

הערכת איכות ניהול ההשקעות של מנהלי נכסים

דוח מתודולוגיית הערכה | ינואר 2024

אנשי קשר:

יוסי יונה, אנליסט

yosi.y@midroog.co.il

מוטי ציטרין, סמנכ"ל

ראש תחום מוסדות פיננסים, מימון מובנה ושירותים נוספים

moty.c@midroog.co.il

הקדמה

מטרת דוח זה הינה להסביר את גישת מידרוג להערכת איכות ניהול ההשקעות של מנהלי נכסים (להלן: **Manager Quality - "MQ"**) בקרב ישויות שעיסוקן המרכזי כולל ניהול השקעות ונכסים, והנבת תשואה עבור אחרים. הדוח נועד לשקף את המאפיינים האיכותיים והכמותיים העיקריים, המשפיעים על הערכת ה-MQ של ישויות המנהלות נכסים, כמפורט מטה, ויכול לשמש ככלי עזר לחברות, משקיעים ובעלי עניין אחרים בשוק ההון, בהבנה כיצד גורמים כמותיים ואיכותיים עשויים להשפיע על הערכת איכות ניהול ההשקעות של מנהלי נכסים, אולם, נדגיש כי **הערכת ה-MQ אינה דירוג אשראי**.

בדוח מתודולוגי זה אנו מציגים מטריצת הערכה המפרטת פרמטרים עיקריים להערכת איכות ניהול ההשקעות של מנהלי נכסים (להלן: **"מטריצת הערכה"**). מטריצת הערכה הינה כלי פשוט יחסית, שיכול לשמש במקרים רבים על מנת לאמוד בקירוב את איכות ניהול ההשקעות של מנהל הנכסים ולסכם את הפרמטרים העיקריים, אשר לתפיסתנו בעלי החשיבות הגדולה ביותר להערכה זו. הערכת הפרמטרים במטריצת הערכה יכולה להתבצע על בסיס נתונים היסטוריים, נתוני תחזית, או באמצעות שילוב שלהם.

לאור קיומם של מאפיינים ייחודיים בקרב ישויות המנהלות נכסים, מידרוג עשויה להביא בחשבון שיקולים נוספים אשר יכולים להיות רלוונטיים בהערכת ה-MQ, וזאת בנוסף לרשימת הפרמטרים המפורטים במטריצת הערכה. כמו כן, מכיוון שהערכות ה-MQ הינן צופות פני עתיד, מידרוג מביאה בחשבון, בין היתר, הערכה של מגמות בדבר הסיכויים, הסיכונים והגורמים הממתנים, באופן איכותי. כתוצאה מהאמור, יתכן כי הערכת ה-MQ בפועל, לא תהא בהכרח זו הנגזרת ממטריצת הערכה.

הערכת ה-MQ מבוססת על זיהוי ואמידה של פרמטרים הניתנים להערכה אובייקטיבית, וכוללת השוואה למנהלי נכסים בעלי פרופיל פעילות דומה, וכן את אופן ניהול ההשקעות והנכסים. השקעות כאמור, יכולות תבצענה בצורת נכסים פיננסיים או ריאליים, לרבות מוצרים מובנים, מכשירי חוב, נכסי נדל"ן מניב, השקעה במניות מקומיות ובחו"ל, וכן במכשירים פיננסיים נוספים. הערכת ה-MQ נועדה לספק הערכה בלתי תלויה לרמת המומחיות, הניסיון והיכולת בביצוע השקעות, המאפיינות מנהלי נכסים. בד בבד, הערכת ה-MQ עשויה לספק אינדיקציה נוספת למשקיעים ולשמש להם כעזר בקבלת החלטות.

הערכת ה-MQ נועדה לבחון את איכות ניהול ההשקעות של מנהלי נכסים בקרב ישויות שעיסוקן המרכזי כולל ניהול השקעות ונכסים, והנבת תשואה עבור אחרים. במסגרת הערכת ה-MQ נביא בחשבון, בין היתר, את המאפיינים הבאים: אסטרטגיית השקעה, תשואות פוטנציאליות, הסיכונים הכרוכים בהשקעה - כגון סיכונים אשראי, סיכונים שוק וסיכונים נזילות. הערכת ה-MQ בוחנת את האופן שבו מנהל הנכסים יוצר, מנהל ועוקב אחר מכשירי ההשקעה/החוב אותם הוא מציע ללקוחותיו, ומשלבת אמידה, ניתוח ומעקב אחר ביצועי מנהל הנכסים, לצד פרמטרים ניהוליים נוספים, כגון אופן קבלת החלטות, ניסיון, פרופיל תיק הנכסים, פרופיל פיננסי של מנהל הנכסים ועוד. הערכת ה-MQ מבוססת על מידע המסופק ע"י ישויות המנהלות נכסים, כולל גילויים מדוחותיהן הכספיים וכן נתונים ציבוריים. נבצע ניתוח השוואתי, במידת האפשר, לביצועיהם של מנהלי נכסים ונשתמש במסגרת הניתוח בקבוצות ייחוס, לחיזוק בסיס הערכתיותנו.

בשונה מדירוגי האשראי של מידרוג, הערכת ה-MQ אינה מתייחסת ליכולת מנהל הנכסים להשיב את כספו של המשקיע, או לעמוד בהתחייבויות חוזיות כלפיו, בין אם ישירות על ידי מנהל הנכסים ובין אם באמצעות אחת מההשקעות שבוצעו. הערכת ה-MQ גם אינה בוחנת או מעריכה את התשואות או ההפסדים הצפויים, השווי הנכסי והתנודתיות בנכסים.

הערכת ה-MQ בוחנת ומעניקה חוות דעת בדבר איכות המאפיינים הניהוליים של מנהל הנכסים, בהתאם להגדרות כדלקמן:

MQ1.il	איכות ניהול ההשקעות של מנהל הנכסים מוערכת כגבוהה מאוד וזאת בהתבסס על שקלול מאפייני הניהול, בהשוואה לגופים מקומיים אחרים
MQ2.il	איכות ניהול ההשקעות של מנהל הנכסים מוערכת כגבוהה וזאת בהתבסס על שקלול מאפייני הניהול, בהשוואה לגופים מקומיים אחרים
MQ3.il	איכות ניהול ההשקעות של מנהל הנכסים מוערכת כבינונית בהתבסס על שקלול מאפייני הניהול, בהשוואה לגופים מקומיים אחרים
MQ4.il	איכות ניהול ההשקעות של מנהל הנכסים מוערכת כמספקת וזאת בהתבסס על שקלול מאפייני הניהול, בהשוואה לגופים מקומיים אחרים
MQ5.il	איכות ניהול ההשקעות של מנהל הנכסים מוערכת כחלשה וזאת בהתבסס על שקלול מאפייני הניהול, בהשוואה לגופים מקומיים אחרים

בדוח מתודולוגי זה נציג את הנושאים הבאים: (1) תחולת המתודולוגיה; (2) פרמטרים עיקריים במתודולוגיה; (3) פירוט הפרמטרים העיקריים במתודולוגיה; (4) שיקולים נוספים; (5) הנחות יסוד במתודולוגיית ה-MQ; (6) מגבלות; (7) דוחות קשורים; (8) נספחים.

מידרוג בוחנת ומעדכנת את מתודולוגיות ההערכה בהתאם לצורך.

תחולת המתודולוגיה

מתודולוגיה זו חלה על ישויות אשר עיקר עיסוקן הינו ניהול השקעות ונכסים, והנבת תשואה עבור אחרים. הגופים המנהלים יכולים להיות מגוונים, ועשויים לכלול קרנות השקעה/חוב לסוגיהן - לרבות קרנות חוב (פרטיות או ציבוריות), קרנות תשתית, קרנות השקעה פרטיות (Private Equity) או ציבוריות, קרנות גידור, קרנות ריט, קרנות נאמנות, קרנות השקעה קולקטיביות, קרנות סל ועוד. ההשקעות או הנכסים המנוהלים יכול ויכללו נכסים פיננסיים או ריאליים, לרבות מוצרים מובנים, מכשירי חוב, נכסי נדל"ן, השקעה ממניית מקומיות ובחול"ל, וכן מכשירים פיננסיים נוספים.

