للدائنين بدرجة كافية في المجموعات A و B و C، وفقًا لمعايير تصنيفات معالجة الاسترداد حسب كل دولة الخاصة بفيتش. بالإضافة إلى ذلك، فإن المصدرين الذين استخدموا مجموعاتهم غير المرهونة كمصدر للسيولة الطارئة لتجنب عدم الوفاء بالالتزامات أو الذين تعتقد فيتش أنه يمكنهم استخدامها، لن تتاح لهم عادةً إمكانية رفع درجة تصنيف الاسترداد في القطاع. وينبغي أن تكون أيضًا تعهدات الديون والسياسات المالية للمصدر متوافقة مع حد أدنى بمقدار 2 ضعف لنسبة تغطية الأصول غير المرهونة إلى الديون غير المدعومة بالأصول، إضافة إلى مستويات منخفضة للديون المدعومة بأصول.

الفائدة العائدة على تصنيف قدرة المصدر على الوفاء بالالتزامات أو الاسترداد: تميل صناديق الاستثمار العقاري في كل من الولايات المتحدة ومنطقة آسيا والمحيط الهادئ وأمريكا اللاتينية إلى الحصول على تصنيفات ذات أولوية غير مدعومة بأصول بالمستوى ذاته كتصنيف قدرة المصدر على الوفاء بالالتزامات نظرًا إلى سجل رهن الأصول بهدف إدارة المسائل المتعلقة بالسيولة وتقليل مخاطر عدم الوفاء بالالتزامات، بالأمر الذي قد يقلل من عمليات الاسترداد غير المدعومة بأصول. وتتمتع بعض صناديق الاستثمار العقاري في أسواق الاستثمار ذات الصلة في منطقة أوروبا والشرق الأوسط وإفريقيا بتصنيفات غير مدعومة بأصول تم تعيينها بدرجة واحدة أعلى من تصنيف قدرة المصدر على الوفاء بالالتزامات، نظرًا إلى أن ممارسة رهن الأصول لا يُنظر إليها بالطريقة عينها بل تُستخدم للاسترداد عند عدم الوفاء بالالتزامات.

تصنيفات الأدوات ذات الأولوية المدعومة بأصول: قد تصنف فيتش في حالات معينة الالتزامات ذات الأولوية المدعومة بأصول بدرجة واحدة أعلى من تصنيفات الأدوات ذات الأولوية غير المدعومة بأصول عندما لا تكون الشركة المصدرة بعيدة عن الإفلاس وعندما يكون لمستثمري السندات المدعومة بأصول حق الرجوع إلى كل من الضمانات المرهونة والمطالبة ذات الأولوية غير المدعومة بأصول لصندوق الاستثمار العقاري الأم (من بين عوامل أخرى).

رفع درجة تصنيف الاسترداد في القطاع لصندوق الاستثمار العقاري (تصنيف قدرة المصدر على الوفاء بالالتزامات عند مستوى "BB-" وما فوق)

تعتقد فيتش أنه في بعض أسواق العقارات الاستثمارية المتقدمة في الدول الملائمة للدائنين (على النحو المفصّل أعلاه) يمكن لديون صناديق الاستثمار العقاري غير المدعومة بأصول، عند عدم الوفاء بالالتزامات، تحقيق مستوى استرداد أعلى من متوسط النطاق الذي يتراوح من 31% إلى 50% والمفترض لجزء كبير من الشركات من الدرجة الاستثمارية.

وانعكاسًا لذلك، يمكن أن ينطبق رفع درجة تصنيف الاسترداد في القطاع لصندوق الاستثمار العقاري بمقدار درجة واحدة أعلى من تصنيف قدرة المصدر على الوفاء بالالتزامات الخاص بالكيان على صناديق الاستثمار العقاري متعددة الأصول (سواء أكانت صناديق استثمار عقاري أم شركة عقارية REOC) التي لديها قاعدة مستأجرين متنوعة، حيث تنقسم غالبية أصولها بالخصائص التالية:

- استثمار مستقر في العقارات التجارية (على عكس التطوير المتسم بطابع المضاربة)؛
- وأصول قابلة للتحديد ومميزة ومستقلة؛
- وتقييمات "الكتاب الأحمر" المستقلة والمحدثة بانتظام (أو ما يعادلها من المعايير الوطنية) والمدعومة بإيرادات الإيجار طويلة الأجل؛
- والتواجد في سوق استثمار عقاري راسخ يتمتع بسجل حافل بالسيولة حتى في ظروف السوق السيئة.

بالإضافة إلى ذلك، فإن تعهدات الشركة أو سياساتها المالية تتوافق مع الآتي:

- حد أدنى بمقدار 2.0 ضعف لنسبة تغطية الأصول غير المرهونة إلى الديون غير المدعومة بالأصول وحد أقصى بمقدار 20% لنسبة الديون المدعومة بأصول إلى إجمالي الديون (المعدلة على أساس إقليمي) وذلك للتصنيفات من الدرجة الاستثمارية.
- حد أدنى بمقدار 1.5 أضعاف لنسبة تغطية الأصول غير المرهونة إلى الديون غير المدعومة بالأصول وحد أقصى بمقدار 40% لنسبة الديون المدعومة بأصول إلى إجمالي الديون (المعدلة على أساس إقليمي) وذلك في فئة التصنيف "BB".

تعد نسبة تغطية الأصول غير المرهونة إلى الديون غير المدعومة بالأصول البالغة 2.0 ضعف نسبة كبيرة، نظرًا إلى أن استخدام حساب أساسي لانخفاض التقييم التاريخي من الذروة إلى القاع بنسبة 50% (انظر الجدول أدناه للأرقام الفعلية) سيؤدي إلى استرداد بنسبة تتراوح من 80% إلى 90% بعد خصم التكاليف الإدارية، وهو أعلى بكثير من متوسط نطاق استرداد الشركات الذي يتراوح من 31% إلى 50%.

انخفاض حركة التقييم من الذروة إلى القاع في المملكة المتحدة

أكبر فترة تراجع		التراجع (%)	ثاني أكبر فترة تراجع	التراجع (%)
المكاتب	يوليو 2007 – يوليو 2009	44.7	1992-1989	40.2
صناعات	يونيو 2007 – يوليو 2009	40.8	1992-1989	17.8
التجزئة	مايو 2007 – يونيو 2009	45.7	1992-1989	19.9

المصدر: فيتش للتصنيف و IPD

تصنيفات الاسترداد المخصصة لصندوق الاستثمار العقاري (تصنيف قدرة المصدر على الوفاء بالالتزامات عند مستوى "B+" وما دون)

في ظل حركة التزايد والانخفاض التي تشهدها قيم العقارات بمرور الوقت، تُعد العقارات التجارية استثمارًا كثيف الاستهلاك لرأس المال، وقيم العقارات هي عبارة عن تكلفة الاستبدال، بالإضافة إلى مطالبة بالتدفقات النقدية المستقبلية الناتجة من الاستثمار بمرور الوقت.

وبالنظر إلى الطبيعة الدورية لأساسيات العقارات، فإن فيتش (عند تحديد صافي القيمة القابلة للاسترداد) تأخذ بالاعتبار نطاقًا مؤكدًا من قيم العقارات بناءً على التغيرات التاريخية في القيمة من الذروة إلى القاع، فضلًا عن التوقعات للتنتائج المستقبلية.

وتعود بيانات فيتش عن قيم العقارات في الولايات المتحدة إلى أوائل الثمانينيات، والتي تُعكس الفترة الكاملة من الذروة إلى القاع لانخفاض رئيسيين في الصناعة (أوائل التسعينيات والفترة من 2007 إلى 2009). وتستند بيانات فيتش الخاصة بالمملكة المتحدة إلى بيانات Investment Property Databank (IPD) التي تعود إلى عام 1985. أما البيانات الخاصة بالدول الأخرى فيعود تاريخها إلى سنوات قريبة. وبالنسبة إلى الأسواق والمناطق التي تكون فيها البيانات التاريخية غير كافية أو غير متوفرة، تستخدم فيتش الافتراضات الأكثر صرامة عالميًا.

قد تختار فيتش تقييم قيمة المنشأة للمصدر بناءً على الأرباح قبل الفائدة والضرائب والإهلاك والاستهلاك للمنشأة المستمرة إذا اعتقدت أن المصدر سيُعاد تنظيمه. وفي حالة توقع عوائد أعلى ناتجة من بيع العقارات، فيتم استخدام مقارنة القيمة عند التصفية.

