

# קווים מנחים לבחינת סיכונים סביבתיים, חברתיים וממשל תאגידי במסגרת דירוגי אשראי

## דוח מתודולוגי | פברואר 2022

### אנשי קשר:

גני עקנין  
אנליסטית  
[gani.akin@midroog.co.il](mailto:gani.akin@midroog.co.il)

תומר דר  
ראש צוות  
[tomero@midroog.co.il](mailto:tomero@midroog.co.il)

אלעד סרוסי, סמנכ"ל  
ראש תחום מימון מובנה, פרויקטים ותשתיות  
[elad.seroussi@midroog.co.il](mailto:elad.seroussi@midroog.co.il)

## הקדמה

מטרת דוח זה הינה להסביר את גישת מידרוג להערכת סיכוני סביבה (E), חברה (S) וממשל תאגידי (G) (להלן: "ESG<sup>1</sup>") במסגרת דירוגי האשראי. כחלק מתהליך הדירוג, שואפת מידרוג לבחון את כלל השיקולים המהותיים לדירוג, ובתוכם סיכוני ESG, ולהביאם לידי ביטוי בדירוג, בפרספקטיבה ארוכת טווח, ככל הניתן. בדוח מתודולוגי זה, נסקור את העקרונות הכלליים העומדים בבסיס הגישה שלנו לניתוח סיכוני ESG, בכלל הענפים.

מתודולוגיה רוחבית זו יוצרת מסגרת רעיונית רחבה עבור סיכוני ESG קיימים ומתפתחים, אשר עשויים להשפיע על כושר החזר האשראי של מנפיקים בכלל הענפים. אופן ההשפעה, תיזמון ההשפעה והיקף ההשפעה על כושר החזר האשראי, משתנים בין הענפים והמנפיקים השונים. לדוגמה, מאפיינים ייחודיים של מנפיק מסוים עשויים למתן / להגביר את השפעת שיקולי ה-ESG על כושר החזר האשראי של אותו המנפיק. במקרים בהם יש בשיקולי ה-ESG בכדי להשפיע על פרופיל האשראי, אנו נכלול אותם בדירוג בדרכים הבאות:

**(1) בפרמטרים הכמותיים והאיכותיים במטריצות הדירוג / במודלים לדירוג:** שיקולי ESG עשויים לבוא לידי ביטוי בפרמטרים הכלולים בחלק ההערכה האיכותית במטריצות הדירוג, כגון מאפיינים ענפיים, פרופיל עסקי או סביבה רגולטורית. בד בבד, שיקולי ESG עשויים להשפיע על הערכתנו במגוון פרמטרים כמותיים, כגון: רמות מינוף, רווחיות, יציבות תזרימי מזומנים ושיעורי היוון, כמו גם על מגמות צפויות בפרמטרים אלו.

**(2) בניתוח כולל של הגורמים המשפיעים על הדירוג:** בחלק מן המקרים בהם שיקולי ה-ESG אינם משפיעים בצורה ישירה על הפרמטרים במטריצה, או כאשר הם אינם ניתנים לכימות במסגרת פרמטרים אלו, אנו עשויים להביא לידי ביטוי את שיקולי ה-ESG גם במסגרת השיקולים הנוספים.

לאורך דוח מתודולוגי זה, אנו מסבירים כיצד שיקולי ESG באים לידי ביטוי, במקרים בהם הם אינם מצוינים במפורש כחלק ממתודולוגיות הדירוג השונות. עם זאת, בחלק מהמקרים, המתודולוגיה המשמשת לדירוג המנפיק תכלול תיאור מפורט יותר של השפעת שיקולי ה-ESG על הפרמטרים או תתי-הפרמטרים העיקריים, או כיצד הם מהווים חלק משיקולי הדירוג הנוספים.

נציין כי ככלל, מידרוג נסמכת על דיווחים המובאים לידיה, בין היתר, בדוחותיו הכספיים של המנפיק, בפרסומיו לציבור ובחומרים אחרים ועשויה לבחון נושאים ספציפיים בקשר עם המאפיינים הענפיים וכושר החזר האשראי של המנפיקים.

## תחולת המתודולוגיה

מתודולוגיה זו חלה על כלל ענפי הפעילות המדורגים במידרוג.

המתודולוגיה תחול על דירוגי המנפיקים החל מיום 15.02.2022. לעיון בהזמנה להגיש הערות מהציבור מספטמבר 2021 ותוצאות הערות הציבור מיום 14.02.2022, הינכם מופנים לאתר מידרוג.

## עקרונות כלליים בניתוח שיקולי ESG במסגרת דירוגי אשראי

### המאפיינים של שיקולי ESG

המושג ESG כולל בתוכו ספקטרום רחב של שיקולים כמותיים ואיכותיים הקשורים באחריות חברתית וסביבתית של תאגיד, בממשל התאגידי שלו וכן בהשפעת עסקיו, השקעותיו וכלל פעילותו על החברה והקהילה. שיקולים אלו נבחנים תוך התמקדות בפרמטרים סביבתיים (Environment), חברתיים (Social) וממשל תאגידי (Governance). מידרוג מתמקדת בבחינת השפעתם של הסיכונים

<sup>1</sup> Environment, Social, and Governance

העולים מהפרמטרים של ESG על כושר החזר האשראי של המנפיקים. במסגרת הערכת סיכוני ESG אנו מנתחים, בין היתר, את השפעתם של שיקולים אלה על פרמטרים כמותיים ואיכותיים ועל סיכוני האשראי של המנפיק. בין היתר, אנו בוחנים את השפעתם על תזרים המזומנים של המנפיק ועל שווי הנכסים שלו לאורך הזמן, על הנזילות והנגישות לשוק ההון, מגמות ביקושים בענף, עמידה ברגולציה ועוד.

המושג ESG נוגע לתחום נרחב של נושאים, והוא אינו מוגדר באופן חד משמעי ובמקרים שונים הוא עשוי לכלול התייחסות לנושאים מגוונים. במהלך השנים נעשו מספר ניסיונות לקבוע הגדרה ברורה ל-ESG, אולם נכון לעכשיו, לא קיימת הגדרה אחידה או סט מאפיינים מקיפים דיים, אמינים ומקובלים בינלאומית לתחום זה<sup>2</sup>. יתרה מכך, ההגדרות של ESG הינן דינאמיות, היות והנושאים אותם מגדירה הקהילה כמקובלים מתפתחים ומשתנים לאורך זמן, כתוצאה ממידע חדש (כדוגמת, השפעה של פליטת פחמן דו חמצני) או שינוי בתפיסות (לדוגמא, אילו נושאים נכללים במסגרת השמירה על הפרטיות).

כחלק מהיותם של שיקולי ה-ESG רבים, מגוונים ודינמיים, גם השפעתם על המנפיקים והענפים השונים משתנה באופן נרחב. במסגרת תהליך קביעת הדירוגים, נבחנת השפעתם של שיקולי ESG השונים, במקביל למאפיינים אחרים של המנפיק, אשר עשויים למתן או להחמיר את ההשפעות על כושר החזר האשראי. לדוגמא, פרמטרים כגון גודל, חסמי כניסה גבוהים, גמישות המחירים, גמישות פיננסית, ומומחיות בהתמודדות עם נושאים תפעוליים או רגולטורים, הינם פרמטרים חשובים להערכת יכולתם של המנפיקים במרבית הסקטורים להתמודד עם חשיפות וליישם התאמות נדרשות לצורך שמירה על פרופיל האשראי שלהם. מנגד, היקפים נמוכים, ריכוז גיאוגרפי, רמת הכנסות נמוכה ומגמות דמוגרפיות שליליות, הופכים חלק מן המנפיקים לרגישים הרבה יותר לסיכונים ומפחיתים את סיכויי ההצלחה שלהם ביישום אסטרטגיות נדרשות.