פרמטרים עיקריים במתודולוגיה

במסגרת הערכת ה-MQ מידרוג בוחנת את איכות התשתית הניהולית, התפעולית והפיננסית של מנהל הנכסים (Asset Manager), לרבות ניהול ההשקעות ואיכות ביצועי מערך ההשקעות, מקצועיות, ניסיון, ניהול סיכונים, ציות ותמחור. זאת לצד בחינת פרופיל תיק הנכסים תחת ניהול מנהל הנכסים (Asset Under Management - AUM) מדדי ריכוזיות, תשואה ופרופיל פיננסי של מנהל הנכסים. הפרמטרים העיקריים במטריצת ההערכה כוללים 3 קטגוריות עיקריות, בהן 9 פרמטרים, כאשר חלקם מכילים תתי-פרמטרים, כמפורט בטבלה הבאה:

משקל תת-פרמטר	תת-פרמטר	משקל פרמטר	פרמטר	משקל קטגוריה	קטגוריה
			- תהליך קבלת החלטות השקעה		
			- מחקר ואנליזה		
			- ניהול סיכונים, ציות ותמחור	60%	ניהול השקעות
			- מקצועיות, ניסיון, סיכון אנשי מפתח ותחלופת עובדים		
		10%	פרופיל הנכסים המנוהלים		
5%	ריכוזיות סקטוריאלית - HHI ¹	10%	ריכוזיות הנכסים המנוהלים	30%	פרופיל תיק הנכסים
5%	ריכוזיות השקעה בנכס בודד				
		10%	תשואה על הנכסים המנוהלים		
		5%	נכסים מנוהלים (AUM)	10%	פרופיל פיננסי של מנהל הנכסים
		5%	הכנסות מנהל הנכסים		
		100%		100%	סה"כ

* לפירוט בדבר אופן השימוש במטריצת ההערכה ראו נספח לדוח מתודולוגי זה.
 ** מטריצת ההערכה אינה כוללת בהכרח את כל שיקולי ההערכה. לפירוט נוסף, ראו להלן את הסעיפים: "שיקולים נוספים" ו-"מגבלות".

פירוט הפרמטרים העיקריים במתודולוגיה

בחלק זה אנו מפרטים את האופן בו נקבע הניקוד של כל אחד מהפרמטרים ואת חשיבותם להערכת ה-MQ.

ניהול השקעות

פעילות ניהול ההשקעות מקבלת את המשקל הגבוה במטריצת ההערכה וכוללת, בין היתר, את יכולת מנהל הנכסים לקבל החלטות השקעה, להוציאן לפועל, לתפעל ולנהל מגוון פעילויות עבור המשקיעים, ולאחר מכן לבצע בקרה אחר ההשקעות, באופן עקבי וסדור. שיקולים אלו בדרך כלל קשורים באופן הדוק ליכולת מנהל הנכסים לספק תוצאות השקעה עקביות בכפוף לאסטרטגיית הניהול, וכן להציג צמיחה בהיקף הנכסים המנוהלים. ככלל, אין אנו מצפים כי מנהל הנכסים יתאים במדויק לכל המאפיינים של קבוצת הערכה ספציפית, כמפורט במטריצת ההערכה. בדרך כלל, נקבע את הניקוד בתוך קבוצת ההערכה בה מנהל הנכסים עונה על מרבית המאפיינים. עם זאת, יתכנו מקרים בהם מאפיינים מסוימים יהיו חשובים ביחס למנהל נכסים ספציפי, באופן שיש להם השפעה גדולה יחסית על ניקוד הפרמטר.

תהליך קבלת החלטות השקעה

תהליך קבלת החלטות השקעה כולל את השלבים השונים ביצירת תיק השקעות ובהם, בין היתר, תהליכי הקצאת הנכסים, בחינת התשואה הצפויה, החשיפה לסיכון, ביצוע פעולות השקעה והערכת הביצועים. אנו נעריך את תהליך קבלת החלטות השקעה של מנהל נכסים על ידי ניתוח אסטרטגיית השקעה, תהליכים ושיטות עבודה לקבלת החלטות תחת תנאי שוק משתנים. שיטות העבודה בתהליך קבלת החלטות כוללות מדיניות ונהלי השקעות (העדפות ומגבלות), לרבות מטרות ואסטרטגיות השקעה, אומדנים כמותיים של סיכון-סיכוי ושל כדאיות השקעה, באמצעות מדדים כגון: IRR² ו-MOIC³, ניטור ובקרה אחר ההשקעות על פני זמן, ועוד. בנוסף, נביא בחשבון תהליכים שמבצע מנהל הנכסים לשיפור תהליך קבלת החלטות השקעה. להערכתנו, החלטות מבוססות ועדת השקעות מובילות לתהליכים עקביים יותר, לבקרה על ההנהלה, ולמיתון סיכון אנשי מפתח, זאת בניגוד לקבלת החלטות ריכוזיות.

¹ Herfindahl-Hirschman Index
² Internal Rate of Return
³ Multiple on Invested Capital

קיומה של פונקציית ניהול השקעות ראשית (CIO)⁴ באנליזה ובקבלת החלטות, לצד אסטרטגיית השקעות עקבית, הכוללת עקרונות וקווים מנחים, תומכים בתהליך. ניהול השקעות וסיכונים צריכים להיות כישורי הליבה של כל מנהל נכסים, ומהווים נדבך מרכזי בהערכת איכות ניהול ההשקעות של מנהלי נכסים. בהתאם לכך, במסגרת הערכת ה-MQ, תבצע מידרוג ראיונות ושיחות עם גורמי מפתח אצל מנהל הנכסים, לצד בחינת מסמכים, נהלים, תיעוד עסקאות, מודלים וכלים שמטרתם לתמוך בתהליכי קבלת החלטות השקעה. האחזקות בתיק ההשקעות תיבדקנה בנקודות זמן שונות, בכדי לאמוד את עקביות ניהול ההשקעות של מנהלי הנכסים. אסטרטגיית עקבית, להוציא אירועים חד פעמיים, תוערך לרוב באופן חיובי.

מחקר ואנליזה

מחקר ואנליזה מהווים נדבך משמעותי בפעילות ניהול השקעות ותומכים בתהליך קבלת החלטות השקעה. בעוד שלמיקור חוץ של מחקר ואנליזה עשויים להיות יתרונות (כגון מזעור עלויות וזמן תגובה), מנהלי נכסים עם מחלקת מחקר ואנליזה עצמאית (In House) ומבוססת, עם יכולות אנליטיות, יכולים לייצר יתרון תחרותי בקבלת המלצות ותובנות בלעדיות, לספק רעיונות עצמאיים ונקודות תמיכה חשובות לתועלת מנהל הנכסים. מידת הרלוונטיות של מחקר פנימי נשענת על האסטרטגיית של מנהל הנכסים, כאשר בעוד שמנהלים אקטיביים מחפשים אחר אסטרטגיות לייצר תשואה עודפת ובדרך כלל ישענו על מחקר פנימי, מנהלים פסיביים מחפשים אחר אסטרטגיות שמטרתן לעקוב אחר בנצימרק מסוים וישענו לרוב על מחקר חיצוני. אנו נעריך את יכולות המחקר והאנליזה של מנהל הנכסים באמצעות רמת הניסיון והמקצועיות של האנליסטים המועסקים בחברה, בין היתר, באמצעות הרקע שלהם, הכשרתם המקצועית, הוותק וכיו"ב. בנוסף, נביא בחשבון את איכות ניהול המידע והנתונים, מערכות ושיטות כמותיות שמטרתן לתמוך במחקר והאנליזה של מנהל הנכסים, לצד תהליכי תיעוד ונימוק המלצות.