عمليات الاسترداد الخاصة بمحفظة العقارات التشغيلية

تستند طريقة تحديد قيمة الاسترداد لمحفظة العقارات التشغيلية إلى طريقة التقييم التي يتم من خلالها حساب الأصول (تقييم القيمة الدفترية أو السوقية) من قبل صندوق الاستثمار العقاري.

صناديق الاستثمار العقاري في منطقة آسيا والمحيط الهادئ ومنطقة أوروبا والشرق الأوسط وإفريقيا: أساس قيمة السوق المفتوح

في منطقة أوروبا والشرق الأوسط وإفريقيا ومنطقة آسيا والمحيط الهادئ، تستند القوائم المالية لصندوق الاستثمار العقاري التي تستخدم التقييمات على أساس الكتاب الأحمر الصادر عن المعهد الملكي للمساحين القانونيين (أو ما يعادله في السوق) إلى القيمة السوقية العادلة: القيمة السوقية التي يحددها مُقيّم خارجي مؤهل مهنيًا.

على غرار المقارنة المستخدمة لصناديق الاستثمار العقاري في الولايات المتحدة، ستقوم فيتش بتعديل تقييم الميزانية العمومية لأي تغييرات تطرأ على ظروف السوق منذ تاريخ آخر تقييم. وبالمثل، تطبق فيتش معدلات الخصم على القيمة الدفترية للأصول العقارية غير المستقرة، مثل الأراضي وعمليات التطوير الجارية (والأصول الأخرى في الميزانية العمومية)، لتحديد القيمة المتبقية لهذه الأصول.

صناديق الاستثمار العقاري في الولايات المتحدة: أساس رسملة صافي الدخل التشغيلي

بالنسبة إلى صناديق الاستثمار العقاري في الولايات المتحدة التي تُعد قوائمها المالية بناءً على محاسبة التكاليف التاريخية، تضع فيتش تقديرًا لصافي الدخل التشغيلي من خلال استهداف تدفق نقدي بعد إعادة الهيكلة لتحديد مستوى التدفق النقدي الذي يكون من الأنسب بناء التقييم عليه.

بمجرد تحديد صافي الدخل التشغيلي من العقارات المستقرة، تطبق فيتش معدل رسملة لتحديد تقييم المنشأة المستمرة. وتراجع فيتش مجموعة متنوعة من المصادر لتحديد معدلات الرسملة، بدءًا من المعدلات التي تستخدمها مجموعة الأدوات المالية المدعومة برهون عقارية تجارية في الولايات المتحدة الخاصة بفيتش. ويسرد الجدول التالي قائمة بنطاقات معدلات الرسملة في مجموعة الأدوات المالية المدعومة برهون عقارية تجارية:

نطاقات معدلات الحدود القصوى في مجموعة الأدوات المالية المدعومة برهون عقارية تجارية في الولايات المتحدة بناءً على نوع العقار

نوع العقار	النطاق
متعدد العائلات	9.50-8.00
المكاتب	10.0-8.00
صناعات	9.75-8.25
التجزئة	11.50-8.25

المصدر: فيتش للتصنيف

تهدف هذه المعدلات إلى عكس تلك التي شوهدت تاريخيًا خلال بيانات السوق المجردة. وباستخدام هذه النطاقات كمبادئ توجيهية، تطبق فيتش معذل رسملة (بناءً على وجهة نظرها حول جودة الأصول وظروف السوق الحالية) من أجل تحديد عمليات الاسترداد للمحفظة التشغيلية. وتقوم فيتش بإجراء تحليل العوامل المؤثرة لإيضاح نتيجة معدلات الحدود القصوى التي تتجاوز معدل الحد الأقصى المستهدف أو تقل عنه.

التعديلات المتعلقة بتقديرات الاسترداد المدخلة على الأصول الأخرى الخاصة بصندوق الاستثمار العقاري

تطبق فيتش معدلات الخصم على القيمة الدفترية للأصول العقارية غير المستقرة، مثل الأراضي وعمليات التطوير الجارية (والأصول الأخرى في الميزانية العمومية)، لتحديد القيمة المتبقية لهذه الأصول.

في ظروف محدودة للغاية، عندما يوجد بعض من اليقين والتحديد في ما يتعلق باستخدام النقد (استكمال العقارات أو تجديدها، أو تم فصل المبلغ لتخفيض الديون)، فقد تقوم لجان التصنيف بتضمين قيمة هذا النقد في تقدير عمليات الاسترداد. وتطبق فيتش عمومًا خصمًا بنسبة تتراوح من 50% إلى 75% على أصول الميزانية العمومية الأخرى اعتمادًا على قابلية تسويق الأصل وظروف الصناعة.

يتم تجميع القيمة المتوقعة للعقار وقيمة الأصول الأخرى غير المستقرة من أجل تحديد إجمالي القيمة القابلة للاسترداد لأصول صندوق الاستثمار العقاري.

تصنيف السندات ذات الأولوية المدعومة بأصول

لا تصنف فيتش حاليًا أيًا من ديون الرهون على المستوى العقاري المدعومة بأصول والخاصة بصناديق الاستثمار العقاري في الولايات المتحدة، وذلك نظرًا إلى هيكل المقترضين النموذجي (كيان ذو غرض خاص معزول عن الإفلاس) وعدم توفر دعم مؤسسي ضمني تظهره صناديق الاستثمار العقاري التي تنقل العقارات إلى المقرضين من خلال المعاملات التي تنطوي على التنازل عن الملكية بدلاً من الحجز العقاري.

في بعض الحالات، تصنف فيتش الالتزامات ذات الأولوية المدعومة بأصول عندما تكون الشركات المصدرة تابعة لصندوق الاستثمار العقاري الأم، مما يعني أنها ليست شركات معزولة عن الإفلاس. بالتالي، فإن هؤلاء المستثمرين المدعومين بأصول لهم حق الرجوع إلى كل من الضمانات الموهونة المحددة والمطالبات العامة ذات الأولوية غير المدعومة بأصول في ما يتعلق بصندوق الاستثمار العقاري الأم.

يمكن أن تجتذب التصنيفات ذات الأولوية المدعومة بأصول درجة واحدة إضافية فوق التصنيفات ذات الأولوية غير المدعومة بأصول للمُصدر وتصنيف قدرة المُصدر على الوفاء بالالتزامات. ويعكس ذلك سمات الحماية التي يمكن رؤيتها عادةً في السندات المدعومة بأصول مثل ضمان عملية تسهيل الأصول. والحد الأدنى من تغطية الأصول للديون المدعومة بأصول، وغيرها من التعهدات، والتحكم في ذلك.

سوف يتم اشتقاق تصنيفات هذه السندات المدعومة بأصول من تصنيف قدرة المُصدر على الوفاء بالالتزامات الحالي للمُصدر الخاص بصندوق الاستثمار العقاري وتصنيف الديون ذات الأولوية غير المدعومة بأصول. وعادة ما تسمح السندات المدعومة بأصول باستبدال العقارات التي تتشابه قيمتها، إلا أن فيتش قد تقلل من رفع درجة التصنيف بمقدار درجة واحدة إذا حدث اختيار معاكس، لا سيما إذا لم تعد المجموعة المدعومة بأصول تمثل محفظة الشركة العقارية الأوسع. وتماشياً مع اعتبار هذه السندات شكلاً أساسياً من أشكال التمويل للشركة، بدلاً من تأمين أصولها قبل وقوع الضائقة، تتوقع فيتش أن يظل تصنيف قدرة المُصدر على الوفاء بالالتزامات لصندوق الاستثمار العقاري على حاله من دون تغيير بعد إصدار السند المدعوم بأصول.

للحصول على درجة إضافية للسندات ذات الأولوية المدعومة بأصول، تتوقع فيتش أن يكون للسند حد أدنى يتم الإبلاغ عنه بانتظام من غطاء الأصول الخاص بتعهد الدين المدعوم بأصول بما لا يقل عن 1.5 أضعاف وغطاء فائدة مستمد من الدخل المحقق من الإيجارات بنسبة مرضية لا يقل عن 1.5 أضعاف. وإذا لزم الأمر أو إذا كان المُصدر معرضاً لمخاطر مرتبطة بالعملة أو أسعار الفائدة، تتوقع فيتش أن يستخدم المُصدر عمليات التحوط أو آليات أخرى لتقليل التعرض. وتماشياً مع العوامل الائتمانية الخاصة بفيتش لكل صندوق استثمار عقاري بعد إصدار السند المدعوم بأصول، تتوقع فيتش أن يكون لصندوق الاستثمار العقاري من الدرجة الاستثمارية غطاء أصول غير مدعوم بأصول بمقدار 2.0 ضعف على الأقل وأصول غير موهونة بعد أدنى يبلغ 500 مليون يورو.

