

מימון פרויקטים ותשתיות

דוח מיוחד - הערת ענף | אפריל 2020

מידרוג מפרסמת מעת לעת דוחות מיוחדים הנוגעים לענפים או מנפיקים מסוימים. הדוחות המיוחדים אינם מהווים דוחות דירוג ו/או שיטות הערכה מבחינת תכנם או כוונתם ואין בהם כדי לשנות את שיטות ההערכה המתוארות במסגרת הדוחות המתודולוגיים. ככלל, דוחות מיוחדים נועדו על מנת: (1) לפרסם את הערכות מידרוג ביחס לנושאים או להתפתחויות הנוגעות למנפיקים מסוימים, (2) לתאר מגמות מאקרו כלכליות או מגמות בענף ולציין את כיוון השפעתם על הדירוגים (למשל: שינוי בביקושים בענף מסוים, שינויים רגולטוריים לרבות שינויי חקיקה), (3) להסביר תהליכי דירוג מסוימים על מנת לעזור למשקיעים להבין כיצד נקבע הדירוג, לרבות כיצד נלקחות בחשבון בדירוג מגמות מסוימות.

אנשי קשר:

תומר דר

אנליסטית

tomero@midroog.co.il

מוטי ציטרין

ראש צוות

moty@midroog.co.il

ישי טריגר, סמנכ"ל

ראש תחום מימון מובנה, פרויקטים ותשתיות

yishait@midroog.co.il

מימון פרויקטים ותשתיות בצל התפרצות נגיף הקורונה

מידרוג מעריכה כי המשבר הנובע מהתפשטות נגיף הקורונה, לצד השינויים האפשריים בתזרימי המזומנים ובהכנסותיהן של חברות פרויקטים וחברות תשתית, עלולים להשפיע על סיכוני האשראי של חברות אלו, בדגש על החברות התלויות בביקושים ו/או הנמצאות כעת בשלב ההקמה - הטומנת בחובה חשיפה למצבם הפיננסי של קבלנים מהותיים, עיכובים בהקמת פרויקטים, עיכובים בהשלמת הרכש וגלישת עלויות. מנגד, מאפייני המימון הפרויקטלי כוללים לרוב התאמה בין שירות החוב העתי לתזרים הצפוי בפרויקט לאורך השנים ובדרך כלל, סיכון ביקושים ממותן והעדר סיכון מימון מחדש, זאת לצד מנגנונים פיננסיים שונים ומבנה משפטי הכולל מערך ערבויות, שעבודים ובטוחות, הצפויים למתן את החשיפה להשפעת הנגיף. בנוסף, רבות מחברות התשתית הינן בבעלות ממשלתית, מספקות שירותים חיוניים למשק ובעלות חשיבות בהיבטים כלל מערכתיים, אשר צפויים למתן את החשיפה להשפעת הנגיף. מידרוג בוחנת את ההשלכות על דירוגי האשראי, ותמשיך לעקוב אחר ההתפתחויות ואופן ההתמודדות של החברות הפועלות בענפים השונים.

התפרצות נגיף הקורונה והתפשטותו בעולם, משפיעה לרעה על מגוון רחב של אספקטים כלכליים ויוצרת אי-ודאות רבה בשווקים. התפשטות הנגיף הובילה, בין היתר, להטלת מגבלות רבות במדינות שונות, לרבות סגירת גבולות, פגיעה בסחר הבינלאומי וצמצום הפעילות הכלכלית, וזאת כתוצאה מחשש להתפשטות הנגיף, אשר הוכר כמגיפה עולמית. תהליכים אלו מביאים לשינויים, לעיתים משמעותיים ביותר, בהיקפי הפעילות ובהכנסות חברות הפרויקטים והתשתיות. מידת ההשפעה על השווקים ועל הפעילות הכלכלית המקומית הינה ניכרת ועלולה להתעצם באופן מהותי ככול שיימשכו תהליכים אלו. הפגיעה בפעילות הכלכלית משפיעה לרעה על סיכון האשראי של ענפי פעילות וחברות שונות, אם כי בשלב זה, עדיין מוקדם להעריך את ההשלכות המלאות של התפשטות הנגיף. עם זאת, אנו מעריכים כי חברות פרויקטים וחברות תשתיות חשופות לפגיעת הנגיף, בעוצמה משתנה, בהתאם למחזור החיים של החברה, לאופי החוזים, מבנה ההכנסות ולמאפיינים ספציפיים של הענף בו פועלת החברה.