ניהול סיכונים, ציות ותמחור

ניהול הסיכונים מהווה רכיב מהותי בממשל התאגידי וניהול ההשקעות במסגרת הערכת ה-MQ. היכולת לזהות, לנטר, לנהל ולמזער סיכונים נמצאת בבסיס הצלחת מנהל הנכסים במזעור אירועים לא צפויים ותגודתיות של מחירי הנכסים. חשוב שמנהל הנכסים יפעל באופן אקטיבי לניהול הסיכונים, על מנת לשמור על ביצועיו, המוניטין שלו ומיצובו העסקי. נעריך את ניהול הסיכונים על ידי בחינת הקווים המנחים והנהלים אליהם כפוף מנהל הנכסים, לצד תדירות ואופן בחינת ניהול הסיכונים הפיננסיים בפועל ובכלל זאת, סיכונים שוק, סיכונים אשראי, סיכונים נזילות, מדיניות גידור (כנגד חשיפה מטבעית/ריבית/אשראי), סיכונים תפעוליים, סיכון צד ג', אסטרטגיית מימוש, מניעת אירועי קיצון - בדגש על הגנה כנגד סיכונים סייבר, גיבוי המידע הצבור ועוד. בד בבד, נבחן את המבנה הארגוני ובפרט את קיומן של פונקציות של מנהל סיכונים (CRO)⁵ וקצין ציות (CCO)⁶, סמכויותיהם ועצמאותם, הן מבחינה רגולטורית והן מבחינת מנהל הנכסים. הוכחה לקיומה של תרבות ציות וניהול סיכונים מבוססת תכלול, בין היתר, מדיניות ונהלים עדכניים. מנגנוני פיקוח ובקרה חיצוניים (דוגמת נאמן), תומכים אף הם בפרמטר זה. בנוסף, מידרוג בוחנת את ביצועם של מבחני רגישות ותרחישי קיצון על ידי מנהל הנכסים, תוך התחשבות בקורלציה בין הסיכונים, אשר עלולה להשפיע על איכות תיק הנכסים. תמחור והערכת שווי הנכסים בפורטפוליו מהווים חלק אינטגרלי מניהול הסיכונים. בהתאם לכך, נבחן את נהלי התמחור והקווים המנחים בהערכת התמחור של מנהל הנכסים, לצד השירותים, המערכות והמודלים בהם נעשה שימוש במסגרת זו. בסיס תמחור שווי הנכסים המנוהלים, באמצעות מערכות אוטומטיות, מודלים או הערכות שווי, מהווה גורם חשוב בהערכת ניהול ההשקעות.

מקצועיות, ניסיון, סיכון אנשי מפתח ותחלופת עובדים

במסגרת הערכת ה-MQ נאמוד את ניסיון צוות הניהול הבכיר ואנשי המפתח בארגון, בין היתר, באמצעות הרקע שלהם, הכשרתם המקצועית, הוותק שלהם וכיו"ב. מנהלי נכסים ללא היסטוריה של פעולות משפטיות או צורך לפצות לקוחות ו/או משקיעים, אשר מעסיקים צוות מנוסה ומקצועי במשך תקופת זמן משמעותית, יוערכו על ידינו באופן חיובי. מקצועיות מנהל הנכסים כרוכה בידע וציות

⁴ Chief Investment Officer

⁵ Chief Risk Officer

⁶ Chief Compliance Officer

לחוקים הרלוונטיים, הכללים והרגולציה החלים על פעילותו, בהתאם לפיזור הגיאוגרפי של הנכסים. לפיכך, נביא בחשבון חשיפות משפטיות ותביעות (בעבר ובהווה) ידועות, ככל שקיימות.

סיכון אנשי מפתח נגרם מהישענות יתר על יכולתו של אדם או יכולותיהם של מספר מצומצם של עובדים, להם תפקיד חשוב בארגון. אובדן אנשי מפתח, בדגש על חברי הנהלה ו/או מנהלי השקעות מובילים, עלול להביא לפגיעה משמעותית בביצועי הפורטפוליו, להוביל לזרימת כספים החוצה, לגרום זעזוע עסקי, נזק למיתוג ולעלייה בקצב תחלופת העובדים. בדרך כלל נתמקד בשיעור תחלופת עובדי מפתח, מכיוון שתחלופה שכזו נוטה להשפיע יותר על איכות ההשקעות של מנהל הנכסים. לפיכך, נעשה מאמץ לבחון את הגורמים אשר תורמים ליציבות התפעולית בהיבט המשאב האנושי - מרכיבי התגמול בכלל והשכר בפרט, בעלי השלכות על יציבות זו, לחיוב או לשלילה. נתונים היסטוריים המעידים על תחלופת עובדים נמוכה יצביעו על יכולת שימור עובדים, באופן שעולה בקנה אחד עם האינטרסים של מנהל הנכסים.

פרופיל תיק הנכסים המנוהלים

פרופיל תיק הנכסים המנוהלים מביא בחשבון את איכות הנכסים, פיזור הנכסים, מדדי ריכוזיות שונים (כגון ריכוזיות גאוגרפית, סקטוריאלית והשקעה בנכס בודד), הנזילות והביצועים ההיסטוריים של מנהל הנכסים. בד בבד, נבחן את מהות האחזקות והניהול (אקטיבי או פאסיבי) וכן את מורכבות התפעול. להערכתנו, המדדים הללו מהווים אינדיקטורים חשובים בהערכת ה-MQ.

פרופיל הנכסים

פרופיל הנכסים טומן בחובו מאפיינים התומכים ביכולת מנהל הנכסים לייצר הכנסות, רווחיות וערך כלכלי בתחומים בהם הוא פועל, לצד שמירה על יציבותו לאורך המחזור הכלכלי. בהתאם לכך, אנו מעריכים את פרופיל הנכסים מבחינה איכותית וכמותית כאחד, בהתבסס על מאפיינים שונים, כגון סוג הנכס - האם מדובר בנכס פיננסי או נכס ריאלי, סחירותו, נזילותו, הצורך בניהול אקטיבי של הנכס, ובמידת הצורך, מורכבות התפעול של הנכס והצורך בהשקעות הוניות מהותיות, ככל שקיימות. כמו כן, נביא בחשבון אם קיים דירוג אשראי לנכסים המרכזיים המוחזקים בידי מנהל הנכסים, ובמידת הצורך, אנו עשויים לבצע הערכת אשראי לנכסים המרכזיים בפורטפוליו. הערכתנו מביאה בחשבון את ההרכב הכללי של תיק הנכסים, את היסטוריית התפתחות תיק הנכסים על פני זמן ואת הביצועים של מנהל הנכסים בהתאם לאסטרטגיה שלו. להערכתנו, תיק נכסים המאופיין בנכסים איכותיים, בעלי דירוג אשראי גבוה, סחירים, נזילים וללא תפעול מורכב, יקבלו ציון גבוה יותר.

ריכוזיות הנכסים

אנו מעריכים ריכוזיות במגוון היבטים - ריכוזיות סקטוריאלית וקורלציה בין הנכסים בהתבסס על מדד Herfindahl-Hirschman (HHI)⁷, ולפיו, ככל שהמדד נמוך יותר, כך תיק הנכסים מפוזר יותר. נציין, כי תיק נכסים המאופיין בריכוזיות סקטוריאלית עלול להיות חשוף להפסדים גדולים יותר במהלך תקופות שפל או בעת שינוי רגולציה. לצד זאת, נבחן את פרופורציות ההשקעה בנכס בודד, כאשר השקעות עם פיזור מצומצם בתיק הנכסים חשופות להפסדים גדולים יותר. כמו כן, פיזור גיאוגרפי רחב יותר של הנכסים המנוהלים, על פני מדינות בעלות דירוג אשראי גבוה יותר, צפוי להיטיב עם פרמטר זה. אנו עשויים לבצע התאמות לפרמטר על בסיס הערכה איכותנית, בפרט כאשר נראה כי סקטורים או השקעות מסוימות שלכאורה נתפסים כשונים, מראים מתאם חזק באופן היסטורי. בנוסף, נבחן האם קיימת ריכוזיות גבוהה לתעשיות או לסקטורים בעלי חשיפה גבוהה לסיכונים ESG.