במסמך שלהלן יובאו דגשים עיקריים ופירוט לגבי שיקולי ה-ESG הרלוונטיים, אשר להם, להערכתנו, השפעה על כושר החזר האשראי על מנפיקים.

**לעיתים קרובות, לשיקולי ESG יש השפעה שלילית על דירוג האשראי ולעיתים רחוקות יותר השפעה חיובית:** חלק משיקולי ESG מציגים סיכון אופציונאלי שאיננו סימטרי להטבה האפשרית. כך לדוגמא, חברה בעלת ניסיון עבר (Track Record) של הפרות בטיחות וגיהות עלולה לעמוד בפני סיכונים משפטיים שייתכן וישפיעו על ההכנסות התפעוליות של החברה, ואילו חברה אחרת השומרת על רמות גבוהות של בטיחות וגיהות עשויה שלא ליהנות מהטבה דומה בדירוג האשראי. שיקולי ESG עשויים להשתנות בין המנפיקים ולשמר כשיקולים מהותיים רק בנסיבות מסוימות או רק עבור תת-ענף מסוים. יש לציין, כי שיקולי ESG אינם תמיד שליליים, והם אף עשויים להוות גורם התומך באיכות האשראי. לדוגמא, עבור חברה בסקטור הרכבים החשמליים, רגולציה שמעודדת הפחתה בפליטות פחמן (כגון: הטלת מס ירוק) עשויה להוות הזדמנות עסקית.

**במקרים רבים, לכלל המנפיקים בענף קיימת רמת חשיפה דומה לסיכוני ESG מסוימים:** לעיתים קרובות מתקיימת חשיפה ענפית לסיכוני ESG. אנו נצפה לראות הבדלים בחשיפות בין המנפיקים באותו ענף, רק כאשר למנפיק קיימת חולשה או חוזקה יוצאת דופן בקשר עם שיקול ESG ספציפי. במקרים רבים, הבדלים אלו, בין מנפיקים באותו הענף, יבואו לידי ביטוי בפרמטרים בתוך המטריצה כגון ביקושים, תזרים מזומנים צפוי וכו'.

**אתגרים בהערכת הסיכונים השונים:** בדומה לפרקטיקה הנהוגה בקשר עם שיקולי דירוג אחרים, אנו נשקלל את המגמות העתידיות בקשר עם סיכוני ה-ESG אל תוך הדירוגים הנוכחיים, רק כאשר נוכל ליחס להן רמת וודאות בסיסית מסוימת. על כן, סיכונים בטווח הקצר ישפיעו, לרוב, בצורה ישירה יותר על הדירוגים, מאשר סיכונים בטווח הארוך, היות ורמת הוודאות של השפעתם על פרופיל

<sup>2</sup> על אף האמור, סטנדרט הדיווח בחברות ציבוריות, בקשר עם האמור, הינו רחב באופן משמעותי מאשר בחברות פרטיות. בנוסף, בחלק מן הסקטורים (לרוב סקטורים מפוקחים) קיימת אף חובת דיווח רחבה במיוחד, כדוגמת הסקטור הבנקאי.

האשראי גבוהה יותר. במרבית המקרים, היכולת שלנו לחזות את השפעתה של מגמה מסוימת אשר תתפתח בעתיד הרחוק, הינה בהכרח מוגבלת, ועל כן גם השפעתה על הדירוג ישירה פחות. כך לדוגמא, טווח זמן ארוך יוכל להעניק למנפיק הזדמנות להסתגל לסיכון על ידי הפחתת עלויות, אימוץ טכנולוגיות חדשות או עדכון המודל העסקי.

### דירוגי האשראי של מידרוג מביאים בחשבון שיקולי ESG בעלי השפעה מהותית על סביבת הפעילות ועל המנפיקים

במסגרת הדירוג, אנו מזהים ומעריכים סיכוני ESG בעלי השפעות מהותיות על איכות האשראי, בין אם יש להם השפעה מיידית או בין אם קיים להם פוטנציאל השפעה עתידית. בפני המנפיקים עומדים סיכוני ESG רבים והזדמנויות ESG רבות, אולם לרבים מגורמים אלו, השפעה מוחשית מעטה על הביצועים התפעוליים והפיננסיים של החברה. לדוגמא, פעילות התנדבותית של חברה, פעילויות צדקה, ויוזמות אחרות דומות, עשויות להיות בעלות ערך חברתי, אולם ניתן להניח, שפוטנציאל ההשפעה החיובית שלהן על איתנותה הפיננסית של החברה או על כושר החזר האשראי שלה, אינו מהותי.

בדומה להערכת שיקולי אשראי אחרים, במסגרת הערכת סיכוני ESG אנו מנתחים, בין היתר, את השפעתם על תזרים המזומנים של מנפיק ועל שווי הנכסים שלו לאורך הזמן, על איכות תזרימי המזומנים והנכסים ביחס לעומס החוב של המנפיק ויתר התחייבויותיו הפיננסיות וכן על הנזילות והנגישות לשוק ההון. לדוגמא, עבור תאגיד שאינו פיננסי, נבקש להעריך כיצד שיקולי ESG כדוגמת הוגנות צרכנית, בטיחות המוצרים וסיכוני פליטת פחמן, משפיעים על פרמטרים דירוגיים, כגון הביקוש למוצרים ועלות הייצור.

### שיקולי ESG משולבים בדירוגים במגוון דרכים

כאשר נושאי ESG הינם בעלי משמעות לכושר החזר האשראי, אנו משלבים אותם בניתוח שלנו במגוון דרכים ביישום המתודולוגיות הספציפיות בתחומים השונים. כחלק מניתוח כושר החזר האשראי של מנפיקים, אנו בוחנים כיצד סיכוני ESG יכולים להשפיע על הגורמים האיכותניים והכמותיים והפרמטרים השונים במטריצת הדירוג או המודל. למשל, במסגרת ההערכה האיכותנית שלנו, שיקולי ESG ישולבו במסגרת בחינת הפרופיל העסקי, יציבות המוסדות או סביבה רגולטורית. כאשר קיים מידע מספק, אנו גם נשלב שיקולי ESG בתחזיות שלנו. גם כאשר שיקולי ESG אינם משפיעים על הפרמטרים הנכללים במטריצת הדירוג או כאשר לא ניתן לכמת אותם, אנו משלבים אותם בניתוח הכולל של גורמי הסיכון אשר ביכולתם להשפיע על הדירוג. במקרים מסוימים השפעה הצפויה של סיכוני ESG עשויה לחרוג מעבר לתקופה אותה נוכל לחזות ברמת וודאות מספקת או שהסיכונים הללו עשויים להגדיל באופן מהותי את אי הוודאות לגבי התוצאות העתידיות. כתוצאה מכך, אנו עשויים לשלב את סיכוני ESG במסגרת השיקולים הנוספים לדירוג.