מימון פרויקטלי כולל מאפיינים ייחודיים אשר עשויים למתן את השפעת נגיף הקורונה ואת האטה הכלכלית בפרויקטים מסוימים, אולם בחלק אחר מהפרויקטים, שילוב מאפייני הפרויקטים עם מתווה המימון עלולים ליצור סיכונים משמעותיים ועל כן, יש לבחון כל פרויקט לגופו

למימון באמצעות חוב פרויקטלי ישנם מספר מאפיינים השונים מימון באמצעות חוב תאגידי. להלן מספר מאפיינים מרכזיים במימון פרויקטים: (1) הפרויקט ממומן ומבוצע באמצעות SPC¹, ישות נפרדת, המוגבלת לפעילות מוגדרת, ללא יכולת לבצע השקעות ולייצר תזרימי מזומנים חדשים; (2) לרוב, ישנו סיכון הקמה והרצה בתחילת חיי הפרויקט, אשר לאחריו נדרשת השקעה בתחזוקת הפרויקט בלבד; (3) הפרויקט תלוי חוזה, רישיון או זיכיון, המאפשר יצירת תזרים מזומנים לתקופה מוגבלת; (4) הפרויקט תלוי בחוזים שונים להקמה, אספקה, הפעלה ועוד. חוזים אלו מאפשרים חלוקת סיכונים מוגדרת מראש בין הצדדים המעורבים בפרויקט; (5) הגנה מובנית עבור המממנים (הדקים לשחרור דיבידנדים, מפל תשלומים מוגדר, חשבונות מבוקרים, והגבלת שימוש בכספים), אפשרות לתפיסת הבעלות בפרויקט וניהולו על ידי המדינה או המממנים (Step In), לצד מנגנוני האצה שונים; (6) לרוב, החוב משולם לאורך חיי הפרויקט ותוספת חוב אפשרית, מותנית בעמידה במבחנים שונים. המינוף הגבוה משקף תזרים מזומנים צפוי המגובה בחוזה סגור.

אנו מעריכים כי מאפייני המימון הפרויקטלי הכוללים, בין היתר, הלימה בין שירות החוב העתי לתזרים הצפוי בפרויקט לאורך השנים, לצד סיכון ביקושים ממותן, העדר סיכון מימון מחדש (במרבית המקרים), ומנגנונים פיננסיים כמקובל במימון פרויקטים, ממתנים במידה רבה את חשיפתן של חלק מחברות הפרויקטים להשפעת נגיף הקורונה. מנגנונים אלו כוללים, בין היתר, קרן לשירות חוב בהיקף של 18-6 חודשי שירות חוב, קרן תפעול ותחזוקה, מנגנוני Cash Sweep ו-Lock-Up, זאת לצד מבנה משפטי הכולל מערך ערבויות, שעבודים ובטוחות. מנגד, סיכוני הקמה, העדר גמישות פיננסית, סיכון ביקושים וכן סיכון ללקוחות קצה, עלולים להשפיע באופן משמעותי על איתנות הפיננסית של חברות הפרויקטים. כמו כן, מימון הפרויקטים מכיל בתוכו חשיפה לנכס בודד (single asset), בהשוואה לחברות תשתית, שלרוב אינן חשופות לסיכון זה. למעשה, על מנת לאמוד את השפעת נגיף הקורונה והאטה הכלכלית במשק, יש לבחון כל מקרה לגופו, בדגש השילוב בין מאפייני הפרויקט למאפייני המימון. יש לציין כי, רבים מן הפרויקטים וחברות

¹ Special Purpose Company

התשתית המדורגים, מוגדרים כמפעלים חיוניים, עובדה המסייעת בהמשך הפעילות גם בעת הסגר וממתנת גם היא את השפעות המשבר. מעבר לכך, נצפה לראות השפעות, בעוצמה שונה, בהתאם למאפיינים הייחודיים לכל ענף². ראוי להדגיש כי חובות נחותים צפויים להתאפיין בחשיפה גבוהה יותר בהשוואה לחובות בכירים, הן של מפל התשלומים והן בשל היעדרה של רשת ביטחון של המדינה בהשוואה לחובות בכירים.

לפרויקטים בשלב ההקמה ולחברות תשתית הנמצאות בשלבי צמיחה מואצת, קיימת חשיפה גבוהה להשפעת נגיף הקורונה