תשואה על הנכסים המנוהלים

התשואה על הנכסים המנוהלים משקפת את יכולתו של מנהל הנכסים להניב תשואה למשקיעים ולייצר ערך כלכלי. תשואה גבוהה על הנכסים המנוהלים היא יעד מורכב ומאתגר, כאשר בין הגורמים לכך - צמצום פערי מידע, גודלם המשמעותי של הנכסים המנוהלים על ידי גופים מוסדיים, תחכום הולך וגובר ותחרותיות מחריפה, נוכח האתגרים שמציבה הכלכלה הגלובלית. אנו עשויים לבחון מדדי ייחוס שונים בהתאם להרכב ההשקעות בתיק הנכסים, כאשר קרנות סקטוריאליות תימדדנה בהשוואה לקרנות בעלות השקעות

⁷ המחושב על ידי סכום ריבועי שיעור ההשקעה בכל נכס ומגזר פעילות בפורטפוליו.

דומות, תוך התייחסות לבציר ההשקעה, ככל שניתן. לדוגמה, קבוצת הייחוס של קרן סקטוריאליית המתמחה בנדל"ן בישראל תהיה קרנות דומות עבור אותה תקופת מדידה, כאשר נצפה שביצועי הקרן יהיו בקורלציה גבוהה לביצועי סקטור הנדל"ן בשוק ההון המקומי, ויציגו קשר אינהרנטי לתנודות השווקים. התשואה על הנכסים המנוהלים תיבחן ביחס לקבוצת השוואה וביחס לסיכון, ככל שניתן, מתוך ציפייה שמנהלי נכסים אלטרנטיביים לדוגמה, יציגו רווחיות גבוהה יותר ממנהלי נכסים מסורתיים. ראוי לציין, כי היעדר סטנדרטיזציה עלולה להוביל לחוסר אחידות באופן חישוב התשואה בין מנהלי נכסים שונים וייתכן כי תידרשנה התאמות. לדוגמה, מנהל נכסים אשר יכול להתמנף, ובאמצעות המינוף משיג תשואה עודפת ביחס למנהל נכסים דומה אשר אינו מתמנף. על מנת לבצע השוואה מדויקת, במידת האפשר, נבחן את התשואה הממונפת על הנכסים המנוהלים וכן את התשואה שאינה ממונפת. כמו כן, עבור מנהל נכסים סחיר, אנו עשויים לבחון את מדד שארפ המבטא את עודף התשואה על הסיכון המגולם בהשקעה. ראוי לציין, כי מידרוג מבחינה בין פרמטרים המעידים על איכות ניהול ההשקעות של מנהל הנכסים, לבין אלו המודדים את ביצועי ההשקעות. נדגיש, כי מירב תשומת הלב ניתנת לאיכות ניהול הנכסים ולא לתשואות שמציג מנהל הנכסים.

פרופיל פיננסי של מנהל הנכסים

נכסים מנוהלים

היקף הנכסים המנוהלים בידי מנהל הנכסים מעיד על מוניטין ומיצוב עסקי, וצפוי להציג מתאם חיובי וחזק עם ההכנסות. החברות הגדולות ביותר מבחינת היקף הנכסים המנוהלים, נוטות להתאפיין באיכות גבוהה יותר במגוון רחב של פרמטרים, לרבות פעילות ניהול השקעות מאורגנת יותר ותוצאות השקעה עקביות יותר, וככפועל יוצא להיות בעלות הערכת MQ גבוהה יותר. בדומה לתעשיות רבות, יתרון לגודל בניהול הנכסים צפוי לספק יתרון תחרותי. עם זאת, היקף הנכסים המנוהלים הופך פחות משמעותי ככל שתיק הנכסים ריכוזי יותר. אינדיקטור כמותי נוסף שעשוי להעיד על עקביות ויכולת לשמור על ביצועים ומוניטין לאורך זמן, הוא התנודתיות בהיקף הנכסים המנוהלים, כאשר מנהל נכסים מנוסה ובעל מוניטין, צפוי להתאפיין בתנודות מתונות בהיקף הנכסים המנוהלים. אירועי קיצוץ ומשברים עלולים להשפיע על השוק באופן רחבי, אולם גם במקרה זה, נצפה כי מנהל נכסים איכותי יותר יציג תנודות מתונות יותר בהיקף הנכסים המנוהלים ביחס לשוק.

הכנסות מנהל הנכסים

הכנסות מנהל הנכסים הן אינדיקטור חיוני, אשר לרוב עולה בקנה אחד עם איכות ניהול ההשקעות של מנהל הנכסים. בסיס הכנסות גדול יעיד על מנהל נכסים מבוסס היטב, בעל מוניטין, איתנות פיננסית ואיכות גבוהה. כמו כן, נביא בחשבון כי צפוי מתאם חיובי בין ההכנסות להיקף הנכסים המנוהלים. אנו נבחן את הרכב ההכנסות ובפרט - מהו שיעור והיקף ההכנסות הקבועות בגין דמי ניהול (אשר נצפה שיהיה רובסטי יותר) ומהו שיעור והיקף ההכנסות המשתנות (כגון דמי הצלחה). נבחן את ההכנסות כנתון החתך העדכני ביותר, לצד בחינת המגמות בהכנסות, אשר מספקות תובנות על יציבות ותנודתיות הצמיחה, הן במונחי שיעור שינוי שנתי (YoY) והן במונחי CAGR⁸. מדדים אלו מסייעים בגיבוש עמדה בנוגע לרמת הצפייות (Predictability) והעקביות של מנהל הנכסים, תוך התייחסות לאסטרטגיית ההשקעה, בציר ההשקעה וכיו"ב, ככל שניתן. חשיפה גבוהה לנכסים תנודתיים ו/או שינוי תדיר באסטרטגיית ההשקעה או במבנה העמלות, צפויים לפגוע בהערכתנו. יתכן וינתן משקל רב יותר למגמות צמיחה שאירעו לאחרונה אם נחשוב שהביצועים בתקופה זו יטיבו לשקף את פרופיל ההכנסות העתידיות באופן הולם יותר. תיתכנה התאמות נוספות בעקבות אירועים חד פעמיים, דוגמת מיזוגים ורכישות. בד בבד, נבחן כי היקף ההכנסות הולם את מבנה ההוצאות של מנהל הנכסים.

⁸ Compound Annual Growth Rate

שיקולים נוספים

הערכת ה-MQ יכולה לכלול פרמטרים נוספים שאינם כלולים במטריצת ההערכה. לרוב, מדובר בפרמטרים שרק בנסיבות מיוחדות ייחשבו בעינינו כגורם מבדל משמעותי בקביעת הערכת ה-MQ, אף על פי שחלקם נלקחו בחשבון במטריצת ההערכה, כגון ממשל תאגידי, מדיניות פיננסית, היסטוריה מוגבלת של ביצועים והשקעות, וכו', לצד פרמטרים שלא נלקחו בחשבון במטריצת ההערכה, כגון רמת מינוף והערכות מיוחדות במקרים חריגים. להלן דוגמאות לשיקולים נוספים בהערכת ה-MQ, כך שההערכה שנקבעה, יכולה להיות שונה מזו הנגזרת ממטריצת ההערכה:

- מבנה ארגוני, בעלים וחברות קשורות** - במידה ופעילות ניהול ההשקעות מבוצעת על ידי חטיבה/יחידה עסקית, שלוחה של ארגון אחר או על ידי חברה קשורה, לרבות מיזם משותף, יחסי הגומלין בין החברות הקשורות עשויים להיות חשובים במיוחד. בהיעדר מנגנון משפטי של תמיכה מחייבת (כגון ערבות), הערכת הנכונות לתמיכה משלבת שיקולים של אסטרטגיה, מוניטין ואמון משקיעים, אינטגרציה תפעולית ותשואה פוטנציאלית על ההשקעה הנדרשת. יחסי הגומלין יכולים להשפיע על איכות ניהול ההשקעות של מנהל הנכסים ועל גישתו להון או למשאבים. לדוגמה, חברת אם חזקה יכולה לספק תמיכה פיננסית, משפטית ומקצועית למנהל הנכסים, או להציע סיוע במידת הצורך. ולהפך, חברת אם חלשה עלולה לגזול משאבים מיחידת ניהול ההשקעות (כגון חלוקת דיבידנדים). ניתוח הפרמטר מבוסס על הערכת הפרופיל הפיננסי של הבעלים, המבנה הארגוני שלו, טבע היחסים מול הישויות הקשורות, רמת התמיכה, איכות התמיכה וקיום מגבלות רגולטוריות, ככל שקיימות, אשר עלולות להפריע למעבר של הון או משאבים בין החברות הקשורות. דירוג האשראי של חברת האם, אם קיים, עשוי להוות שיקול רלוונטי.
- ממשל תאגידי** - ממשל תאגידי מתמקד, בין היתר, ביחסים שבין חברי הדירקטוריון, ההנהלה, בעלי המניות ויתר בעלי העניין בחברה. הממשל התאגידי שמנחיל הדירקטוריון משפיע על חוסנו של הארגון וכן על איכות ההנהלה. ממשל תאגידי איכותי תורם ליציבות החברה, לצמצום סיכונים תפעוליים ופיננסיים, ומסייע בהתאוששות ממשברים. איכות הממשל התאגידי תתבסס על עצמאות, מומחיות ומעורבות הדירקטוריון, לצד יכולתו לפקח על צוות הניהול והאסטרטגיה התאגידית. בחינה עצמאית של דיווחים פיננסיים מהותיים, תהליכי ניהול סיכונים, בקרה על ציות ועמידה ברגולציה, מהווים גורמים חשובים בהתנהלות הארגון.
- תכיפות ואיכות הדיווחים הפיננסיים** - בעוד שאיכות ותדירות הדיווחים הפיננסיים של מנהל הנכסים נלקחים בחשבון בפרק "ניהול השקעות", איכות ותדירות בולטת לשלילה של דיווחים עלולה להשפיע על ההערכה באופן מהותי יותר, ביחס להשפעה שתוערך במסגרת המשקל של הפרמטר במטריצת ההערכה. היעדר דיווחים מבוקרים, עלולים להשפיע לרעה על הערכת ה-MQ. כמו כן, במקרים חריגים בהם אין מספיקות מידע ו/או המידע המסופק באיכות נמוכה ו/או מהימנות הנתונים מוטלת בספק, יתכן ולא נוכל לקבוע או להמשיך ולקבוע את הערכת ה-MQ.
- מדיניות פיננסית** - לאורך זמן, המינוף והגמישות הפיננסית הנגזרת ממנו הם עניין של מדיניות (בחירה). המדיניות הפיננסית נקבעת על ידי ההנהלה והדירקטוריון, ומשפיעה על רמת החוב, רמת הנזילות וגמישותו העסקית והפיננסית של מנהל הנכסים. במסגרת הערכת המדיניות הפיננסית, אנו לוקחים בחשבון את הצהרות המדיניות של מנהל הנכסים בנושא, או בהיעדרן, את היסטוריית המדיניות הפיננסית. נבחן את המדיניות הפיננסית לאורך המחזוריות הכלכלית והשינויים בתנאי הסביבה העסקית, כאשר חוסר שקיפות או היעדר מדיניות פיננסית בקרב מנהל הנכסים, עלולים לפגוע בהערכת ה-MQ.
- רמת מינוף** - על פי התיאוריה המימונית קיים מתאם חיובי בין תשואה לסיכון. הנחת היסוד היא שככל שהסיכון גדל, כך התשואה הצפויה צריכה להיות גבוהה יותר, אולם גם תנודתיות הרווחיות גבוהה יותר והיקף ההפסד הלא צפוי גדל גם כן. התיאבון לסיכון ישפיע על איכות ניהול ההשקעות של מנהל הנכסים וכן על איתנותו הפיננסית. פרופיל הסיכון של מנהל הנכסים ותיאבון הסיכון הנגזר, צריכים להיות בהלימה לאסטרטגיית ההשקעות ויכולים להשפיע על הערכת ה-MQ. אנו עשויים לבחון את השפעות פרופיל הסיכון בתיק ההשקעות על ההון העצמי ועל הנכסים, בעיקר במקרים בהם אנו סבורים כי קיים פוטנציאל לשחיקה ולתנודתיות מוגברים כתוצאה מפרופיל סיכון זה, ומאופי הפעילות של מנהל הנכסים.
- סביבת הפעילות** - נשתמש באותה גישה אנליטית להערכת ה-MQ ברמה הגלובלית - שילוב של פעילות ניהול השקעות, פרופיל תיק הנכסים ופרופיל פיננסי של מנהל הנכסים, כמפורט לעיל. עם זאת, באזורים גיאוגרפיים שונים יתכנו הבדלים מהותיים

בשווקים הפיננסיים, אשר משקפים את האקלים הפוליטי, החברתי והכלכלי המקומי. אלו כוללים את הסביבה הרגולטורית, המשילות, מבנה השוק, שיטות המיסוי, תקנים חשבונאיים, דרישות דיווח ציבורי, סביבת החוקים והליטיגציה, ועוד. בנוסף, קיימות מגמות שונות בין מדינות, כגון ההתפתחות הכלכלה, תמורות חברתיות או פוליטיות משמעותיות, אשר ביכולתן להשפיע על מנהל הנכסים בטווח הארוך.

- **היסטוריית ביצועים והשקעות מוגבלת** - מנהלי נכסים עם היסטוריה ניהולית או פיננסית מוגבלת, או נתונים מוגבלים אודות תוצאות השקעות (פחות משלוש שנים), טומנים בחובם סיכונים נוספים וחוסר ודאות בקשר עם איכות ניהול ההשקעות של מנהל הנכסים, אשר עלולה להשתקף בהערכת ה-MQ. באופן כללי, סביר להניח כי היסטוריית ביצועים והשקעות מוגבלת, תוביל להערכת MQ נמוכה יותר. כמו כן, במקרים חריגים, בהם אין מספיקות מידע ו/או המידע המסופק באיכות נמוכה ו/או מהימנות הנתונים מוטלת בספק, יתכן ולא נוכל לקבוע או להמשיך ולקבוע את הערכת ה-MQ.
- **הערכות מיוחדות במקרים חריגים** - במקרים ייחודיים, פרמטר הערכה יחיד או תת-פרמטר עשוי להיות כה חשוב בהערכת ה-MQ, כך שלמרות המשקלות המוזכרות במטריצת ההערכה, נחליט לתת לו משקל עודף. לרוב, הדבר יקרה בסיטואציות או מצבים שליליים, כאשר יציבותו, חוסנו או המשכיותו של מנהל הנכסים, מוטלים בספק. דוגמאות לכך יכולות להיות חשיפה יוצאת דופן לאיש מפתח, שיעור תחלופת עובדים חריגה, ריכוזיות יוצאת דופן של נכסים, הפרה של דרישות רגולטוריות, שחיקה משמעותית בביצועי מנהל הנכסים או ירידה חדה בהיקף הנכסים המנוהלים. כמו כן, נדגיש כי אנו עשויים לבחון מדדים איכותיים ופיננסיים נוספים שלא הוזכרו לעיל ואשר ייבחנו בכל מקרה לגופו, על פי שיקול דעתנו.

הנחות יסוד במתודולוגיית ה-MQ

ההערכות המשמשות במתודולוגיית ההערכה מבוססות על הנחות שעלולות 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.

מגבלות

בחלקי הדוח הקודמים הוצגו הפרמטרים במטריצת ההערכה ורבים מהשיקולים הנוספים אשר עשויים להיות חשובים בקביעת הערכת ה-MQ וכן הנחות יסוד מסוימות. בחלק זה, מוצגות מגבלות מטריצת ההערכה ומגבלות כלליות של המתודולוגיה.