### דוגמא לשילוב שיקולי ESG המובאים בחשבון בדירוג האשראי של תאגידים לא פיננסיים



## אתגרים בהערכת סיכוני ESG

הערכת ההשפעות של נושאי ESG על כושר החזר האשראי הינה מאתגרת שכן הערכת ההשפעה דורשת הסקה או הערכה ממקורות מידע רבים המבוססים על דיווח שבדרך כלל אינו סטנדרטי או עקבי.

הערכת המהותיות של שיקולי ESG על כושר החזר האשראי דורשת לעתים קרובות שיקול דעת איכותי, למשל בהערכה כיצד בעלי העניין עשויים להגיב לנושא או לאירוע, שעלולה להיות קשה לחיזוי ויכולה להשתנות בין ענפים ומדינות. חשיפה דומה לסיכון ESG עשויה להיתפס אחרת על ידי לקוחות, עובדים או קובעי מדיניות בהתאם לרקע החברתי-פוליטי שלהם, וכך, בנסיבות שונות, עשויים סיכונים אלו להיות בעלי השלכות שונות על כושר החזר האשראי.

נושאים סביבתיים וחברתיים יכולים לעתים להיות לא ממוקדים, עם אופק זמן ארוך או לא וודאי (למשל, שינויי אקלים ודמוגרפיה), והם כפופים לשונות של אמצעי מדיניות פוטנציאליים (למשל תקנות פחמן ומדיניות הגירה) וביצועי המשק. זה יכול לגרום למגוון רחב של השלכות פוטנציאליות על כושר החזר האשראי של מנפיקים.

סיכונים ארוכי טווח נחלקים בדרך כלל לשתי קטגוריות כלליות: (i) סיכונים רחבים, כגון שינוי דמוגרפי, אשר קרוב לוודאי שהם בעלי השפעה על הענף כולו (כאשר פוטנציאל ההשפעה שונה בין המנפיקים); ו-(ii) סיכונים בעלי הסתברות נמוכה, אך חומרה גבוהה הנקראים גם סיכון אירוע (Event Risk), אשר לעתים קרובות משפיעים רק על מנפיקים בודדים. עבור שתי הקטגוריות, ההשפעות של סיכונים אלה עשויות להשתנות או להתברר לאורך זמן רב. סיכוני אירוע כגון אסונות טבע משמעותיים יכולים להזיק אפילו לגוף עם מאזן חזק.

כפי שמידרוג פועלת ביחס לשיקולי הדירוג האחרים, אנו משלבים מגמות ESG עתידיות בשיקולי הדירוג כאשר יש לנו נראות למגמות אלה. ברוב המקרים, עם זאת, היכולת שלנו לחזות את ההשפעה של מגמות שצפויות להתפתח בעתיד הרחוק היא בהכרח מוגבלת. לסיכונים לטווח קצר יש בדרך כלל השפעה ישירה יותר על דירוגים מכיוון שבדרך כלל יש וודאות רבה יותר להשפעתם על כושר החזר האשראי. ככלל, ככל שמסגרת הזמן למקור מסוים לסיכון מתארכת, וככל שיש לנו פחות בהירות לגבי חשיבותו של סיכון זה ביחס לסיכונים אחרים שהמנפיק מתמודד איתם, כך נוכל להיות פחות בטוחים בהשפעת אותו סיכון על יכולת המנפיק לייצר תזרים מזומנים ומדדי כושר החזר אשראי אחרים. לדוגמה, מסגרות זמן ארוכות יותר נותנות למנפיק יותר זמן להסתגל על ידי הורדת עלויות, אימוץ טכנולוגיות חדשות או התאמת המודל העסקי שלו לנסיבות שהשתנו; עם זאת, ייתכן שחלק מהמנפיקים לא יוכלו לבצע או לא יבצעו פעולות מקלות ויעילות.

מאפיינים אלה אינם ייחודיים ל-ESG. ניתוח אשראי לכל תחום כולל הערכה של גורמים עם חוסר ודאות אינהרנטי או נראות פחותה. אמנם ההשפעה העתידית של סיכונים שאינם ממוקדים, לא-וודאיים וארוכי טווח לא תמיד ניתנת לאמידה, אך נקודות חוזק בסיסיות בכושר החזר האשראי של מנפיק המספקות הגנה כנגד סיכונים בטווח הקצר, מספקות גם הגנה מול סיכונים לטווח הארוך.

### עקרונות כלליים בהערכת נושאי סביבה בבחינת כושר החזר אשראי של מנפיקים

נושאי סביבה מהווים לעיתים קרובות מקור לסיכון עבור מנפיקים רבים. השיקולים הסביבתיים כוללים, בין היתר, סיכוני זיהום ופסולת, סיכוני פליטות פחמן, סיכוני ניהול מים, סיכוני אקלים (השפעת שינויי אקלים, חשיפה לשיטפונות וכד') וסיכוני משאבי טבע (כדוגמת תלות בסחורות ושירותים שמקורם בטבע). יוזמות רגולטוריות או מדיניות שמטרתן להפחית או למנוע מגמות או סכנות סביבתיות, כמו גם המגמות והמפגעים הסביבתיים עצמם, עשויים להשפיע על הביקוש, ההכנסות, העלויות, ההשקעות או תזרים המזומנים של המנפיקים. עבור מנפיקים מסוימים, שיקולים סביבתיים עשויים לחזק את כושר החזר האשראי, לדוגמה, כאשר חששות צרכנים מטביעת הרגל הפחמנית שלהם עשויים להגביר את הביקוש למוצרים או שירותים מסוימים בעלי טביעת רגל פחמנית נמוכה יחסית, על חשבון מוצרים מזדממים יותר של חברה מתחרה.

## רגולציות סביבתיות או שינויי מדיניות

כחלק מן הדירוג, אנו מנתחים את המסגרת הרגולטורית ואת ההשפעה החזויה שלה על מנפיקים מדורגים ועל כושר החזר החוב שלהם. ביחס לסיכונים סביבה ישירים (מגמות ומפגעים סביבתיים), לסיכונים הרגולטורים הסתברות גבוהה יותר להשפעה ישירה ובטוחי זמן קרובים על מנפיקים וענפים מסוימים. הסיכונים הרגולטוריים נבדלים זה מזה ברמות הוודאות ובטוחי הזמן:

**(1) סיכונים רגולטוריים בעלי השפעה וודאית ומיידית:** לתקנות ורגולציות שכבר יושמו, או לכאלו שעתידות לצאת לפועל ברמת וודאות גבוהה (לדוגמה תקנות שהוצעו ע"י הרגולטור או תקנות מחייבות בהתאם להסכמים או לאמנות בינלאומיות), רמת ההשפעה הוודאית ביותר על פרופיל האשראי של מנפיקים וענפים. בבואנו לנתח את השפעת הרגולציה הסביבתית, אנו עשויים לשקול את השפעתה על הביקושים למוצר או על עלויות הייצור. כמו כן, אנו עשויים לבחון האם המנפיקים פועלים בנישה ספציפית או מייצרים מוצר בודד, או שמא הם יעילים פחות ממנפיקים אחרים ועל כן יהיו חשופים באופן מיוחד לרגולציה המשפיעה על הביקוש למוצר או על עלויות הייצור שלו. מוניטין והעדפות צרכנים, המושפעים מרגולציה, עשויים גם הם להשפיע על הביקוש או לשנות את הדינמיקה בשוק.