פרויקטים המצויים בשלב ההקמה, או לחלופין, חברות תשתית הנמצאות בעיצומה של תוכנית השקעות מאסיבית, עלולים להיחשף להשפעות הנגיף בעצימות גבוהה יותר, בהשוואה לפרויקטים המצויים בשלב התפעול או חברות תשתית המשקיעות במטרה לשמר את הקיים, להם תלות נמוכה יותר בגורמים חיצוניים. בפרט, פרויקטים וחברות תשתית אלו, חשופים למצבם הפיננסי של קבלנים מהותיים, לעיכובים בהקמת הפרויקט ולגלישת עלויות. כמו כן, חלק ניכר מן החברות הנדרשות לייבא ציוד בהיקפים משמעותיים מחו"ל, עלולות לחוות קשיים בהשגתו וכתוצאה מכך להיגרר לעיכובים בלוחות הזמנים. בד בבד, פרויקטים הנסמכים על עובדים זרים עלולים גם הם להיתקל בקשיים נוכח מדיניות סגירת הגבולות במדינות השונות. היכולת להמשיך בעבודות ההקמה בשטח, תלויה גם היא בהגבלות שמטילה המדינה ובמידת החיוניות של הפרויקטים ו/או החברות למשק. יכולת ההתמודדות של חברות הפרויקטים וחברות התשתית עם השפעות המשבר תלויה, במידה רבה, במערך ההסכמים ובלוחות הזמנים שהוגדרו מלכתחילה, לרבות הגמישות בביצוע שינויים בלוחות הזמנים אל מול המזמינה (המדינה) והמממנים כאחד, כאשר מרווח מספק ביחס ללוחות הזמנים הצפויים, עשוי למתן את החשיפות להשפעת נגיף הקורונה. עבור רבות מחברות הפרויקטים וחברות התשתית, תתאפשרנה דרכי התמודדות נוספות במידה והאירוע יוכר כאירוע "כוח עליון".

השפעת הווירוס על פרויקטי PFI צפויה להיות מתונה ביחס לפרויקטי BOO או BOT

פרויקטים שונים נבדלים זה מזה, בין השאר, במאפייני ההכנסות שלהם. בעוד שבפרויקטי PFI³ הזכין מממן, מקים, מתפעל ומתחזק את המתקן בתמורה לדמי שירות מטעם המדינה (הכוללים החזר מלא בקשר עם הוצאות הקמה, ההוצאות השוטפות ואף מאפשרים תשואה נורמטיבית לזכיון). בפרויקטי BOT⁴ או BOO⁵, הזכין מקים על חשבונו את המתקן ומפעיל אותו, ובתמורה הוא רשאי לגבות מלקוחות הקצה תשלום שוטף, הכולל החזרים בגין הוצאות ההקמה וההוצאות השוטפות (קבועות ומשתנות כאחד). לפיכך, אנו מעריכים, כי לפרויקטי PFI חשיפה מתונה יותר לאור הכנסות מבוססות זמינות וכן איתנות פיננסית משמעותית של לקוח הקצה (המדינה), לעומת פרויקטי BOT או BOO, הטומנים בחובם חשיפה לסיכונים ביקושים, חשיפה לביצועים וחשיפה ללקוחות קצה בעלי איתנות פיננסית משתנה.

חשיפה בינונית עד גבוהה לכבישי האגרה, כאשר מידת החשיפה תקבע בהתאם לאורך ועוצמת השבתת המשק

נגיף הקורונה צפוי להשפיע בצורה שלילית על כבישי האגרה בשל מיעוט התנועה בכבישים, השפעה אשר תלך ותתעצם עם התארכות תקופת ההגבלות וגיודול בשיעור האבטלה. עם זאת, ככל ותקופת ההגבלות לא תתארך, לפרויקטים מסוג זה צפויה להיות עמידות יחסית, היות ונפח התנועה צפוי לחזור במהירות להיקפו הקודם, עם הקלת המשבר. כמו כן, כחלק מהסכם הזיכיון עם המדינה, לכבישי האגרה קיימות רשתות ביטחון בקשר עם היקף התנועה, אולם יש לבחון האם רשתות הביטחון נותנות מענה מלא לשירות החוב העתי או שמא תורמות אך ורק בשיקום לאחר אירוע הכשל. בנוסף, בפרויקטים מסוג זה קיימים מנגנונים פיננסיים שונים, לרבות קרן לשירות חוב בהיקף של 6-12 חודשי שירות חוב. מנגנונים אלו, צפויים להפחית באופן משמעותי את הפגיעה באיתנותו הפיננסית של הפרויקט, ויאפשרו תקופת ספיגת הפסדים ברמת הפרויקט, טרם פגיעה בשירות החוב.

² להרחבה בנוגע להשפעת הקורונה על סקטור הנפט והגז הטבעי, ראו "סקטור הנפט והגז הטבעי, דוח מיוחד - הערת ענף", אפריל 2020

³ Private Finance Initiative

⁴ Build Operate Transfer

⁵ Build Operate Own

לתחנות כוח פוסיליות ואנרגיות מתחדשות קיימת חשיפה נמוכה יחסית להשפעות נגיף הקורונה