מגבלות מטריצת ההערכה

ישנן סיבות מגוונות לשוני בין התוצאה המשתמעת ממטריצת ההערכה לבין תוצאת הערכת ה-MQ בפועל. מטריצת ההערכה במתודולוגיה זו היא כלי פשטני המתמקד במגוון רחב של גורמים, אשר צפויים להעיד על איכות ניהול ההשקעות של מנהלי נכסים. השימוש במטריצת ההערכה עלול להתאים פחות למנהלי נכסים הבולטים לחיוב או לשלילה, באופן מהותי.

המשקלות לכל תת-פרמטר ופרמטר במטריצת ההערכה מייצגות את חשיבות הפרמטר בהחלטות ועדת ההערכה, בקביעת ההערכות ניהול הנכסים, אך החשיבות שניתנת בפועל לפרמטר מסוים עשויה להיות שונה מהותית, כתלות בנסיבות ספציפיות של מנהל הנכסים.

פרמטרים שאינם מופיעים במטריצת ההערכה, לרבות אלו המפורטים בסעיף השיקולים הנוספים לעיל, יכולים להיות בעלי חשיבות גבוהה בהערכת ה-MQ, כאשר החשיבות היחסית שלהם עשויה להיות שונה בין מנהלי הנכסים. דוגמאות לשיקולים כאלו כוללות: מבנה ארגוני, בעלים וחברות קשורות, ממשל תאגידי, מדיניות פיננסית, רמת מינוף, סביבת הפעילות, ועוד.

אנו עשויים לעשות שימוש במטריצת ההערכה לתקופות היסטוריות שונות או צופות פני עתיד. יתרה מזאת, מכיוון שהערכת ה-MQ הינה צופה פני עתיד, מידרוג לוקחת בחשבון הערכה של מגמות בדבר הסיכויים, הסיכונים והגורמים הממתנים, באופן איכותי.

מגבלות כלליות של המתודולוגיה

דוח מתודולוגי זה לא מכיל את פירוט כל הגורמים האפשריים אשר אנו עשויים לשקול בקביעת הערכות ה-MQ. חברות ומנהלי נכסים עלולים לעמוד בפני סיכונים חדשים, להציג שילוב חדש של סיכונים, או לפתח אסטרטגיות חדשות על מנת להשיא תשואות או למתן סיכונים. מטרתנו הינה לגלם בהערכת ה-MQ את כלל שיקולי איכות ניהול ההשקעות של מנהלי נכסים, וזאת מנקודת מבט צופה פני עתיד, ככל שניתן לאמוד את הסיכויים, הסיכונים והגורמים הממתנים.

הערכת ה-MQ משקפת את הערכתנו לביצועים העתידיים של מנהל הנכסים. עם זאת, ככל שעתיד זה הינו בטווח ארוך יותר, אי-הוודאות גדלה והיכולת להערכות מדויקות, הן במטריצת ההערכה והן בשיקולים הנוספים, יורדת בדרך כלל ובכל מקרה, ניתוח צופה פני עתיד כפוף לאי-ודאות משמעותית.

דוחות קשורים

הערכות ה-MQ נקבעות בהתבסס על מתודולוגיית ההערכה. יחד עם זאת, שיקולים מתודולוגיים רוחביים עשויים להיות רלוונטיים לקביעת הערכת ה-MQ של מנהל הנכסים. רשימת המתודולוגיות העדכנית מופיעה [כאן](#).

למידע נוסף ראו [סולמות והגדרות הדירוג של מידרוג](#)
הדוחות מפורסמים באתר מידרוג www.midroog.co.il

תאריך הדוח: 01.01.2024

נספחים**נספח 1 - אופן המדידה או ההערכה של הפרמטרים במטריצת ההערכה**

לצורך מדידה והערכת הפרמטרים בהערכת ה-MQ, אנו לרוב משתמשים במידע ונתונים מהדוחות הכספיים של מנהל הנכסים או דיווחים אחרים שלו, כמו גם מנתונים אחרים ומהערכות מידרוג. אנו עשויים לעשות שימוש גם במידע שאינו פומבי.

הערכות ה-MQ הינן צופות פני עתיד וכוללות את ציפיותינו לביצועים הפיננסיים והתפעוליים של מנהל הנכסים. עם זאת, הנתונים ההיסטוריים מאפשרים לנו לזהות דפוסי פעילות ומגמות של ביצועי מנהלי נכסים שונים, וכן לבצע השוואה למנהלי נכסים אחרים. הפרמטרים במטריצת ההערכה יכולים להתבסס על נתונים היסטוריים ותחזיות. כחלק מהניתוח, מידרוג עשויה לבחון תרחישי רגישות שונים ביחס לגורמים שלהערכתה עשויים להשפיע על איכות ניהול ההשקעות של מנהל הנכסים. תרחישים אלו יכולים לכלול, לדוגמה, שחיקה בשווי הנכסים, שינויים בשערי ריבית ו/או שערי חליפין, ועוד. מידרוג אף יכולה לבצע התאמות לפרמטרים שלפי דעתה משקפים בצורה נאותה יותר את הערכת ה-MQ ו/או מאפשרות השוואה אל מול מנהלי נכסים אחרים.

במדידת פרמטרים איכותיים כגון פרופיל תיק הנכסים אין הכרח שמידרוג תבצע בחינה פרטנית של כלל הנכסים, אלא במידה והדבר להערכתה עשוי להשפיע על הערכת ה-MQ.