**(2) סיכונים רגולטוריים ארוכי-טווח שיישומם איננו וודאי:** יוזמות רגולטוריות ארוכות טווח, אשר הוצאתן לפועל איננה וודאית או נתונה לעיכובים או שינויים משמעותיים (לדוגמה הסכם בינלאומי מחייב, הכולל התחייבות כללית מאד וללא מנגנוני אכיפה), מאופיינות ברמת וודאות נמוכה יותר באשר למהותיות הסיכון ולהשפעתו הפוטנציאלית על כושר החזר האשראי. מטבע הדברים, ייתכנו הבדלים משמעותיים בין אופי היוזמות בעת הדיונים בהן לבין אופיין בעת הוצאתן אל הפועל. חוסר הבהירות עלול לפגוע ביכולת המנפיק להסתגל לרגולציה, ובכך להוסיף נדבך נוסף של אי וודאות לגבי השלכות הסיכון על כושר החזר האשראי. בד בבד, עיתוי יישום הרגולציות ואופן האכיפה שלהן, מהווה גם הוא שיקול משמעותי בדירוג.

## מפגעים סביבתיים

מגמות סביבתיות רבות מצטברות או מתפתחות לאורך זמן, דבר המביא לרמת וודאות נמוכה באשר להשפעתן על דירוג המנפיקים. בד בבד, מפגעים סביבתיים בעלי השפעה מהותית, כדוגמת דליפות נפט משמעותיות, רעידות אדמה, שריפות או שיטפונות, נוטים להיות אקראיים והתממשותם קשה לחיזוי. עם זאת, בעת התממשות אירוע סיכון מעין זה, או בעת עליה משמעותית בהסתברות להתממשותו, עלולים דירוגי המנפיקים ובכלל זה דירוגי המבטחים להיות מושפעים באופן מהותי ולעיתים גם באופן מידי. בכלכלה עולמית, בעלת שרשרת אספקה מורכבת, השפעת האירוע יכולה אף להדהד הרבה מעבר לאזור בו הוא התרחש.

בשל הסבירות הנמוכה להתממשות אירועי סיכון חמורים ברמה של מנפיק מסוים, במקרים נדירים מאד הם מהווים גורם משמעותי בדירוג. עם זאת, ענף המאופיין בהתממשות אירועי סיכון שאינם חמורים, באופן תדיר, עשוי להתאפיין בכושר החזר אשראי נמוך יותר, אשר יתבטא בדירוגים נמוכים יותר בהשוואה לענפים שאינם מאופיינים בסיכון זה.

השפעתן של מגמות סביבתיות ארוכות טווח או סיכונים עתידיים עשויה להתמתן על ידי גורמים אחרים, כדוגמת יישום שינויים ברגולציות וגמישות פיננסית של המנפיקים, אשר ימתנו את ההשפעה של המגמה ויאפשרו אימוץ אסטרטגיות הסתגלות תוך שמירה על פרופיל האשראי.

## קטגוריות עיקריות של שיקולים סביבתיים הרלוונטיים בדירוג אשראי

השיקולים הסביבתיים שהינם המהותיים ביותר לדירוג אשראי מחולקים להערכתנו לחמש קטגוריות עיקריות: (1) סיכונים פליטות פחמן; (2) סיכונים אקלים; (3) סיכונים ניהול מים; (4) סיכונים זיהום ופסולת; (5) סיכונים משאבי טבע.

**(1) סיכונים פליטות פחמן:** סיכונים אלו נובעים מתמורות במדיניות, ברגולציה, בטכנולוגיה ובמגמות השוק הקשורות למעבר למוצרים בעלי רמת פליטה נמוכה יותר של גזי חממה בכלל ופחמן בפרט. שינויים במשטרים הרגולטוריים ביחס לגזי החממה, עלולים

להשפיע, לעיתים בצורה מהותית, על המודל העסקי ועל תוצאותיו של המנפיק. עבור חלק מן המנפיקים, רגולציות מעין אלו או שינויים בטעמי הצרכנים, עלולים להפחית ביקושים, להגדיל עלויות ציות, לחייב השקעה משמעותית ולהפחית את התשואה הצפויה על נכסים. כחלק מהערכת שיקול זה אנו עשויים לבחון את התמהיל העסקי של המנפיק, ואת המידה בה הוא מסתמך על מוצרים עתירי פחמן והצעדים שנקט המנפיק לצורך מיתון החשיפה והשפעותיהם על איכות האשראי שלו.

**(2) סיכוני אקלים:** אופי הפעילות של המנפיק ומיקומה הגיאוגרפי עלולים לחשוף את המנפיק, בהווה או בעתיד, למפגעי חום, מפגעי מים, או מזג אוויר קיצוני (הוריקן, שיטפונות, שריפות וכד'), כמו גם למגמות ארוכות טווח כדוגמת עליית מפלס הים. על כן, המיקום הגיאוגרפי של פעילות המנפיק עשוי להוות שיקול רלוונטי בדירוג. למנפיקים מסוימים, קיימת חשיפה גבוהה יותר לסיכונים אלו, היות ופעילותם נשענת באופן משמעותי על נכסים פיזיים שאין ביכולתם להעתיק את מיקומם ללא עלויות כבדות. רזרבות ייעודיות, מנגנוני השבת עלויות או ביטוחים ספציפיים עשויים להוות גורם ממתן עבור סיכונים אלו, כמו גם פעולות ואסטרטגיות שונות שנוקטים המנפיקים (כגון אימוץ טכנולוגיות רלוונטיות, פיזור גיאוגרפי וכו').

**(3) סיכוני ניהול מים:** קטגוריה זו מתמקדת באופן ניהול מקורות המים וכוללת, בין היתר, דוגמאות כגון: תלות ודפוסי צריכת המים, זמינות, נגישות, תמחור ואיכות המים, אשר עשויים להשפיע על רווחיות המנפיק. כך, רגולציות שונות הקשורות בנושאים אלו עלולות להגביל את פעילות המנפיק או להביא לקנסות, מיסים או עלויות נוספות אחרות. בד בבד, היצע מוגבל, תמחור גבוה או קשיים בנגישות למקור המים עלולים גם הם להשפיע לרעה על פעילות המנפיק. מנפיקים אשר פעילותם נסמכת על השימוש במים עשויים לאמץ פרקטיקות שימתנו סיכון זה כדוגמת שימוש במים ממוחזרים או שיפור יעילות השימוש במים.

**(4) סיכוני זיהום ופסולת:** זיהומים ופסולת עלולים לפגוע בבריאות האוכלוסייה המקומית כמו גם בבעלי חיים, צמחים ובקרקע עצמה, ולהביא לעלויות ניקוי ושיקום, עלויות ציות, קנסות, פגיעה בעובדים / בקהילה, עיכובים בייצור, סיכוני מוניטין וסיכונים משפטיים. כך, גידול בתשומת לב צרכנית בקשר עם תהליכי הייצור והפסולת (למשל אריזות פלסטיק), עלולה להפחית את הביקוש למוצרים מסוימים ובנוסף מנפיקים הנתפסים כמזהמים עלולים להתמודד עם מגבלות רגולטוריות. על כן, מנפיקים אשר פעילותם מייצרת זיהום ופסולת (מסוכנת ושאינה מסוכנת) לרוב יהיו חשופים יותר לסיכונים אלו. בד בבד, שיקולים אלו יוצרים הזדמנויות עבור מנפיקים שמציעים שירותים או מוצרים מזהמים, הכוללים מיחזור או שימוש רב פעמי ומזהמים פחות ביחס למתחריהם. כמו כן, מדיניות חברתית להפחתת זיהום ואימוץ טכנולוגיות לבקרה וטיפול בפסולת עשויים למתן גם הם את חשיפות המנפיק.