سيستند تحديد درجة التصنيف الإضافي للاسترداد أيضاً على طبيعة العقارات وسوق العقارات الأساسي الخاص بها وجودتهما. على صعيد الجودة، يجب أن تكون العقارات الموهونة مُمثلة لمحفظة المجموعة الأوسع وليس أصولاً متخصصة. أما مع المُصدرين من الدرجة الاستثمارية، فعادة ما تكون موجودة في أسواق الاستثمار التي تتمتع بسجل قوي حافل بالمعاملات يوفر السيولة في كافة مراحل الدورة وبمنهجية تقييم موثوقة وشفافة ومستقلة.

تأثير التمويلات المدعومة بأصول على عمليات الاسترداد

في حالة وجود تمويلات مدعومة بأصول داخل المجموعة المصنفة وتكون مفصولة بشكل كافٍ بحيث أنه، في حالة عدم وفاء المجموعة الأوسع بالتزاماتها، لا يكون هؤلاء الدائنون ذوو الأولوية الأعلى مُجبرون، من الناحية التعاقدية، على تسهيل ضماناتهم في وقت لاحق، فقد يكون هناك بعض التأخير في القيمة المتبقية للديون بعد الدعم بالأصول أو في التدفق النقدي الزائد لخدمة الديون بعد الدعم بالأصول المتدفق نحو المجموعة غير المدعومة بأصول. نتيجة لذلك، قد لا يشمل حساب فيتش للمجموعة غير المرهونة على الفائدة المباشرة لتلك القيمة الفائضة أو لذلك التدفق النقدي.

التخفيض المحتمل للدرجة تصنيفات الديون ذات الأولوية غير المدعومة بأصول

في أي بيئة يتم فيها تمويل الأصول المدعومة بأصول بدون حق الرجوع إلى بقية الهيكل، ترى فيتش مخاطر محدودة يمكن أن تؤدي إلى انخفاض توقعات استرداد الدائنين غير المدعومين بأصول بدرجة كافية (استرداد أقل من 31%) بحيث تتطلب تخفيض درجة التصنيف. مع ذلك، ستؤكد فيتش على سيولة أسواق الاستثمار ذات الصلة أو الاختيار المعاكس المحتمل للأصول عندما ينخفض غطاء الأصول غير المرهونة إلى أقل من 1.0 ضعف. وعندما يستفيد أصحاب الديون المدعومة بأصول من كل من الضمان على الأصول المحددة وحق الرجوع إلى باقي الهيكل بما يؤثر بشكل فعال على توقعات الاسترداد لأصحاب الديون ذات الأولوية غير المدعومة بأصول، فإن فيتش تقدر أنه من غير المرجح أن يؤدي ما يصل إلى 30% من نسبة الديون المدعومة بأصول إلى إجمالي العقارات الاستثمارية إلى توقعات استرداد أقل من المتوسط.

الملحق 2: معايير تحديد درجات وتصنيفات الاسترداد لمؤسسات المنافع العامة

النطاق

يوضح هذا الملحق المعايير التي تعتمدها فيتش لتطبيق رفع لدرجة تصنيف الاسترداد في القطاع على تصنيفات أدوات الدين لمؤسسات المنافع العامة والطاقة والغاز على مستوى العالم. ويتضمن أيضًا تفاصيل تحليل الاسترداد المخصص والمحدد لقطاع مؤسسات المنافع العامة والطاقة والغاز.

يمتد قطاع مؤسسات المنافع العامة والطاقة والغاز ليشمل مؤسسات المرافق العامة الخاضعة للتنظيم اقتصاديًا (تُعرف أيضًا باسم الشبكات الخاضعة لتنظيم الأسعار أو الخاضعة للتنظيم)، ومؤسسات المنافع العامة المتكاملة، والمؤسسات القابضة الأم، وشركات التوليد المستقلة أو التابعة، وتجار البيع بالتجزئة في مجال الطاقة التنافسي، والشركات العاملة في مراحل النقل عبر خطوط الأنابيب التي توفر الطاقة الكهربائية والغاز الطبيعي وخدمات المياه. إن رفع تصنيف الاسترداد في القطاع بمقدار درجة واحدة للديون ذات الأولوية غير المدعومة بأصول مطبق بشكل أساسي على الكيانات التي لديها أصول كبيرة وقابلة للتحديد وخاضعة للتنظيم اقتصاديًا في دول ملائمة للدائنين بدرجة كافية في المجموعات A و B و C، وفقًا لمعايير تصنيفات معالجة الاسترداد حسب كل دولة الخاصة بفيتش.

العوامل الرئيسية المؤثرة في التصنيف

رفع درجة تصنيف الاسترداد لأدوات الدين: بالنسبة إلى بعض مؤسسات المنافع العامة المصنفة عند مستوى "BB-" وما فوق، تطبق فيتش آلية معيارية لرفع درجة واحدة لتصنيفات أدوات الدين ذات الأولوية غير المدعومة بأصول ذات الصلة بتصنيف قدرة المصدر على الوفاء بالالتزامات، ما يمثل عمليات استرداد متوقعة أعلى من المتوسط وذلك عند عدم الوفاء بالالتزامات. ويمكن لأدوات الدين المدعومة بأصول أن تجتذب درجات أوسع. ويتم استخدام نهج مخصص للشركات التي تكون تصنيفات قدرة المصدر على الوفاء بالالتزامات الخاصة بها عند مستوى "B+" وما دون.

السمات الفريدة لمؤسسات المنافع العامة

تعتبر فيتش أن مؤسسات المنافع العامة الخاضعة للتنظيم اقتصاديًا والتي تقدم خدمة أساسية للعملاء تمتلك بعض سمات التمويل والاعتبارات التحليلية الفريدة في تمويل الشركات والتي تؤثر في تعيين تصنيف الاسترداد وتحديد درجة تصنيف الأدوات ذات الصلة بتصنيف قدرة المصدر على الوفاء بالالتزامات.

الأساس المنطقي لرفع درجة تصنيف الاسترداد في القطاع

يعكس رفع درجة تصنيف الاسترداد لمؤسسات المنافع العامة الخاضعة للتنظيم اقتصاديًا حقيقة أنه في أي إطار تنظيمي قوي بما فيه الكفاية، تختلف تقييمات شركات المنافع العامة الخاضعة للتنظيم أو تقييمات أصولها الأساسية بمقدار أقل على مدار دورة الأعمال مما هو معتاد في قطاعات أعمال الشركات الأخرى. وتستند قيم الاسترداد المتوقعة المرتفعة لمؤسسات المنافع العامة الخاضعة للتنظيم اقتصاديًا إلى ملاحظات لحالات فعلية لعدم الوفاء بالالتزامات وإفلاس في هذا القطاع ونتائجها، على الرغم من ندرة هذه القيم نسبيًا، وكذلك إلى الخصائص الاقتصادية المشتركة لخدمات مؤسسات المنافع العامة الخاضعة للتنظيم في أجزاء كثيرة من العالم.

وتشتمل هذه الخصائص على قواعد الأصول ذات النمط الاحتكاري بطبيعتها والامتيازات التجارية ذات العوائق الكبيرة من حيث التكلفة والتخطيط والاستثمار بما يعيق دخول المنافسين (حيث يُسمح بالمنافسة)، إضافة إلى التعريفات الخاضعة للتنظيم واعتماد العملاء على الخدمات بشكل كبير، والطبيعة الأساسية للخدمات، والتعرض القليل أو المعدوم للمخاطر المرتبطة بأسعار السلع الأساسية وحجمها، والتغيرات المتعلقة بالتدفق النقدي المعتدل فقط وهيكل رأس المال على مدار دورة الأعمال، والمجموعة الكبيرة من أصحاب العطاءات المحتملين على الأصول المتعثرة، وقيم الأصول الأقوى التي يمكن تحديدها بسهولة أكبر. وتدعم هذه السمات ذاتها أيضًا قلة حالات عدم الوفاء بالالتزامات من جانب مؤسسات المنافع العامة.

مؤسسات المنافع العامة القابضة

يقوم محللو فيتش بتقييم مؤسسات المنافع العامة القابضة ومؤسسات المنافع العامة الأم المتكاملة على أساس تدفق أرباحها الإجمالي ومحفظه أعمالها المكونة من مؤسسات المنافع العامة الخاضعة للتنظيم اقتصاديًا والأنشطة الأخرى. وقد تكون الشركات القابضة من ضمن المستثمرين السليبيين (الذين لديهم أو ليس لديهم مستوى دين إضافي كبير) أو متكاملة من الناحية التشغيلية مع الشركات التشغيلية التابعة لها (التي قد تصدر أو قد لا تصدر ديونًا خارجية كبيرة)، مما يوفر أنشطة خزانة مركزية وخدمات تشغيلية أو إدارية.