נספח 2 - מטריצת הערכה לאיכות ניהול ההשקעות של מנהלי נכסים

קטגוריה	פרמטר	תת-פרמטר	משקל	0	1	2	3	4	5
ניהול השקעות	ההליך קבלת החלטות השקעה	מחקר ואנליזה	60%	מנהל הנכסים מציג תהליך קבלת החלטות השקעה מצוין, הנתמך במגוון אסטרטגיות נכסים מקיפות ומתחכמות. שיתות העבודה סדורות ועקביות, המגובות בנהלים. יכולת ביצוע גבוהה מאוד;	מנהל הנכסים מציג תהליך קבלת החלטות השקעה חזק מאוד, עם סטנדרטים גבוהים מאוד בביוס אסטרטגיות השקעה מקיפות, לרבות הקצאת נכסים יעילה. שיתות עבודה סדורות ועקביות, המגובות בנהלים. יכולת ביצוע גבוהה;	מנהל הנכסים מציג תהליך קבלת החלטות השקעה חזק, עם אסטרטגיית השקעה מבוססת היטב. השקעות נתמכות במדיניות ונהלים סדורים ומספקים, ומתאפיינות ביכולת ביצוע באיכות טובה;	מנהל הנכסים מציג תהליך קבלת החלטות השקעה מתחת לממוצע. אסטרטגיית השקעה והקצאת נכסים סבירה. מדיניות ונהלי ההשקעות מספקים מתווה כללי באזורים פונדמנטליים אך עלולים שלא להיות מקיפים או מספקים, לצד יכולת ביצוע סבירה;	מנהל הנכסים מציג תהליך קבלת החלטות השקעה חלש. אסטרטגיית השקעה והקצאת הנכסים אינה ברורה ו/או מדיניות ההשקעות נתמכת בנהלים מינימליים ואסטרטגיה לא סדורה או עקבית, לצד יכולת ביצוע חלשה;	מנהל הנכסים מציג תהליך קבלת החלטות השקעה חלש מאוד, ו/או תהליך קבלת החלטות השקעה והקצאת נכסים מתבצעים ללא אסטרטגיה או רציונל. מדיניות ההשקעות אינה נתמכת בנהלים סדורים, לצד יכולת ביצוע חלשה מאוד;
				איכות המחקר והאנליזה מצוינים. החלטות ההשקעה מבוססות על מידע אנליטי מהימן ואיכותי, ונתמכות במערכות ומודלים מתקדמים, התומכים בביצוע ובהחלטות השקעה;	איכות המחקר והאנליזה טובים מאוד. מידע אנליטי מהימן ויציב, לצד כלי מידול באיכות גבוהה, תומכים בביצוע ובהחלטות השקעה;	תהליכי ניהול סיכונים סולידיים ועקביים, לצד מערכות IT איכותיות, מגבילים את הסבירות לפגיעה באיכות ההשקעות או בפרופיל הפיננסי;	איכות המחקר והאנליזה מספקת קווים מנחים ויכולים לתמוך ויעולה להתאפיין בחוסר בהירות או להתבסס על מחקר ואנליזה מוגבלים;	איכות המחקר והאנליזה נמוכים ויכולים לתמוך במידה מוגבלת בהחלטות השקעה. איכות ניהול מידע, נתונים ותיעוד חלשים;	
				תהליכי ניהול סיכונים מצוינים וכוללים ניתוח השוואתי מקיף. ניהול ההשקעות נתמך במערכות IT ומודלים ברמה הגבוהה ביותר;	תהליכי ניהול סיכונים מצוינים וכוללים ניתוח השוואתי מקיף. ניהול ההשקעות נתמך במערכות IT ומודלים ברמה הגבוהה ביותר;	אנשי צוות מנוסים ומוכשרים. תחלופת עובדים נמוכה מאוד. תהליכי הכשרה בסטנדרטים גבוהים. סיכון אנשי מפתח נמוך מאוד.	אנשי צוות מנוסים ומוכשרים. תחלופת העובדים נמוכה. ניתן תלות מסיימת במספר אנשי מפתח, הממונת באמצעות נהלים ותהליכי השקעה סדורים, ומוכוני תהליכים.	ניהול הסיכונים של מנהל הנכסים לקוי וקיימים פערים פונדמנטליים בשיטות ובהערכות. מערכת ה-IT מראות חולשות מהותיות ביכולתן לתמוך בהחלטות ובביצוע השקעות;	
				אנשי צוות מהשורה הראשונה, מנוסים ומוכשרים ביותר. סיכון איש מפתח ושיעור תחלופת עובדים מינימליים.	אנשי צוות מהשורה הראשונה, מנוסים ומוכשרים ביותר. סיכון איש מפתח ושיעור תחלופת עובדים מינימליים.	תחלופת עובדים נמוכה מאוד. תלות מסיימת במספר אנשי מפתח, הממונת עלולים להיות מעל הממוצע. צוות עם ניסיון, הכשרות או מיומנויות, נמוכים ביחס לקבוצת הייחוס.	תחלופת עובדים ו/או תלות באנשי מפתח עלולים להיות מעל הממוצע. צוות עם ניסיון, הכשרות או מיומנויות, נמוכים ביחס לקבוצת הייחוס.	תחלופת עובדים גבוהה ו/או צוות עם ניסיון, הכשרות או מיומנויות, נמוכים ביחס לקבוצת הייחוס.	

קטגוריה	פרמטר	תת-פרמטר	משקל	0	1	2	3	4	5
פרופיל תיק הנכסים	פרופיל נכסים		10%	נכסים איכותיים מאוד, רובם בעלי דירוג אשראי גבוה מאוד, המתאפיינים בסחירות ונזילות בולטים לחיוב, מייצרים תזרים שוטף, ללא תפעול מורכב וללא צרכי השקעה מהותיים	נכסים איכותיים, רובם בעלי דירוג אשראי גבוה, המתאפיינים בסחירות ונזילות טובים, מייצרים תזרים שוטף, ללא תפעול מורכב וללא צרכי השקעה מהותיים, אם כי ייתכנו צרכי השקעה מסוימים	מרבית הנכסים איכותיים, רובם בעלי דירוג השקעה, המתאפיינים בסחירות ונזילות סבירים, לא בהכרח מייצרים תזרים שוטף. יתכן כי עבור חלק מהנכסים מדובר בתפעול מורכב וכי ייתכנו צרכי השקעה מסוימים	תמהיל הנכסים כולל נכסים איכותיים ונכסים בעלי רכיב ספקולטיבי מסוים. חלק מהנכסים בדירוג השקעה, עם סחירות ונזילות מוגבלים. ייתכן תפעול מורכב בחלק מהנכסים. צפויים צרכי השקעה בחלק מהנכסים	מרבית הנכסים בעלי רכיב ספקולטיבי מסוים. חלק מצומצם מהנכסים בדירוג השקעה. מרבית הנכסים אינם סחירים ואינם נזילים. עבור חלק מהנכסים מדובר בצרכי השקעה מהותיים. עבור חלק מהנכסים.	מרבית הנכסים בעלי רכיב ספקולטיבי. חלק מצומצם מהנכסים בדירוג השקעה. מרבית הנכסים אינם סחירים ואינם נזילים. עבור חלק מהנכסים מדובר בצרכי השקעה מהותיים. עבור חלק מהנכסים.
	ריכוזיות נכסים	HHI	5%	>10%	20%-10%	30%-20%	40%-30%	60%-40%	<60%
	ריכוזיות נכסים	ריכוזיות השקעה בנכס בודד	5%	>2.5%	5%-2.5%	10%-5%	15%-10%	20%-15%	<20%
הנכסים המנוהלים על	תשואה על הנכסים המנוהלים		10%	התשואה יוצאת דופן באופן חיובי, ביחס לקבוצת הייחוס	התשואה בולטת לחיוב באופן מהותי, ביחס לקבוצת הייחוס	התשואה בולטת לחיוב, ביחס לקבוצת הייחוס	התשואה מתחת למוצע, ביחס לקבוצת הייחוס	התשואה חלשה, ביחס לקבוצת הייחוס	התשואה חלשה מאוד, ביחס לקבוצת הייחוס
פרופיל מנהל פיננסי של הנכסים	נכסים מנוהלים (AUM); כיליוני ש"ח		5%	<5,000; תנודתיות נמוכה מאוד	4,000-5,000; תנודתיות הנכסים המנוהלים נמוכה בינונית	2,500-4,000; תנודתיות הנכסים המנוהלים נמוכה עד בינונית	1,500-2,500; תנודתיות הנכסים המנוהלים עלולה להיות גבוהה	750-1,500; תנודתיות הנכסים המנוהלים גבוהה	>750; תנודתיות הנכסים המנוהלים גבוהה באופן קיצוני
	הכנסות מנהל הנכסים; כיליוני ש"ח		5%	<100; תנודתיות הכנסות נמוכה מאוד	100-500; תנודתיות הכנסות נמוכה	30-50; תנודתיות הכנסות נמוכה עד בינונית	20-30; תנודתיות הכנסות עלולה להיות גבוהה	10-20; תנודתיות הכנסות גבוהה	>10; תנודתיות הכנסות גבוהה באופן קיצוני

* יחסים בטבלה זו מוצגים כ-מונה/מכנה.
 **הניקוד לכל פרמטר/תת פרמטר נקבע על סולם שבין 0 ל-5, כמספר דרגות ההערכה ויכול שייקבע גם במספרים לא שלמים וזאת באופן השוואתי לפרמטרים של מנהלי נכסים אחרים.

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

דירוגים שהונפקו על ידי מידרוג משקפים חוות דעת סובייקטיביות של מידרוג ביחס לסיכון האשראי היחסי העתידי של גופים, התחייבויות, חובות ו/או מכשירים פיננסיים דמויי חוב, נכון למועד פרסומם או אספקתם, וכל עוד מידרוג לא שינתה את הדירוג או הפסיקה אותו, וכל החומרים, המוצרים, השירותים והמידע שמידרוג מפרסמת או מספקת (להלן: "חומרי מידרוג"), עשויים לכלול חוות דעת סובייקטיביות כאמור לעיל.

מידרוג מגדירה סיכון אשראי כסיכון שהגוף המדורג עלול שלא לעמוד בהתחייבויותיו הפיננסיות החוזיות במועד, וכן ההפסד הכספי המשוער במקרה של כשל פירעון או במקרה של הפיכת החוב לפגום.