פרויקטים מתחום האנרגיה נחלקים לשתי קבוצות עיקריות, בעלות מאפיינים שונים: פרויקטים בתחום האנרגיות המתחדשות ופרויקטים בתחום האנרגיה הפוסילית. פרויקטים מתחום האנרגיה המתחדשת כוללים, בין היתר, אנרגיה סולארית (PV), אנרגיית רוח ואנרגיה תרמו סולארית. פרויקטים אלו מאופיינים לרוב בחוזים ארוכי טווח, המכסים את כל תקופת החוב ואף מעבר לכך, באמצעות "זנב" ייעודי (Tail)⁶, ומחילים על חברת החשמל חובה לרכישת מלוא הספק החשמל המיוצר בפרויקט, בתעריף קבוע, הצמוד למדד המחירים לצרכן ו/או מדדים מוגדרים. עקרונות אלו מגולמים במלואם בהסכם רכישת החשמל של הפרויקטים עם חברת החשמל, ולמעשה מסירים מן הפרויקטים חשיפה לסיכונים ביקושים ו/או תלות בתעריף משתנה. יתרה מכך, התעריפים שנקבעו עבור מרבית הפרויקטים הנ"ל, גבוהים משמעותית ממחיר השוק ובכך מעניקים לפרויקטים שולי רווח גבוהים יחסית ואיתנות פיננסית משמעותית. בהקשר זה, יש להבחין בין פרויקטים הפועלים בארץ ומאופיינים בהסכם רכישת החשמל (PPA)⁷ עם חברת החשמל, לבין פרויקטים הפועלים בחו"ל בשוק משוכלל הנשען על מחירי SPOT ו/או עם הסכמים לרכישת חשמל אל מול גופים חלשים יותר (גם אם מדובר בחברות ממשלתיות). כאשר לרוב, הפעילות הינה במדינות בעלות סיכון אשראי גבוה יותר ממדינת ישראל, לצד חשיפה לסיכונים מטבע. יתרה מכך, נציין כי במספר מדינות (דוגמת איטליה, ספרד ופולין) החליטה המדינה באופן חד צדדי על שינוי ההסכמים ועדכון התעריף כלפי מטה. עם זאת, בישראל, כניסתם של פרויקטי האנרגיה המתחדשת בוצעה באופן הדרגתי, כך, שהתעריף המובטח עודכן כלפי מטה בכל פעימה. מגמה זו אף התחזקה לאור שיטת המכרזים הנהוגה בפרויקטים אלו כיום. עדכון התעריף כלפי מטה באופן הדרגתי, מבסס את הערכתנו כי שינוי ההסכמים חד צדדי, כפי שתואר לעיל, אינו צפוי עבור פרויקטים בישראל. בניגוד לפרויקטי אנרגיה מתחדשת, לרוב, תחנות הכוח הפוסיליות מוכרות חשמל באמצעות חוזים בילטרליים. על כן, החשיפה להשפעות נגיף הקורונה עלולה להיות גבוהה יותר, היות וההאטה בפעילות הכלכלית, עלולה להביא לירידה משמעותית בביקושים לאנרגיה, בדגש על צרכנים במגזרי המסחר והתעשייה. יכולת פרויקטים אלו להתמודד עם השפעות הנגיף תלויה בעיקר בטיב ובפיזור הלקוחות, באיתנותם הפיננסית ובאופי החוזים שנחתמו עמם.

חשיפה נמוכה למתקני התפלה וחברות הולכת חשמל

חברות בתחום ההתפלה וחברות הולכת חשמל, הינן חיוניות לתפקודו התקין של המשק ובעלות חשיבות בהיבטים כלל מערכתיים. מתוקף כך, נהנות החברות הנ"ל מהגנות רגולטוריות שונות כנגד סיכונים ביקושים יחד עם תעריפים המשקפים, במקרים רבים, כיסוי עלויות OPEX, לרבות פחת, ותשואה הולמת על כלל ההשקעות. החברות מאופיינות בוודאות תזרים מזומנים גבוהה המבוססת על רכיבי הכנסות בגין זמינות ו/או חוזים הכוללים רכיב TOP⁸. ודאות תזרימי המזומנים נתמכת בנוסף בביקוש קשיח עבור המוצרים שמספקות החברות הללו, או לחלופין, ללא תחרות משמעותית. להערכתנו, ההגנות הרגולטוריות וודאות תזרימי המזומנים המאפיינת את החברות הללו, מעניקות להן הגנות מפני חשיפה להשפעת נגיף הקורונה ומחזקת את הערכתנו לחשיפה הנמוכה.

דוחות קשורים

[סולמות והגדרות הדירוג של מידרוג](#)

הדוחות מפורסמים באתר מידרוג www.midroog.co.il

תאריך הערת הענף: 26.04.2020

⁶ התקופה שבין הפירעון המלא של החוב הבכיר עד למועד סיום ההסכם רכישת החשמל (במרבית המקרים אל מול חברת החשמל).

⁷ Power Purchase Agreement

⁸ Take Or Pay

© 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 ולסיכונים 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 והיה 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>.