عند تحديد درجة تصنيف ديون مؤسسات المنافع العامة القابضة والمؤسسات الأم المتكاملة، تأخذ فيتش بالاعتبار هيكل رأس المال، وإطار الشؤون القانونية والتنظيمية والإفلاس المنطقي في الجهة القضائية، بما في ذلك ما إذا كانت الأعمال والشؤون المالية لمؤسسات المنافع العامة الأم تخضع للإشراف التنظيمي أو فصل الموارد أو القيود المرتبطة بالميثاق، إضافة إلى إمكانية توحيد ديون مؤسسات المنافع العامة الخاضعة للتنظيم (المؤسسات التشغيلية) في حالة الإفلاس، إن وجدت، والمؤسسات القابضة الأم.

عادة ما تتمتع الشركات القابضة التي تعمل بمخاطر أعلى ومعظمها أعمال غير خاضعة للتنظيم أو تحتوي على قدر كبير من الرافعة المالية المتزايدة (و/أو لديها شركات تابعة قابضة وبسيطة لها رافعة مالية إضافية) بملفات مخاطر مالية وتجارية غير متوافقة مع تلك المرتبطة عادةً بمؤسسات المنافع العامة الخاضعة للتنظيم اقتصاديًا، ولن يتم أخذها بالاعتبار لرفع درجة تصنيف الاسترداد في القطاع.

وعند النظر في ما إذا كان ينبغي تطبيق رفع درجة تصنيف الاسترداد في القطاع على إحدى مؤسسات المنافع العامة الأم المتكاملة، لا سيما عندما يتم إصدار الدين الخارجي بشكل شبه حصري من جانب المؤسسة الأم التي لديها مزيج من الأنشطة الخاضعة للتنظيم اقتصاديًا والأنشطة الأخرى، ففي هذه الحالة تولى فيتش اهتمامًا خاصًا لنسبة التدفقات النقدية الخاضعة للتنظيم والتدفقات النقدية غير الخاضعة للتنظيم وجودتها، وللقدرة النسبية لتدفقات الأرباح ولدى تأثير ذلك في احتمالات الاسترداد.

قد يتم رفع درجة التصنيف بمقدار درجة واحدة أعلى من تصنيف قدرة المصدر على الوفاء بالالتزامات للديون غير المدعومة بأصول الخاصة بشركة المنافع الأم المتكاملة غير التابعة هيكليًا التي لديها جزء مهيمن من التدفقات النقدية الخاضعة للتنظيم، أي حوالي 50% أو أكثر من إجمالي الأرباح قبل الفائدة والضرائب والإهلاك والاستهلاك، بما في ذلك مساهمة تتراوح من 5% إلى 10% بعد أقصى من الأعمال شبه الخاضعة للتنظيم المؤهلة، مع تعرض الباقي من أعمال الشبكة الخاضعة للتنظيم لمخاطر محدودة أو معدومة مرتبطة بالحجم والسعر.

قد تشمل الأعمال شبه الخاضعة للتنظيم المؤهلة على مبيعات الطاقة المستندة إلى اتفاقيات شراء الطاقة طويلة الأجل، أو مبيعات الطاقة الناتجة من قدرات توليد الطاقة المتجددة المدعومة بتعرفة التغذية بالطاقة (أو آلية دعم مماثلة ذات مخاطر سعرية محدودة) في أطر تنظيمية قوية أو المبيعات الحرارية الخاضعة للتنظيم، وسيكون كل ذلك بعد خصم مناسب يعكس التقلبات التاريخية الفردية لهذه الأرباح، وطبيعة اتفاقية شراء الطاقة (السعة الثابتة / أو السعر الثابت) وجودة الأطراف المقابلة، وعوامل أخرى قد تؤثر في مُضاعفات التقييم.

الحالات التي لا يمكن فيها تطبيق رفع درجة تصنيف الاسترداد في القطاع

لقد أظهرت البيانات التي ليس لديها تنظيم اقتصادي في قطاعات توليد الكهرباء أو الغاز الطبيعي تباينًا في تقييم الأصول أو تقييم الشركات على مدار دورة الأعمال أو دورة السلع الأساسية، ويتم اعتبار أنها تملك احتمالات متوسطة بالاسترداد على مستوى الديون غير المدعومة بأصول. وتشتمل هذه المجموعة المتعلقة بالاسترداد المتوسط على مؤسسات المنافع العامة القابضة التي لديها مؤسسات تابعة كبيرة وغير خاضعة للتنظيم أو لديها مقدار كبير من الرافعة المالية المتزايدة؛ وشركات الطاقة المتنوعة؛ ومزودي الطاقة المستقلين والتجارين؛ وخطوط الأنابيب (بخلاف تلك الخاضعة للتنظيم ذاته والسلطة التنظيمية ذاتها مثل مؤسسات المنافع العامة)؛ وأصول التجميع والتخزين في مراحل النقل، واستكشاف النفط والغاز وإنتاجهما، والتسويق والتجارة؛ والشركات ذات تركيزات الأصول غير الاعتيادية التي تؤدي إلى تقلبات محتملة أكبر من المتوسط في التقييمات.

إن مؤسسات المنافع العامة القابضة ومؤسسات المنافع العامة الأم المتكاملة التي لديها تدفق نقدي خاضع للتنظيم ومحدود فقط أو مؤسسات المنافع العامة الموجودة في أطر تنظيمية أقل قوة تعتبر أقرب إلى الشركات الصناعية الأخرى أو شركات الطاقة المتنوعة المتكاملة عبر سلسلة القيمة والتي لا تطبق فيتش عليها أي رفع لدرجة تصنيف الاسترداد. ويظل الوضع على حاله عندما تكون مجموعة مؤسسات المنافع العامة ككل خاضعة اسميًا لإطار تنظيمي إنما تخضع أقلية فقط من التدفقات النقدية لشروط التنظيم الاقتصادي الرسمي الخاصة بإيرادات محددة.

بالنسبة إلى الكيانات التي لا تخضع للتنظيم الاقتصادي الرسمي، قد يكون لعدم الوفاء بالالتزام مجموعة واسعة من الأسباب، منها مخاطر الاستثمار في التوليد التنافسي، والمخاطر التشغيلية في مجمعات التوليد ذات المواقع الكبيرة، ومزيج الوقود والعملية ذات الصلة، وحالات عدم التطابق في التداول، ومخاطر الطرف الآخر المرتبطة بالتداول، والأولويات البيئية والسياسات الضريبية المتغيرة.

إن ديون مؤسسات المنافع العامة الخاضعة للتنظيم الاقتصادي الرسمي قد تكون أقل درجة، على سبيل المثال، التزامات المشتقات فائقة الأولوية طويلة الأجل بدرجة كبيرة وكبيرة الحجم. وفي هذه الحالات، قد لا تطبق فيتش رفع درجة تصنيف الاسترداد في القطاع لأنه من غير المرجح أن يكون استرداد الديون أعلى من المتوسط.

ضمن المجموعات المذكورة أعلاه، يكون تصنيف الديون ذات الأولوية غير المدعومة بأصول هو نفسه بشكل عام تصنيف قدرة المصدر على الوفاء بالالتزامات.

تصنيفات الأدوات المالية

الالتزامات المدعومة بأصول وغير المدعومة بأصول لمؤسسات المنافع العامة

نادرًا ما يتم إصدار الالتزامات المدعومة بأصول من جانب الشركات ذات الدرجة الاستثمارية عالية التصنيف في محفظة الشركة، وهي ليست أداة تمويل مألوفة لمؤسسات المنافع العامة في معظم أنحاء العالم. وعلى النقيض، تُصدر مؤسسات مرافق الكهرباء والغاز في الولايات المتحدة في كثير من الأحيان التزامات مدعومة بأصول، لا سيما سندات الرهن العقاري الأول أو سندات رد القيمة والسندات العامة المدعومة بأصول مع ذات حق حجز ممتد على كافة الأصول الثابتة تقريبًا التي قد تمثل عنصرًا مهمًا في هيكل الدين. ويوجد أيضًا عدد من مؤسسات المنافع العامة الخاضعة للتنظيم في منطقة أوروبا والشرق الأوسط وإفريقيا التي تصدر الديون المدعومة بأصول مع سمات تعهدات إضافية. وعادة ما تضم مؤسسات المنافع العامة هذه الخاضعة للتنظيم فئتين من الديون: شريحة ذات أولوية وشريحة ذات درجة أقل؛ وكلاهما مدعوم بأصول على الأسهم. وفي الحالات التي تؤدي فيها التزامات المشتقات فائقة الأولوية وكبيرة الحجم إلى زيادة كبيرة في تبعية الديون المدعومة بأصول الصادرة عن شركات المنافع العامة هذه الخاضعة للتنظيم في منطقة أوروبا والشرق الأوسط وإفريقيا، لا تطبق فيتش رفع درجة تصنيف الاسترداد في القطاع لأنه من غير المرجح أن يكون استرداد هذه الأدوات أعلى من المتوسط.