דירוגי מידרוג אינם מתייחסים לכל סיכון אחר, כגון סיכונים נזילות, שווי שוק, שינויים בשערי ריבית, תנודתיות מחירים או כל גורם אחר העשוי להשפיע על שוק ההון, למעט סיכונים אשראי.

אין לראות בדירוגים של מידרוג, בהערכות שאינן בדבר סיכונים אשראי (להלן: "הערכות מידרוג") או בכל חוות דעת הכלולה בחומרי מידרוג, עובדות או נתונים היסטוריים. חומרי מידרוג עשויים לכלול גם הערכות כמותיות של סיכונים אשראי, המבוססות על מודלים, וכן חוות דעת והערות בנוגע להערכות אלו.

דירוגי האשראי של מידרוג, הערכות מידרוג, חוות דעת של מידרוג וחומרי מידרוג אחרים, אינם מהווים יעוץ השקעות או יעוץ פיננסי, ואינם בגדר המלצה לרכוש ניירות ערך כלשהם, למכור אותם או להחזיק בהם.

דירוגי האשראי של מידרוג, הערכות מידרוג, חוות הדעת של מידרוג וחומרי מידרוג אחרים, אינם בגדר חוות דעת לגבי ההתאמה של השקעה כלשהי לצרכיו של משקיע מסוים.

מידרוג מנפיקה דירוגי אשראי, הערכות וחוות דעת אחרות ומפרסמת או מספקת את חומרי מידרוג מתוך הנחה וציפייה כי כל משקיע ינקוט זהירות ראויה ויבצע הערכות משלו בדבר הכדאיות של רכישה, מכירה או המשך החזקה בכל נייר ערך. מידרוג ממליצה לכל משקיע פרטי להיוועץ ביעוץ מקצועי לגבי כדאיות ההשקעה, לגבי הדין החל, ולגבי כל עניין מקצועי אחר, בטרם יחליט החלטה כלשהי לגבי השקעות.

דירוגי מידרוג, הערכות מידרוג וכל חוות דעת או חומרי מידרוג אחרים, אינם מיועדים לשימוש על ידי משקיעים פרטיים. משקיעים פרטיים מזהירים בזאת שלא לבסס החלטות השקעה על חומרי מידרוג. משקיע פרטי שיבסס החלטות בענייני השקעות על חומרי מידרוג, ינהג בכך בצורה פזיזה וחסרת אחריות. מידרוג ממליצה לכל משקיע פרטי להיוועץ ביועץ פיננסי או ביועץ מקצועי אחר בטרם יקבל החלטה כלשהי לגבי השקעות.

כל המידע הכלול במסמך זה הוא מידע המוגן על פי דין, כולל, בין היתר, מכוח דיני זכויות יוצרים וקניין רוחני. אין להעתיק את כל המידע או חלק כשלהו ממנו או לסרוק אותו, לשכתב אותו, להפיצו, להעבירו, לשכפל אותו, להציגו, לתרגמו או לשמור אותו לשימוש נוסף למטרה כלשהי, בכל דרך שהיא, ללא אישורה של מידרוג בכתב ומראש.

לצורך חוות הדעת שמידרוג מפקיה, מידרוג משתמשת בסולמות דירוג, בהתאם להגדרות המפורטות בכל סולם. הסימול שנבחר על מנת לשקף את דעתה של מידרוג לגבי סיכון האשראי, משקף אך ורק הערכה יחסית של אותו סיכון. הדירוגים של מידרוג אינם נערכים על פי סולם גלובלי - הינם חוות דעת לגבי כושר החזר האשראי של המנפיק או ההנפקה באופן יחסי לזה של מנפיקים או הנפקות אחרים בישראל.

דירוגי האשראי, ההערכות וחוות הדעת של מידרוג וחומרי מידרוג אינם מיועדים לשימוש כ"בנצ'מרק", במשמעותו של מונח זה בהקשר הרגולטורי, ואין להשתמש בהם בכל דרך אשר עלולה להוביל לכך שהם ייחשבו "בנצ'מרק".

מידרוג איננה מעניקה שום אחריות, מפורשת או משתמעת, ביחס לרמת הדיוק של כל דירוג, הערכה או חוות דעת אחרת או מידע שנמסרו או נוצרו על ידי מידרוג בכל דרך ואופן שהוא, או ביחס להיותם נכונים למועד מסוים, או ביחס לשלמותם, לסחירותם או להתאמתם למטרה כלשהי.

כל המידע הכלול בדירוגים של מידרוג, בהערכות של מידרוג, בחוות הדעת של מידרוג ובחומרי מידרוג (להלן: "המידע"), נמסר למידרוג על ידי מקורות מידע הנחשבים בעיניה לאמינים ומדויקים. יחד עם זאת, והיות שתמיד תיתכן טעות אנוש או תקלה טכנית, וכן בשל גורמים אחרים, כל המידע הנכלל במסמך הזה מסופק כפי שהוא (as is) בלי שום אחריות משום סוג שהוא.

מידרוג איננה אחראית לנכונותו של המידע. מידרוג נוקטת אמצעים סבירים כדי שהמידע שהיא משתמשת בו לצורך הדירוג יהיה באיכות מספקת וכי יגיע ממקורות הנחשבים בעיניה לאמינים, לרבות מידע שהתקבל מצדדים שלישיים בלתי תלויים, ככל שהדבר רלבנטי. יחד עם זאת, מידרוג איננה גוף המבצע ביקורת ולכן איננה יכולה לאמת או לתקן את המידע שהתקבל בכל מקרה ומקרה בסולם מהלך תהליך הדירוג או במהלך הכנת חומרי מידרוג.

התוכן של חומרי מידרוג איננו חלק מן המתודולוגיה של מידרוג, למעט אותם חלקים בתוכן אשר לגביהם מצוין במפורש כי הם מהווים חלק מן המתודולוגיה.

בכפוף לאמור בכל דין, מידרוג, הדירקטורים שלה, נושאי המשרה שלה, עובדיה, שלוחיה, נציגיה, כל גורם שהעניק למידרוג רישיון, וכן ספקיה (להלן: "אנשי מידרוג"), לא יישאו באחריות כלפי כל אדם או גוף בגין כל נזק או הפסד עקיף, מיוחד, תוצאתי או נלווה, אשר ינבע מן המידע שבמסמך זה או משימוש במידע כאמור או מאי יכולת להשתמש במידע כאמור, וזאת אף אם נאמר למידרוג או למי מאנשי מידרוג, כי נזק או הפסד כאמור עלולים להתרחש. מבלי לגרוע מכלליות האמור לעיל, מידרוג לא תישא באחריות: (א) לאובדן רווחים בהווה או בעתיד; (ב) לאובדן או לנזק הנובעים ממכשיר פיננסי שלא עמד במוקד דירוג אשראי ספציפי של מידרוג.

בכפוף לאמור בכל דין, מידרוג ואנשי מידרוג לא יישאו באחריות כלפי כל אדם או גוף בגין כל נזק או הפסד ישירים הנובעים מן המידע הכלול במסמך זה, או משימוש בו או מאי היכולת להשתמש בו, כולל, בין היתר, בגין נזק או הפסד שנובעים מרשלנות מצדם (למעט מרמה, פעולה בודדו או כל פעולה אחרת שהדין אינו מתיר לפטור מאחריות בגינה), או מאירוע בלתי צפוי, בין אם אותו אירוע הוא בשליטתם של מידרוג או אנשי מידרוג, ובין אם לאו.

מידרוג אימצה מדיניות ונהלים לעניין עצמאות הדירוג ותהליכי הדירוג.

כל דירוג, הערכה או חוות דעת שהונפקו על ידי מידרוג עשויים להשתנות כתוצאה משינויים במידע שעליו התבססו ו/או כתוצאה מקבלת מידע חדש ו/או מכל סיבה אחרת. כשרלבנטי, עדכונים ו/או שינויים בדירוגים מופיעים באתר האינטרנט של מידרוג שכתובתו www.midroog.co.il.