**(5) סיכון משאבי טבע:** רמת התלות של מנפיק במשאבי טבע לצורך אספקת מוצריו / שירותיו מעידה, לרוב, על חשיפתו לסיכון משאבי טבע. פגיעה במערכת האקולוגית עלולה להוביל לאובדן הכנסות, חרם צרכני, עלויות ציות וקנסות רגולטוריים. מנפיק בעל תלות גבוהה במשאבים יבשתיים, אוויריים או ימיים, או כזה הפועל באזורים מוגנים עלול להיות חשוף באופן משמעותי יותר לפגיעה בסביבה שנגרמה על ידו או על ידי צד שלישי. מוניטין של עמידה ברגולציה, בתקנות ובטכנולוגיות למזעור ההשפעות האקולוגיות עשויים להוות גורם ממתן לסיכון זה.

## עקרונות כלליים בהערכת שיקולים חברתיים בבחינת כושר החזר אשראי של מנפיקים

שיקולים חברתיים מהווים את מסגרת השיקולים הרחבה ביותר מתוך שלושת האספקטים של שיקולי ESG והשפעתם משתנה בין מנפיקים. אנו מגדירים שיקול חברתי כסיכון או הזדמנות לכושר החזר האשראי של מנפיק, הנגזרים כתוצאה מההתנהלות שלו מול בעלי עניין מרכזיים כגון: עובדים, לקוחות, ספקים בשרשרת האספקה, צדדים נגדיים או הקהילה. כחלק מן הנושאים העולים במסגרת השיקולים החברתיים ניתן למנות נושאים כגון: גיוון תעסוקתי, שוויון מגדרי, הכשרות עובדים, תרומות, הקפדה על בטיחות בהליכי עבודה ועוד.

בענפים מסוימים סיכונים חברתיים עשויים להשפיע באופן מהותי על כושר החזר האשראי. דוגמאות לכך הן תעשיות החשמל, המים והגז, הפועלות תחת רגולציה, בהן הרגולטור קובע את יכולת המנפיק להחזיר עלויות במועד ולהרוויח תשואה על ההון. בדירוגים אלו, לנושאים החברתיים עשויה להיות השפעה מהותית על החלטות הרגולטור, למשל בנושאי אמינות השירות ומחיר נגיש (קשרי לקוחות), נושאי בטיחות הקשורים באנרגיה גרעינית (בריאות ובטיחות), פינוי פסולת ואסונות טבע (ייצור אחראי) ועמידה בביקושים לאנרגיה נקייה (שינויים דמוגרפים וחברתיים). במידה ומנפיק מאבד את אמון הרגולטור, כושר החזר האשראי שלו עלול להיפגע.

השיקולים החברתיים בקרב המנפיקים נוטים להתחלק לשתי קטגוריות עיקריות: (1) שיקולים ספציפיים למנפיק, כגון בעיות בטיחות המוצר שעשויות לפגוע במוניטין המנפיק; ו-(2) ההשפעות השליליות של גורמים חיצוניים על המנפיק, כדוגמת רגולציה המובילה לעליה בעלויות הפיקוח או לכללי עבודה נוקשים יותר. ההשפעות על כושר החזר האשראי של שיקולים אלו, יבואו לידי ביטוי בד"כ בסיכוי מוניטין, בסיכוי תפעול, בסיכונים משפטיים ובסיכונים רגולטוריים.

### קטגוריות עיקריות של שיקולים חברתיים הרלוונטיים בדירוג אשראי

אנו מבחינים בחמש קטגוריות של שיקולים חברתיים שהינן המהותיות ביותר לדירוג אשראי: (1) קשרי לקוחות; (2) הון אנושי; (3) בטיחות וגיהות; (4) ייצור אחראי; (5) מגמות דמוגרפיות וחברתיות. חמש קטגוריות אלו מסייעות במסגור הסוגיות החברתיות המהותיות ביותר, אשר מקורן באינטראקציה שבין המנפיק לבעלי העניין<sup>3</sup>.

**(1) קשרי לקוחות:** שיקולים ביחס לקשרי לקוחות כוללים את הסיכונים וההזדמנויות סביב האופן בו מנפיק מתקשר עם לקוחותיו. נושאים של אבטחת מידע ופרטיות הינם גורמים מהותיים בקטגוריה זו, בעיקר עבור מנפיק עם גישה לכמויות גדולות של נתונים אישיים, כגון חברות טכנולוגיה, חברות קמעונאות ובנקים מסחריים. להערכת מידורג, חשיבות ניהול אבטחת המידע תלך ותגדל ככל שהמנפיקים ירחיבו את ערוצי השירות הדיגיטליים וככל שהרגולציה בנושא תתהדק. נושאים נוספים הכלולים בקשרי לקוחות כוללים גילויים שונים ושקיפות וכן שיווק והפצה אחראיים. אי עמידה בדרישות רגולטוריות שונות או חשיפה משפטית הקשורה לתמחור עלולה לגרום לסיכון מוניטין ולהחליש את היקף המכירות. תעשיות מסוימות מתמודדות עם דרישות רגולטוריות מחמירות יותר, עקב השלכות פוטנציאליות הנוגעות לבריאות ובטיחות הצרכנים. גיוון גיאוגרפי או תפעולי, מערכות מידע איכותיות, שמירה על פרטיות המידע וציות לרגולציה הרלוונטית, עשויים להפחית סיכון זה.

**(2) הון אנושי:** סיכונים והזדמנויות הנובעים מהאופן בו מנפיק מנהל את עובדיו ואת ספקיו, מייצגים את אחת מהסוגיות החברתיות הנפוצות ביותר. בקטגוריה זו נכללים גורמים כגון יחסי עבודה, משאבי אנוש, וגיוון חברתי. תאגידים בעלי כוח עבודה גדול, עתירי עבודה, או כאלה שפועלים בהם איגודי עובדים גדולים, חשופים במיוחד לנושאי יחסי עבודה כדוגמת מיקוח מחירים קבוצתי, סכסוכי שכר, שביתות וכדומה.

**(3) בטיחות וגיהות:** תחת קטגוריה זו נכללים ניהול הבטיחות והבריאות של העובדים והספקים, הפחתת תאונות, וסילוק פסולת אחראי. ניהול סביבת העבודה הינו חשוב מכיוון שתאונות עלולות ליצור פרסום שלילי ולשבש את הייצור. כמו כן, לחץ רגולטורי עלול לגרום לעלויות גבוהות יותר או להשבתה ממושכת, וסביבת עבודה שאינה בטוחה עלולה להוביל לעלייה בעלויות העבודה, למחסור בעובדים ולהשקעה הכרחית בהכשרה ובשטח העבודה הפיזי ליצירת תנאים בטוחים יותר. תעשיות הכוללות שימוש בצידוד כבד וחומרים מסוכנים חשופים יותר לסיכון זה. גורמים מתנתים לסיכון זה כוללים עמידה ברגולציות רלוונטיות, שימוש בצידוד טכנולוגי מתקדם ומערכות ניטור.