يتم تحديد حد أقصى لأدوات مؤسسات المنافع العامة الخاضعة للتنظيم اقتصاديًا التي تكون تصنيفات قدرة المصدر على الوفاء بالالتزامات لها في فئة "BB" والتي ينطبق عليها رفع درجة تصنيف الاسترداد في القطاع عند مستوى "BBB". وبذلك، تكون مرتفعة بمقدار درجة واحدة عن سياسة الشركات العامة التي تتبعها فيتش لتصنيفات الحدود القصوى الخاصة بالأدوات المدعومة بأصول الصادرة عن الكيانات التي تكون تصنيفات قدرة المصدر على الوفاء بالالتزامات لها أقل من الدرجة الاستثمارية ولا تزيد على مستوى "BBB-".

تحليل الاسترداد المخصص لمؤسسات المنافع العامة والطاقة والغاز

تقوم فيتش بإجراء تحليل استرداد مخصص للمُصدرين الذين تكون تصنيفات قدرة المُصدر على الوفاء بالالتزامات لهم عند المستوى "B+" وما دون للوصول إلى تصنيف استرداد يتبع المنهجية المعيارية. وتحلل فيتش احتمالات توليد التدفق النقدي لشركات التوليد أو شركات الغاز العاملة في مرحلة النقل في إطار سيناريوهات الأسعار البديلة، وتقيم أيضًا المؤسسات الفردية أو الأصول لهؤلاء المُصدرين. وتدعم هذا التحليل إجراءات التقييم الموحدة والبيانات المأخوذة من المبيعات الأخيرة للأصول الفردية أو محافظ الأصول.

تختلف الأرباح قبل الفائدة والضرائب والإهلاك والاستهلاك لمؤسسات المنافع العامة والطاقة والغاز بسبب الطقس والانقطاعات الناجمة عن الكوارث لكن تقييمات الاسترداد المقدرة تفترض ظروفًا طبيعية للطقس والتشغيل إذا كانت الانقطاعات الناجمة عن الكوارث تعتبر مؤقتة أو قابلة للإصلاح.

وكما هو الحال في تحليل الشركات العام الخاص بفيتش، تستند تصنيفات الاسترداد إلى التقييم الأكبر إما من خلال مقارنة الاسترداد للمنشأة المستمرة أو التصفية. إلا أنه، في قطاع المنافع العامة، يُتوقع من المُصدرين إعادة التنظيم بناءً على الطبيعة الحرجة للخدمات المقدمة والقيمة المضمنة للامتياز التجاري أو خطوط الأعمال.

وفي هذا القطاع، يمكن استخدام القيمة الحالية المخصومة لصافي التدفقات النقدية المستقبلية المتوقعة بالإضافة إلى مُضاعف الأرباح المتأثرة قبل الفائدة والضرائب والإهلاك والاستهلاك أو بدلاً منه، وبخاصة بالنسبة إلى محافظ توليد الطاقة أو الأنواع الأخرى من أصول البنية التحتية. وبالنسبة إلى تجار التجزئة في مجال الطاقة، فإن السعر لكل عميل يعتبر من طرق التقييم المعتادة.

الملحق 3: الأسئلة الشائعة

ماهية مقياس تصنيف الائتمان

هل تقول فيتش إن صاحب السند المُصنّف عند المستوى "RR4" سيحصل فقط على نسبة تتراوح بين 31% و50% من أصل الدين عند الاستحقاق؟

كلا، وطالما أن الالتزام ما زال ساريًا، تتوقع فيتش استرداد أصل الدين بنسبة 100% عند استحقاق المدفوعات المتوقعة. كما أن تصنيفات الائتمان تتعلق بمقياس تراخي نسبي لاحتمالات الاسترداد فقط في حال عدم الوفاء بالالتزامات.

لماذا لا يأخذ تحليل الائتمان لفيتش في الاعتبار صراحةً طول الفترة الزمنية المستغرقة لتحقيق عوائد الاسترداد للالتزامات الشركات؟

تستهدف تصنيفاتنا الائتمان النهائي، ويتناول تقريرنا الخاص بـ "مقارنة مقاييس معدلات الاسترداد" (أبريل 2018) هذا الأمر في سياق المقاييس الرئيسية الثلاثة لتصنيفات الائتمان.

في حين أن عملية تحليل الائتمان مصممة بهدف إعداد توقعات استرداد نسبية تكون قوية وشفافة من الناحية الفكرية، فهي لا تدعي أنها تنبأ بدقة بمعدل استرداد السندات لكل دولار. ويمكن أن يعتمد طول العملية على الجهة القضائية وطبيعة فئة الأصول ومركز الدائن ضمن هيكل رأس المال ومدى تعقيد العلاقات والمفاوضات بين الدائنين.

ونتيجة لذلك، يصعب بشكل عام التنبؤ بطول الفترة الزمنية بدقة، حتى عند نقطة عدم الوفاء بالالتزامات.

إلى أي درجة تتحرك تصنيفات الائتمان بشكل مستقل عن تصنيفات قدرة المصدر على الوفاء بالالتزامات؟

يقيس هذان المقياسان عنصرين مختلفين، وهما: قابلية التعرض لعدم الوفاء بالالتزامات واحتمالات الاسترداد النسبية نظرًا إلى عدم الوفاء بالالتزامات. إلا أن تحليل الضرورة ينظر إلى العوامل نفسها (القدرة على توليد التدفقات النقدية، وقوة العلامة التجارية والسوق، والامتياز التجاري، والتنفيذ التشغيلي، والهيكل المالي)، من منظور عدم الوفاء بالالتزامات ومنظور الاسترداد. وإن تركيزنا على التحليل القائم على الأساسيات والذي يستعرض المصدرين الأفراد وأدواتهم سيؤدي إلى شيء من الارتباط عندما تتغير قيم المنشآت أو هيكل رأس المال.

واستنادًا إلى خبرتنا، فإن التحوّلات في قيمة المنشأة أو القيمة عند التصفية في غضون عامين من الإفلاس تمثل الدافع الأساسي لعمليات ترحيل تصنيفات الائتمان. وفي المقابل، فإن التغييرات في هيكل رأس المال تؤدي إلى عمليات ترحيل لتصنيفات الائتمان عند مستويات أعلى لتصنيف قدرة المصدر على الوفاء بالالتزامات. ويبدو أن هذا يتماشى مع نمط بدئي للتطورات التي تحدث في حياة الشركة النشطة. وفي المستويات الأعلى، سيكون من الأسهل على الشركة إجراء تغييرات طوعية في الرافعة المالية وإبرازها في كثير من الأحيان. أما عند المستويات الأقرب إلى الضائقة، فقد يتأثر أداء الشركة بالانسحاب من الأسواق والتغييرات الإستراتيجية المفاجئة والإجراءات الأخرى التي تتخذها الشركة.

وعلى الرغم من ذلك، يمكن مقارنة معدلات الترحيل لتصنيفات الائتمان مع التصنيفات الأخرى المعنية في الفئة ذاتها لتصنيف قدرة المصدر على الوفاء بالالتزامات، مع الاعتراف بأن تصنيفات درجة المضاربة تنتقل بشكل أكثر تكرارًا من تصنيفات الدرجة الاستثمارية.

هل تنطبق تصنيفات الائتمان أيضًا على التصنيفات قصيرة الأجل للالتزامات؟

كلا، لأن التصنيفات قصيرة الأجل للبرامج والالتزامات تعالج بشكل حصري قدرة المصدر على الوفاء بالالتزامات المالية في الوقت المناسب ولا تتضمن أي اعتبار للاسترداد في حال عدم الوفاء بالالتزامات. وفي الواقع، يتم الاستغناء عن معظم الالتزامات قصيرة الأجل قبل الإعسار بفترة طويلة، لأن قاعدة المستثمرين قصيرة الأجل تتجنب المخاطرة بشكل خاص.