**(4) ייצור אחראי:** ייצור אחראי הינו קטגוריה רחבה המשלבת את הסיכונים וההזדמנויות סביב האופן בו מנפיק מנהל את שרשרת האספקה שלו ואת תהליך הייצור. תחת נושא זה נכללים ההשפעות הפוטנציאליות של מוצרים פגומים, Recalls, זיהומים וניהול

<sup>3</sup> נציין, כי בדירוגי תאגידים ציבוריים (כגון עיריות) ייבחנו, בין היתר, גם פרמטרים שונים המתייחסים לדמוגרפיה ואוכלוסייה.



הפסולת, וסיכונים נוספים, כגון הפרת זכויות אדם ואליומות, הנובעים לעיתים משותפים אחרים בשרשרת הייצור. סוגיות הקשורות באיכות המוצר עלולות להשפיע באופן שלילי על איכות האשראי במגוון רחב של ענפי ייצור ותעשיות מוכוונות צרכן. בד בבד, סוגיות הקשורות באיכות המוצר ובשרשרת הייצור עשויות להשפיע גם על הקהילה בה פועל המנפיק, למשל, כתוצאה ממפגעי בטיחות ותאונות שהביאו לנזקים.

**(5) מגמות דמוגרפיות וחברתיות:** קטגוריה זו משקפת את ההשפעה של מגמות חברתיות אקסוגניות, אשר עשויות להיות מגוונות, איטיות, וקשות לחיזוי. נושאים עיקריים בקטגוריה זו כוללים: שינויים דמוגרפיים, כגון הזדקנות אוכלוסיות ושינוי ערכים בין-דורי; נושאי תמחור הוגן ונגישות למוצרים ושירותים חיוניים; אג'נדות חברתיות, כגון מניעת השמנת יתר והתמכרויות וכן אקטיביזם צרכני.

### עקרונות כלליים בהערכת שיקולי ממשל תאגידי בבחינת כושר החזר אשראי של מנפיקים

שיקולי ממשל תאגידי מהווים שיקולים מהותיים, אשר עשויים להשפיע על כושר החזר האשראי של מנפיקים, כאשר לעיתים הם אף עשויים להוות מניע עיקרי לשינוי דירוג. בניגוד לסיכונים סביבתיים או חברתיים, אשר עשויים להיות מונעים מגורמים חיצוניים, כגון: רגולציה או שינויים דמוגרפיים, סיכוני ממשל תאגידי מונעים בעיקר על ידי המנפיק עצמו ועל כן, סיכונים אלו נוטים להיות ספציפיים למנפיק, בהשוואה לסיכונים סביבתיים וחברתיים, הנוטים להיות ענפיים יותר באופיים.

ממשל תאגידי מתייחס למסגרת העבודה ולנהלים המסייעים לכוון ולנהל את הפעילות העסקית והפיננסית של המנפיק. ממשל תאגידי מושפע מבעלי עניין ושותפים שונים, שייתכן ויווצר ביניהם ניגוד עניינים, ובכלל זה הדירקטוריון, ההנהלה, הרגולטורים, נושים ובעלי מניות.

למרות שהיקף סוגיות הממשל התאגידי הינו רחב, ההתמקדות שלנו היא בסיכונים או בהטבות המשמעותיים לדירוג, כלומר אותם היבטים של הממשל התאגידי שמשפרים את פרופיל האשראי (לדוגמה, ממשל תאגידי טוב יתמוך בחוסן הפיננסי של המנפיק) או מחלישים אותו (למשל, ממשל תאגידי לקוי עלול להשפיע גם על סיכונים אחרים).

כשלים בממשל תאגידי עלולים להוביל לסיכוני מוניטין וסיכונים פיננסיים חמורים, לרבות עלויות מימון חוב גבוהות, או במקרים קיצוניים אובדן אמון בקרב נושים וצרכנים ואובדן גישה לשוק ההון. מכיוון שכך, התאוששות מכשלי ממשל תאגידי עלולה להתארך על פני זמן רב.

### קטגוריות עיקריות של שיקולי ממשל תאגידי הרלוונטיות לדירוג אשראי

במסגרת הדירוג נלקחים בחשבון, בין היתר, שיקולי הממשל התאגידי הבאים: (1) אסטרטגיה פיננסית וניהול סיכונים; (2) איכות הניהול וה-Track Record של ההנהלה; (3) מבנה ארגוני; (4) ציות ודיווח; (5) מבנה הדירקטוריון, מדיניות ונהלים. כל אחת מקטגוריות הסיכון הללו, עשויה לבוא לידי ביטוי בהתאם לאופי המנפיק. לדוגמה, לסיכוני הממשל של מוסדות פיננסיים או עסקאות מימון מובנה ישנם היבטים ייחודיים מסוימים, השונים מאלו של חברות לא פיננסיות. נציין, כי בעסקאות מימון מובנה, מבני העסקאות ממתנים לרוב את הסיכונים הקשורים בממשל תאגידי. השפעת קטגוריות אלו על דירוג המנפיק עשויה לבוא לידי ביטוי בפרמטרים הכמותיים והאיכותיים במטריצות ובמודלים ו/או במסגרת השיקולים הנוספים.

**(1) אסטרטגיה פיננסית וניהול סיכונים:** אסטרטגיה פיננסית וניהול סיכונים משקפים את תיאבון הסיכון של ההנהלה והדירקטוריון, אשר עשוי להשפיע באופן ישיר על רמות החוב של המנפיק, על ההתניות הפיננסיות, תזרימי המזומנים ומבנה ההון. כחלק מקטגוריה זו נבחנים, בדרך כלל, מדיניות פיננסית (ובכלל זה מדיניות נזילות, מינוף ודיבידנד) וניהול הסיכונים העיקריים הרלוונטיים למנפיק. אסטרטגיית הרכישות והמיזוגים (M&A) של המנפיקים הינה מרכיב חשוב נוסף באסטרטגיה הפיננסית,

והיא נבחנת לאור מטרת העסקה (לדוגמא: שימור יכולות הליבה של העסק או מעבר לסוג עסקים חדש) והשלכות המימון. כמו כן, נבחנת הדרך בה ההנהלה מנהלת את יתרות המזומן לאורך המחזור הכלכלי ותגובתה לשינויים בשווקים הפיננסיים.