كيفية تعيين تصنيفات الائتمان

هل يشدد سيناريو عدم الوفاء بالالتزامات الخاص بك على أن يقل المصدر عن نقطة التعادل في خدمة الدين الخاصة به؟

كلا، يستند تحليلنا إلى تحليل المنشأة المستمرة بعد إعادة الهيكلة أو عند التصفية على النحو الموضح أعلاه. إن التشديد على نقطة التعادل يبالغ في مستوى تأكل القيمة، خاصة بالنسبة إلى الدائنين ذوي الأولوية، في غالبية عمليات إعادة الهيكلة. وينطوي الأمر أيضًا على تحيز طبيعي للتشديد بدرجة أقل على الشركات الأكثر ديونًا.

هل يتم تطبيق سيناريو موحد لعدم الوفاء بالالتزامات على المصدرين؟

كلا، لأن جميع المصدرين المتخلفين عن السداد مختلفون، تمامًا كما يختلف كل المصدرين المستثمرين في الوفاء بالتزاماتهم عن بعضهم البعض، وهذا ما يعكسه تحليلنا للأرباح قبل الفائدة والضرائب والإهلاك والاستهلاك للمنشأة المستمرة والمضاعفات. إن العديد من عناصر الشركة تصمد في وجه عدم الوفاء بالالتزامات المالية للمصدر. وبالنظر في الاعتبارات المرتبطة بتصنيفات قدرة المصدر على الوفاء بالالتزامات في جدول "B"/"CCC" الخاص بنا، فإن المصدر المصنّف عند المستوى "B" قد يكون لديه سمات أساسية من شأنها أن تدعم أيضًا استردادًا أضعف في حال عدم الوفاء بالالتزامات. إن افتراضاتنا الخاصة بالشركة المتخلفة عن الوفاء بالتزاماتها، باستخدام التحليل القائم على الأساسيات، تراعي النطاق الأوسع للسمات التي تميز الشركات عبر مجموعة من المراكز المرتبطة بالإدارة والامتياز التجاري ومسار القطاع.

هل تعامل فيتش مع القروض مخففة الالتزامات ومثقلة الالتزامات بشكل مختلف في تحليلات تقييم المنشأة المتعثرة وتصنيف الاسترداد؟

كلا، باستثناء حالة صناديق الاستثمار العقاري (يرجى الرجوع إلى ما سبق)، وذلك للأسباب المذكورة في نص المعايير الرئيسية المتعلقة بمخاطر الأحداث. كما أن افتراضات فيتش لمُضاعف إعادة التنظيم أو للأرباح المستدامة قبل الفائدة والضرائب والإهلاك والاستهلاك للمنشأة المستمرة أو قيم عمليات التصفية لا تتغير بناءً على وجود تعهدات الالتزامات المالية أو غيابها.

هل تُدرج فيتش التسهيلات غير المسحوبة في تقديرها لمطالبات الدائنين؟

ستتم مراجعة شروط أي تسهيلات غير مسحوبة وسيتم اتخاذ القرارات على أساس كل حالة على حدة. وبشكل عام، إذا تم السماح بتسهيل جديد لكن لم يتم الالتزام به بعد، مثل الديون المتزايدة المسموح بها، فمن غير المرجح أن تقوم فيتش بتضمين المبالغ في كتلة الدائنين. وإذا كانت التسهيلات ملتزمة بها لكنها غير مسحوبة، مثل قرض لأجل موزل السحب، ولا يعتبر الوصول إليها مرهقاً، فقد تقوم فيتش بتضمين المبالغ غير المسحوبة في كتلة الدائنين عند حساب عمليات الاسترداد. وفي هذه الحالة، سيأخذ المحلل في الاعتبار أيضاً قيمة المنشأة بعد إعادة الهيكلة التي تتناول تأثير الأموال التي يتم سحبها إذا كانت مخصصة لخطة توسعية أو خطة استحواد على وجه التحديد.

هل تُجري فيتش تحليل استرداد مخصص لكل الكيانات؟

إن الكيانات التي يكون تصنيف قدرة المصدر على الوفاء بالالتزامات لها في الفئة "BB" وما فوق تكون بعيدة جداً عن عدم الوفاء بالالتزامات حتى يتم إعداد تحليل موثوق به لسيناريو عدم الوفاء بالالتزامات، كما أنها من المحتمل أن تولد تصنيفات استرداد عالية جداً عبر كل الأدوات. وبالنسبة إلى هذه الكيانات في الفئة "BB"، في تلك الحالات التي يتم فيها تعيين تصنيفات الاسترداد، نستخدم مجموعة قواعد عامة تعكس التصنيفات وعمليات الاسترداد النسبية للأدوات، لكنها تعكس أيضاً قيمة المنشأة الأعلى لتصنيفات الفئة "BB" بشكل عام للأدوات ذات الأولوية الأكبر.

ما هي العوامل التي تقرر تحديد درجة تصنيف الالتزامات عند المستوى "RR6" بعدد درجات أعلى أو أقل؟

عادةً ما يتم تخفيض درجة إصدارات المستوى "RR6" استناداً إلى تصنيف قدرة المصدر على الوفاء بالالتزامات بمقدار درجتين إلى ثلاث درجات بالنسبة إلى التصنيفات في المستوى "B+" وما دون. وفي حال وجود العديد من إصدارات المستوى "RR6"، فإن السمات الفردية للأدوات والاختلافات في الاستعداد بدلاً من القدرة على السداد ستعكس في تقرير مقياس تحديد درجة التصنيف. وعلى سبيل المثال، في حين أن بعض الأدوات التي لها شروط مختلفة قد لا تحصل نظرياً على أي شيء في تحليل الاسترداد في حالة الإجهاد (الديون الثانوية المدعومة بأصول والديون ذات الدرجة الأقل بكثير، على سبيل المثال)، فالسمات التعاقدية للالتزامات يمكن أن تدعم التمييز عند المستوى "RR6". وقد تشير النظرة المستقبلية السلبية المستمرة إلى تحديد درجة تصنيف أوسع للأدوات ذات المكانة الأضعف في هيكل رأس المال.

وفي حال وجود أداة واحدة عند المستوى "RR6"، فسيتم تخفيض درجة تصنيف الأداة استناداً إلى تصنيف قدرة المصدر على الوفاء بالالتزامات بمقدار درجتين.

إذا تم تحديد الحد الأقصى لتقدير الاسترداد عند المستوى "RR1" بموجب المعايير الخاصة بكل دولة، فما هو تصنيف الاسترداد الذي ستقوم فيتش بتعيينه؟

سوف تشير فيتش إلى أعلى تصنيف استرداد مسموح به بموجب المعايير الخاصة بكل دولة. إن حساب الاسترداد المتولد من خلال منهجية التسلسل بنسبة 75% لإحدى الأدوات في دولة من المجموعة C سيكون عند المستوى "RR3" (الذي يرتبط بالنطاق من 50% إلى 70%). وبالمثل، فإن حساب الاسترداد المتولد من خلال منهجية التسلسل بنسبة 95% لإحدى الأدوات في دولة من المجموعة C سيكون أيضاً عند المستوى "RR3" (من 50% إلى 70%).

ومن خلال تطبيق ذلك على جدول تحديد درجة المصدرين في الفئة "BB" (باستثناء القطاعات التي تحظى برفع درجة تصنيفها)، يمكن للأدوات الحصول على أعلى درجة وتصنيف استرداد ممكنين على النحو المنصوص عليه في الشبكة التي تخضع للحدود القصوى الخاصة بتصنيفات الاسترداد والأداة على النحو المحدد في معايير تصنيفات معالجة الاسترداد حسب كل دولة.

- سيتم تحديد الحد الأقصى للديون ذات حق الحجز الأول من الفئة 2 في دولة من المجموعة C عند المستوى "RR3" ومن ثم يتم رفع تصنيفها بمقدار درجة واحدة.
- وستتم مواءمة الديون ذات حق الحجز الأول من الفئة 2 في دولة من المجموعة D مع تصنيف قدرة المصدر على الوفاء بالالتزامات نظراً إلى أن معايير تصنيفات معالجة الاسترداد حسب كل دولة تمنع رفع درجة التصنيف. وسيتم تحديد حد أقصى للأداة عند المستوى "RR4".
- مرونة العملة الاحتياطية فائقة الأولوية لمصدر مصنف عند المستوى "BB-":
 - إذا كان ذلك في إحدى دول المجموعة B، فسيتم تحديد الحد الأقصى لتصنيف الاسترداد عند المستوى "RR2" مع رفع تصنيف الأداة بمقدار درجتين.
 - إذا كان ذلك في إحدى دول المجموعة C، فسيتم تحديد الحد الأقصى لتصنيف الاسترداد عند المستوى "RR3" مع رفع تصنيف الأداة بمقدار درجة واحدة.

المسائل الفنية

هل يتم الحفاظ على تصنيفات الاسترداد لكل الإصدارات المصنفة التي يتم إجراؤها من جانب المصدرين ذوي درجة المضاربة؟

كلا، لأن تصنيفات الاسترداد يتم تعيينها اختياريًا لأدوات المصدرين الذين تكون تصنيفات قدرة المصدر على الوفاء بالالتزامات لهم في الفئة "BB"، وذلك بناءً على الطلب في السوق. أما بالنسبة إلى كل الفئات الأخرى ذات درجة المضاربة لتصنيفات قدرة المصدر على الوفاء بالالتزامات، فيتم عادةً منح تصنيف استرداد لكل أدوات الشركة إذا تم تعيين تصنيفات الأدوات.

هل تحصل تصنيفات الاسترداد على نظرة مستقبلية للتصنيفات؟ وهل يمكن وضعها تحت مراقبة التصنيف؟

كلا، لأن النظرة المستقبلية للتصنيفات تنطبق بشكل أساسي على تصنيف قدرة المصدر على الوفاء بالالتزامات لكيان مؤسسي. وقد يتم تطبيق عمليات مراقبة التصنيف على مجموعة متنوعة من التصنيفات الأوسع نطاقًا من النظرة المستقبلية، لكنها لن تنطبق أيضًا على تصنيفات الاسترداد. مع ذلك، وبناءً على علاقة تحديد درجات التصنيف بين تصنيفات الاسترداد وتصنيفات الالتزامات، فإن تصنيفات الإصدارات الفردية على مقياس "AAA" يمكن وضعها تحت مراقبة التصنيف استنادًا فقط إلى الاحتمال المتزايد لحدوث تغيير في تصنيف الاسترداد.

حالات عدم الوفاء بالالتزامات**هل يمكن أن يكون لدى مصدر مُفلس إصدار مُصنّف في الفئة "C" عند المستوى ذاته الذي تم بموجبه تصنيف الالتزام المُصدر****المستمر في الوفاء بالالتزاماته؟**

نعم، وهذا يعكس أنه في ظل المقاربة الموجهة نحو "الخسارة المتوقعة"، فإن المخاطر تعتبر متشابهة بين الأداة المالية عديمة الأداء التي لديها عمليات استرداد متوقعة وقوية للغاية، والأداة المالية المستمرة في الوفاء بالالتزامات التي تتعرض لمخاطر عالية مرتبطة بعدم الوفاء بالالتزامات ولديها عمليات استرداد منخفضة متوقعة.

أما بالنسبة إلى المصدرين المؤسسيين، يتم اشتقاق حالات عدم الوفاء بالالتزامات للأدوات من تصنيفات قدرة المصدر على الوفاء بالالتزامات المعينة عند المستوى "RD" أو "D"، والتي ستشير للمستخدمين متى سيصبح إصدار كيان معين عديم الأداء. وهذا يؤكد أهمية قيام المستخدمين بمراجعة تصنيف قدرة المصدر على الوفاء بالالتزامات وتصنيف الاسترداد وتصنيف الأداة كآراء مشتركة. ويرجى الرجوع إلى قسم "رابط أدوات الدين" في الصفحة 12 للاطلاع على تفاصيل كاملة حول تحديد درجة تصنيفات الإصدارات استنادًا إلى تصنيفات قدرة المصدر على الوفاء بالالتزامات عند المستوى "RD" والمستوى "D".

متى ستسحب فيتش تصنيفات إصدارات الأدوات المالية المتخلفة عن الوفاء بالالتزامات؟

تتوقع فيتش سحب غالبية تصنيفات إصدارات الشركات والجهات السيادية التي تخلفت عن الوفاء بالالتزامات بعد 30 يومًا. إلا أن الوكالة ستحتفظ بحفظها في الحفاظ على تغطية الأدوات المالية التي تخلفت عن الوفاء بالالتزامات لفترة أطول، وذلك اعتمادًا على مصلحة السوق وتوافر البيانات. ولا يتم تعيين تصنيفات استرداد للتصنيفات المحددة بفترة زمنية والخاصة بتسهيلات المدين المملّك.

تراكب الدولة**هل يمكن تطبيق مقاييس تصنيفات الاسترداد في كل الدول؟**

نعم. تطبيق فيتش مقارنة تصنيف الاسترداد في كل الدول التي لديها فيها تصنيفات دولية بالعملة الأجنبية أو العملة المحلية.

يمكن الاطلاع على التفاصيل في تقرير معايير تصنيفات معالجة الاسترداد حسب كل دولة.

هل التزامات الديون بالعملة الأجنبية محددة بعد أقصى عند سقف التصنيف القطري؟

كلا، لأن سقف التصنيف القطري هو مفهوم متعلق بمجرد عدم الوفاء بالالتزامات. ومن الناحية النظرية، قد يتم تصنيف الالتزامات بالعملة الأجنبية، بالتالي، بمقدار أعلى من سقف التصنيف القطري، حتى بالنسبة إلى المصدرين الذين تخضع تصنيفات قدرة المصدر على الوفاء بالالتزامات الخاصة بهم لقيود سقف التصنيف القطري. أما من الناحية العملية، يوجد تداخل كبير بين تلك الدول التي تقوم فيها سقوف التصنيف القطرية عادةً بتقييد تصنيفات قدرة المصدر على الوفاء بالالتزامات، وتلك الدول التي يتم فيها تطبيق حدود قصوى قطرية على تصنيفات الاسترداد وتقييد أي عملية رفع لدرجة تصنيفات الأدوات. وللاطلاع على التفاصيل الكاملة عن المعايير المعمول بها، يرجى الرجوع إلى معايير تصنيفات معالجة الاسترداد حسب كل دولة.

إخلاء المسؤولية والإفصاحات

تخضع كافة التصنيفات الائتمانية لوكالة فيتش للتصنيف لبعض القيود وإخلاء المسؤولية. يُرجى قراءة هذه القيود وإخلاء المسؤولية على هذا الرابط https://www.fitchratings.com/understandingcreditratings-extension//efaidnbmnnnibpajpgclefindmkaj/viewer.html?pdfurl=https%3A%2F%2Fassets.ctfassets.net%2F03fbs7oah13w%2F7D9KmplcMqOvthLRQSOstn%2F69b51c148f55261ecd2b904fe182d0%2F220323-Ratings_Definitions-AR.pdf&clen=852754&chunk=true. إضافة إلى ذلك، يفصل الرابط التالي chrome- تصنيف وفئة تصنيف، بما في ذلك التعريفات المتعلقة بالتخلف عن السداد. وتتوفر التصنيفات المنشورة والمعايير والمنهجيات على هذا الموقع في كافة الأوقات. كما تتوفر مدونة قواعد السلوك في فيتش واتفاقية السرية وتضارب المصالح وجدار الحماية التابع والامتثال وكافة السياسات والإجراءات الأخرى ذات الصلة أيضًا في قسم مدونة قواعد السلوك (Code of Conduct) على هذا الموقع. يمكن الاطلاع على مصالح المُدراء والمساهمين على <https://www.fitchratings.com/site/regulatory>. وقد تكون فيتش قد قدمت خدمة أخرى مسموح بها أو خدمة ثانوية للكيان المُصنّف أو لجهات خارجية ذات صلة به. يمكن الاطلاع على تفاصيل الخدمات المسموح بها أو الثانوية، حيث يكون المحلل الرئيسي لها موجود في إحدى شركات فيتش للتصنيف (أو فرع لهذه الشركة) المسجلة في هيئة الأوراق المالية والأسواق الأوروبية (ESMA) أو هيئة السلوك المالي (FCA) ، على صفحة الموجز لكل مُصدر على موقع فيتش الإلكتروني.