**(2) איכות הניהול ו-Track Record ההנהלה:** הניסיון המצטבר של החברה ביישום התכניות העסקיות שלה, משולב בתוך הערכתנו לגבי איכות ההנהלה. בקטגוריה זו אנו בוחנים עמידה ביעדי רווחיות, היסטוריה של מערכת היחסים עם הרגולטורים, סיכונים איש מפתח ורציפות ניהולית, איכות ההנהלה וניסיונה, ועוד. היסטוריה של עמידה ביעדים ותחזיות מספקת אמינות גבוהה יותר לתחזיות החברה, אותן אנו בוחנים כחלק מתהליך ניתוח האשראי. באופן דומה, Track Record חיובי בתחומים כגון ביצוע תפעולי, ניהול סיכונים, ושמירה על יעדי מינוף, מהווים גם הם עקרונות חשובים במסגרת השיקולים. מנגד, סטייה משמעותית מאסטרטגיית החברה, טלטלה משמעותית בהנהלה הבכירה או בדירקטוריון או ניסיון מועט, עלולים להעלות את סיכון המנפיק. תלות במנהל יחיד או במספר בודד של מנהלים (סיכון איש מפתח) עשויה אף היא להוות סיכון על איכות ההנהלה, שכן היעדרות של אדם אחד עלולה להשפיע לרעה על פעילות המנפיק. בעוד שסיכון זה נדון לעיתים קרובות בהקשרים של מנכ"לים, הוא בהחלט עשוי להתקיים גם ביחס לתפקידים נוספים.

**(3) מבנה ארגוני:** עסקאות צדדים קשורים ומבנים ארגוניים ו/או מבני הון מורכבים עלולים להגדיל את החשיפה לסיכונים ממשל תאגידי. עסקאות צדדים קשורים עשויות להגדיל סיכון לנושים ולבעלי מניות בשל השפעה הפוטנציאלית על יעילות ההחלטות של הקצאות הנכסים, עליה בסיכון להונאה, שימוש בספקים לא יעילים או לא הולמים או עיוות של גילויים פיננסיים.

**(4) ציות ודיווח:** שיקולים הנוגעים לציות ודיווח כוללים, בין היתר, הערות רואי חשבון בדוחות הכספיים, גילוי ושקיפות, עקביות הדוחות הכספיים, הפרות רגולטוריות, חקירות אזרחיות ופליליות, הטלת קנסות מהותיים, שוחד ושחיתות. ככל שנושאים אלו הובאו לידיעת מידרוג, הם יהוו חלק מן הניתוח<sup>4</sup>. כך לדוגמא, שינויים תכופים או לא מוסברים בזהות מבקר הפנים או קצין הציות או עיכובים בהגשת מסמכים או מידע רגולטורי אחר, עלולים להצביע על חולשה בפרמטר זה.

**(5) מבנה הדירקטוריון, מדיניות ונהלים:** פיקוח ויעילות הדירקטוריון הינם פרמטרים מהותיים להערכת הסיכונים, היות והדירקטורים ממלאים תפקיד קריטי בקביעת התיאבון לסיכון ובפיקוח על ניהול הסיכונים. עצמאות הדירקטוריון ובכלל זה נושאים כגון מבנה האחזקות והתנהלות בעלי השליטה בחברה מהווים פרמטרים חשובים בקטגוריה זו. נושאים הקשורים בתגמולים ותמריצים של נושאי משרה בכירים, אשר נקבעים לרוב על ידי הדירקטוריון, מהווים גם הם רכיב חשוב בממשל התאגידי, היות והם עלולים לפגוע באינטרסים של בעלי החוב, במידה ומבנה התגמול לא מבוסס על ביצועים תפעוליים ארוכי טווח וברי-קיימא. בד בבד, אנו נבחן את השפעת החלטות הדירקטוריון על האיזון הקיים בחברה בין בעלי המניות לבעלי החוב ולבעלי עניין אחרים.

## הנחות יסוד במתודולוגית המידרוג

הנחות היסוד במתודולוגיות המידרוג כוללות את הערכתנו כי: (1) סיכון המדינה הינו במתאם גבוה יחסית ביחס למנפיקים אשר עיקר פעילותם במדינה זו; (2) סדר הקדימויות בין חובות שונים וקיומן של בטוחות יכול שישפיע במקרים מסוימים על שיעור השיקום הממוצע באופן משמעותי ויכול להצדיק פער דירוגי בין חובות שונים של אותו המנפיק; (3) ההנחה שנגישות לנזילות הינה גורם משמעותי בכושר החזר האשראי.

ההערכות המשמשות בדירוג מבוססות על הנחות, אשר עלולות להסתבר בדיעבד כשגויות. הסיבות לכך כוללות שינויים בלתי צפויים בכל אחד מהגורמים הבאים: הסביבה המאקרו-כלכלית, תנאי השוק המימון, התרחשות אירועי קיצון, שינויים בסביבת התחרות, חידושים טכנולוגיים, שינויים רגולטוריים שונים או הליכים משפטיים.

<sup>4</sup> נציין כי ככלל, מידרוג נסמכת על דיווחי החברה בדוחות הכספיים ופרסומיה לציבור ועשויה לבחון נושאים ספציפיים כאשר מתעוררים הקשרים רלוונטיים. כמו כן, מידרוג עשויה לבחון חשיפות ספציפיות של ציות ודיווח כאשר הן מהוות סיכון אינהרנטי בפעילות החברה.

## מגבלות

### מגבלות כלליות של המתודולוגיה

דוח מתודולוגי זה לא מכיל את פירוט כל הגורמים האפשריים אשר אנו עשויים לשקול בקביעת דירוגים למנפיקים שונים. חברות עלולות לעמוד בפני סיכונים חדשים או שילוב חדש של סיכונים, ועשויות לפתח אסטרטגיות חדשות על מנת למתן סיכון. מטרתנו הינה לגלם בדירוגים את כלל שיקולי כושר החזר האשראי המהותיים, וזאת מנקודת מבט צופה פני עתיד, ככל שניתן לאמוד את הסיכונים והגורמים הממתנים.

דירוגים משקפים את הערכתנו לביצועים העתידיים של המנפיק. יחד עם זאת ככל שעתיד זה הינו בטווח ארוך יותר, אי הוודאות גדלה והיכולת להערכות מדויקות הן במטריצת הדירוג והן בשיקולים הנוספים, יורדת בדרך כלל ובכל מקרה, ניתוח צופה פני עתיד הינו כפוף לאי וודאות משמעותית.

## דוחות קשורים

דירוגי מידרוג נקבעים בהתבסס על מתודולוגיות הרלוונטיות לענף הפעילות. יחד עם זאת, שיקולים מתודולוגיים רוחביים (המתוארים במתודולוגיה או מתודולוגיות דירוג רוחביות) עשויים להיות רלוונטיים לקביעת הדירוג של ישות או מכשיר פיננסי. רשימת המתודולוגיות העדכנית מופיעה [כאן](#).

לנתונים היסטוריים ביחס למשמעות ודיוק הדירוג ראו [דוחות ביצועי הדירוג](#).

למידע נוסף ראו [סולמות והגדרות הדירוג של מידרוג](#).

הדוחות מפורסמים באתר מידרוג [www.midroog.co.il](http://www.midroog.co.il)

תאריך הדוח: 14.02.2022

© כל הזכויות שמורות לחב' מידרוג בע"מ (להלן: "מידרוג").

מסמך זה לרבות פסקה זו כולל זכויות יוצרים של מידרוג והינו מוגן על ידי זכויות יוצרים ודיני הקניין הרוחני. אין להעתיק מסמך זה או בכל דרך אחרת לסרוק, לשכתב, להפיץ, להעביר, לשכפל, להציג, לתרגם או לשמור אותו לשימוש נוסף למטרה כלשהי, באופן שלם או חלקי, בכל צורה, אופן או בכל אמצעי, ללא הסכמה של מידרוג מראש ובכתב.

#### **אזהרה הנוגעת למגבלות הדירוג וליסכונים הסתמכות על דירוג וכן אזהרות והסתייגויות בנוגע לפעילות של מידרוג בע"מ ולמידע המופיע באתר האינטרנט שלה**

דירוגים ו/או פרסומים שהונפקו על ידי מידרוג הנם או שהם כוללים חוות דעת סובייקטיביות של מידרוג ביחס לסיכון האשראי היחסי העתידי של ישויות, התחייבויות אשראי, חובות ו/או מכשירים פיננסיים דמויי חוב, נכון למועד פרסומם וכל עוד מידרוג לא שינתה את הדירוג או הפסיקה אותו. פרסומי מידרוג יכולים לכלול גם הערכות המבוססות על מודלים כמותיים של סיכונים אשראי וכן חוות דעת נלוות. דירוגי מידרוג ופרסומיה אינם מהווים הצהרה בדבר נכונותן של עובדות במועד הפרסום או בכלל. מידרוג עושה שימוש בסולמות דירוג לשם מתן חוות דעתה בהתאם להגדרות המפורטות בסולם עצמו. הבחירה בסימול כמשקף את דעתה של מידרוג ביחס לסיכון אשראי משקפת אך ורק הערכה יחסית של סיכון זה. הדירוגים שמנפיקה מידרוג הינם לפי סולם מקומי וככאלה הם מהווים חוות דעת ביחס לסיכונים אשראי של מנפיקים וכן של התחייבות פיננסיות בישראל. דירוגים לפי סולם מקומי אינם מיועדים להשוואה בין מדינות אלא מתייחסים לסיכון אשראי יחסי במדינה מסוימת.

מידרוג מגדירה סיכון אשראי כסיכון לפיו ישות עלולה שלא לעמוד בהתחייבויותיה הפיננסיות החוזיות במועד וכן ההפסד הכספי המשוער במקרה של כשל פירעון. דירוגי מידרוג אינם מתייחסים לכל סיכון אחר, כגון סיכון המתייחס לנזילות, לערך השוק, לשינויים בשערי ריבית, לתנודתיות מחירים או לכל גורם אחר המשפיע על שוק ההון.

הדירוגים המונפקים על ידי מידרוג ו/או פרסומיה אינם מהווים המלצה לרכישה, החזקה ו/או מכירה של אגרות חוב ו/או מכשירים פיננסיים אחרים ו/או כל השקעה אחרת ו/או להימנעות מכל אחת מפעולות אלו.

הדירוגים המונפקים על ידי מידרוג ו/או פרסומיה אף אינם מהווים ייעוץ השקעות או ייעוץ פיננסי, וכן אין בהם משום התייחסות להתאמה של השקעה מסוימת למשקיע מסוים. מידרוג מנפיקה דירוגים תחת ההנחה שכל העושה שימוש במידע המפורט בהם ובדירוגים, ינקוט זהירות ראויה ויבצע את ההערכות שלו (בעצמו ו/או באמצעות אנשי מקצוע המוסמכים לכך) בדבר הכדאיות של כל השקעה בכל נכס פיננסי שהוא שוקל לרכוש, להחזיק או למכור. כל משקיע צריך להסתייע בייעוץ מקצועי בקשר עם השקעותיו, עם הדין החל על ענייניו ו/או עם כל עניין מקצועי אחר.

**מידרוג איננה מעניקה שום אחריות, מפורשת או משתמעת, ביחס לדיוק, להיותו מתאים למועד מסוים, לשלמותו, לסחירותו או להתאמה לכל מטרה שהיא של כל דירוג או חוות דעת אחרת או מידע שנמסר או נוצר על ידי מידרוג בכל דרך ואופן שהוא.**

דירוגי מידרוג ופרסומיה אינם מיועדים לשימוש של משקיעים פרטיים ויהיה זה בלתי אחראי ובלתי הולם למשקיע פרטי לעשות שימוש בדירוגים של מידרוג או בפרסומיה בקבלתה של החלטת השקעה על ידו. בכל מקרה של ספק, מן הראוי שיתיעץ עם יועץ פיננסי או מקצועי אחר.

כל המידע הכלול בדירוגים של מידרוג ו/או בפרסומיה ואשר עליו היא הסתמכה (להלן: "המידע"), נמסר למידרוג על ידי מקורות מידע (לרבות הישות המדורגת) הנחשבים בעיניה לאמינים. מידרוג איננה אחראית לנכונותו של המידע והוא מובא כפי שהוא נמסר על ידי אותם מקורות מידע. מידרוג נוקטת באמצעים סבירים, למיטב הבנתה, כדי שהמידע יהיה באיכות ובהיקף מספקים וממקורות הנחשבים בעיניה לאמינים לרבות מידע שהתקבל מצדדים שלישיים בלתי תלויים, אם וככל שהדבר מתאים. יחד עם זאת, מידרוג איננה גוף המבצע ביקורת ולכן היא איננה יכולה לאמת או לתקף את המידע. האמור בפרסומיה של מידרוג, למעט כאלה שהוגדרו על ידה במפורש כמתודולוגיות, אינם מהווים חלק ממתודולוגיה על פיה עובדת מידרוג. מידרוג רשאית לסטות מן האמור בכל פרסום כזה, בכל עת.

בכפוף לאמור בכל דין, מידרוג, הדירקטורים שלה, נושאי המשרה שלה, עובדיה ו/או כל מי מטעמה שיהיה מעורב בדירוג, לא יהיו אחראים מכוח הדין כלפי כל אדם ו/או ישות, בגין כל נזק ו/או אובדן ו/או הפסד, כספי או אחר, ישיר, עקיף, מיוחד, תוצאתי או קשור, אשר נגרם באופן כלשהו או בקשר למידע או לדירוג או להליך הדירוג, לרבות בשל אי מתן דירוג, גם אם נמסרה להם או למי מטעמם הודעה מראש בדבר האפשרות להתרחשותו של נזק או אובדן או הפסד כאמור לעיל, לרבות, אך לא רק, בגין: (א) כל אובדן רווחים, בהווה או בעתיד, לרבות אובדן הזדמנויות השקעה אחרות; (ב) כל הפסד ו/או אובדן ו/או נזק שנגרם כתוצאה מהחזקה ו/או רכישה ו/או מכירה של מכשיר פיננסי, בין אם הוא היה נשוא דירוג שהונפק על ידי מידרוג ובין אם לאו; (ג) כל הפסד ו/או אובדן ו/או נזק, אשר נגרם בקשר לנכס פיננסי מסוים, בין השאר אך לא רק, כתוצאה או בקשר עם רשלנות (להוציא מרמה, פעולה בזדון או כל פעולה אחרת שהדין אינו מתיר לפטור מאחריות בגינה), מצדם של דירקטורים, נושאי משרה, עובדים ו/או כל מי שפועל מטעמה של מידרוג, בין במעשה ובין במחדל.

מידרוג מקיימת מדיניות ונהלים ביחס לעצמאות הדירוג ותהליכי הדירוג.

דירוג שהונפק על ידי מידרוג עשוי להשתנות כתוצאה משינויים במידע שעליו התבסס הדירוג ו/או כתוצאה מקבלת מידע חדש ו/או מכל סיבה אחרת. עדכונים ו/או שינויים בדירוגים מופיעים באתר האינטרנט של מידרוג שכתובתו: <http://www.midroog.co.il>.