عند إصدار فيتش التصنيفات والاحتفاظ بها وإعداد التقارير الأخرى (بما في ذلك المعلومات المتعلقة بالتوقعات)، تعتمد على المعلومات الفعلية التي تحصل عليها من المُصدرين والمُكتسبين ومن المصادر الأخرى التي ترى فيتش أنها موثوقة. وتتفق فيتش، في حدود المعقول، من المعلومات الفعلية التي تعتمد عليها بما يتماشى مع منهجية التصنيف الخاصة بها، وتقوم بالتحقق بشكل معقول من صحة المعلومات من مصادر مستقلة، طالما توفرت مثل هذه المصادر. لأداء مالية محددة أو في أي جهة قضائية محددة. جدير بالذكر أن طريقة تحقق فيتش من المعلومات الفعلية ونطاق التحقق من الجهات الخارجية الذي تحصل عليه سيختلف حسب طبيعة الأداء المالية المُصنفة ومُصدرها، وكذلك المتطلبات والممارسات في الجهة القضائية التي تُعرض الأداء المالية المُصنفة وتُباع فيها ومكان المُصدر أو أيًا منهما وتوفر المعلومات العامة ذات الصلة وطبيعتها وإمكانية الوصول إلى إدارة المُصدر ومستشاريه، وتوفر عمليات تحقق من جهات خارجية موجودة مسبقًا مثل تقارير التدقيق وخطابات الإجراءات المتفق عليها والتقييمات والتقارير الاكتوارية والتقارير الهندسية والآراء القانونية والتقارير الأخرى التي تقدمها الجهات الخارجية. بالإضافة إلى توفر مصادر التحقق المستقلة والمختصة من الجهات الخارجية في ما يتعلق بالأدلة المالية الجديدة أو الجهة القضائية الجديدة للمُصدر ومجموعة متنوعة من العوامل الأخرى. ويجب أن يفهم مستخدمو تصنيفات فيتش وتقريرها أنه لا يمكن للتحقق المتقدم من المعلومات الفعلية ولا أي تحقق لجهات خارجية ضمان أن كل المعلومات التي تعتمد عليها فيتش في ما يتعلق بالتصنيف أو التقرير ستكون دقيقة ومكتملة. وفي النهاية، يتحمل المُصدر ومستشاروه المسؤولية عن دقة المعلومات المقدمة إلى فيتش وإلى السوق عند عرض المصنّفات والتقارير الأخرى. وعند إصدار التصنيفات والتقارير، لا بد أن تعتمد فيتش على أعمال الخبراء، بما في ذلك المحققون المستقلون في ما يتعلق بالقوائم المالية والمُحامين في ما يتعلق بالأمور القانونية والمتعلقة بالضرائب. علاوةً على ذلك، تكون التصنيفات والتوقعات الخاصة بالمعلومات المالية والمعلومات الأخرى استشرافية بالأساس وتُجَبّد افتراضات وتوقعات تتعلق بالأحداث المستقبلية ولا يُمكن التحقق منها كحقائق ونتيجة لذلك، وبالرغم من التحقق من الحقائق المتاحة حاليًا، يُمكن أن تتأثر التصنيفات والتوقعات بالأحداث المستقبلية أو الظروف المستقبلية التي لم تكن مُتوقعة وقت إصدار التصنيف أو التوقع أو تنبئها.

تم تقديم المعلومات في هذا التقرير "كما هي" من دون أي إقرار أو ضمان من أي نوع، ولا تُعرف فيتش أو تضمن أن التقرير أو أيًا من محتوياته سيلبي أيًا من متطلبات أي مستلم لهذا التقرير. إن تصنيف فيتش هو مجرد رأي في الملاءة الائتمانية للأداء المالية. ويعتمد هذا الرأي والتقارير التي تقدمها فيتش على معايير ومنهجيات محددة تعمل فيتش على تقييمها وتحديثها باستمرار. وبناءً على ذلك، فإن التصنيفات والتقارير هي نتاج عمل جماعي لمؤسسة فيتش ولا يتحمل أي فرد أو مجموعة من الأفراد المسؤولية الحصرية عن أي تصنيف أو تقرير. كذلك، لا يتعامل التصنيف مع مخاطر الخسارة الناتجة من مخاطر أخرى بخلاف مخاطر الائتمان. إذا لم يتم ذكر هذه المخاطر بعينها، ولا تشارك فيتش في عرض أي أداء مالي أو بيعها، كما أن كل تقارير فيتش ذات ملكية مشتركة شارك الأفراد المحدثون في تقرير فيتش في صياغته، إلا أنهم لا يتحملون وحدهم المسؤولية عن الآراء المذكورة فيه. وأسماء الأفراد المذكورة في التقرير لغرض التوصل معهم فحسب. ولا يكون أي تقرير يقدم تصنيف فيتش نشرة تهديدية أو بديلاً عن المعلومات المجمعة والمتحقق منها والمعرضة على المستثمرين من المُصدر ووكلائه في ما يتعلق ببيع الأدوات المالية. يجوز تغيير التصنيفات أو سحبها في أي وقت ولأي سبب وفقًا لتقدير فيتش وحدها. علماً بأن فيتش لا تُقدم استشارات استثمارية من أي نوع ولا تُعدّ التصنيفات توصية بشراء أي أداة مالية أو بيعها أو حيازتها. ولا تُعَلّق التصنيفات على ملازمة سعر السوق ولا مناسبة أي أداة مالية لمستثمر بعينه أو على طبيعة الإلغاء من الضرائب أو قابلية فرض ضرائب على المدفوعات المُقدّمة في ما يتعلق بأي أداة مالية. وتحصل فيتش على أعقاب من المُصدرين والمُؤنّين والضامنين وغيرهم من المُتأثرين والمُكتسبين لتصنيف الأدوات المالية. وقد تتنوع هذه الأعقاب بصورة عامة من 1,000 دولار أمريكي إلى 750,000 دولار أمريكي (أو ما يعادلها من العملة المعمول بها) لكل إصدار. وفي بعض الحالات، ستصنف فيتش كل الإصدارات الصادرة من مُصدر محدد أو المُؤمن عليها أو المكفولة بضمان أو الضامن أو عددًا منها مقابل رسم سنوي واحد. ومن المتوقع أن تتنوع هذه الأعقاب بصورة عامة من 10,000 دولار أمريكي إلى 1,500,000 دولار أمريكي (أو ما يعادلها من العملة المعمول بها). لا يُشكّل تعيين أي تصنيف أو نشره من فيتش موافقة منها على استخدام اسمها كخبير في ما يتعلق بأي بيان تسجيل مقدم بموجب قوانين الأوراق المالية في الولايات المتحدة الأمريكية. أو قانون الخدمات المالية والأسواق لسنة 2000 في المملكة المتحدة أو القوانين المتعلقة بالأوراق المالية في أي جهة قضائية محددة. نتيجة للفعالية النسبية لأساليب النشر والتوزيع الإلكتروني قد تتوفر أبحاث فيتش للمُستثمرين على الإنترنت قبل ثلاثة أيام من المُستثمرين في الوثائق المطلوبة.

بالنسبة لأستراليا ونيوزيلندا وتايوان وكوريا الجنوبية فقط: تحمل مؤسسة Fitch Australia Pty Ltd ترخيص AFS (ترخيص الخدمات المالية الأسترالي رقم 337123) الذي يفوضها بتقديم تصنيفات ائتمانية لعملاء الجملة فقط. ولا يُقصد من معلومات التصنيف الائتماني التي نشرها مؤسسة فيتش أن تُستخدم من جانب عملاء البيع بالتجزئة بالمعنى الوارد في قانون الشركات لسنة 2001.

إن شركة فيتش للتصنيف الائتماني (Fitch Ratings, Inc) مُسجلة لدى هيئة الأوراق المالية والبورصات الأمريكية باعتبارها منظمة تصنيف إحصائي معترف بها وطنيًا ("NRSRO"). وعلى الرغم من أن بعض شركات التصنيف الائتماني التابعة لمنظمة NRSRO مُدرجة في البند 3 من نموذج NRSRO، وبالتالي يُرخص لها بإصدار تصنيفات ائتمانية نيابة عن NRSRO (انظر <https://www.fitchratings.com/site/regulatory>)، فإنه لم يتم إدراج شركات التصنيف الائتماني التابعة الأخرى في نموذج NRSRO ("شركات غير تابعة لمنظمة NRSRO") وبالتالي فإن التصنيفات الائتمانية الصادرة عن تلك الشركات التابعة لا تُصدر نيابة عن NRSRO. مع ذلك، قد يشارك أفراد غير تابعين لمنظمة NRSRO في تحديد التصنيفات الائتمانية الصادرة عن NRSRO أو نيابة عنها.

حقوق الطبع والنشر © 2022 محفوظة لشركة فيتش للتصنيف وفيتش للتصنيف المحدودة وشركائها التابعة. 33 شارع وايت هاوز، نيويورك، نيويورك 10004. هاتف: 1-800-753-4824، 908-0500 (212). فاكس: 4435-480 (212). تُحظر إعادة النشر أو إعادة إرسال هذه الوثيقة بشكل كامل أو جزئي من دون الحصول على تصريح. كل الحقوق محفوظة.