



דירוג חברות נמל

דוח מתודולוגי ו אפריל 2015

אנשי קשר:

רו"ח דביר וולף, אנליסט בכיר
dvirw@midroog.co.il

רו"ח מירב בן כנען הדר, סמנכ"ל
meravb@midroog.co.il

מתודולוגיה לדירוג חברות נמל

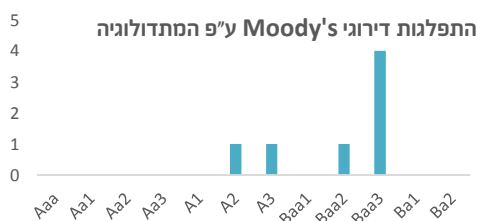
1. מבוא

מטרת דוח זה הינה להסביר את גישת מידרוג להערכת סיכוני אשראי הגלומים במכשירי חוב המונפקים ע"י חברות בענף הנמלים. הדוח נועד לשקף את המאפיינים האיכותיים והכמותיים העיקריים המשפיעים על דירוג חברות נמלים ויכול לשמש ככלי עזר לחברות, משקיעים ובעלי עניין אחרים בשוק ההון בהבנה כיצד גורמים כמותיים ואיכותיים עשויים להשפיע על דירוגי החברות בענף. הדוח לא מכיל דיון ממצה בכל הגורמים הגלומים בדירוג, אלא נועד לאפשר לקורא להבין את השיקולים האיכותיים והמידע והיחסים הפיננסיים שהינם בדרך כלל המשמעותיים והחשובים ביותר בקביעת הדירוגים בענף זה. הדוח מתבסס על מתודולוגיית Moody's לדירוג חברות נמל¹ Privately Managed Port Companies (להלן: "PMPC"), בהתאמות הנדרשות. המתודולוגיה מתייחסת לדירוג נמלים מהסוגים הבאים:

- נמלים במודל Landlord² שבבעלות פרטית או שהונפקו לציבור, ו/או חברות תפעוליות
- חברות בבעלות פרטית או שהונפקו לציבור, המתפעלות נמלים בבעלות ממשלתית במסגרת זיכיון
- חברות תפעול נמלים בינלאומיים שהינם בבעלות ממשלתית חלקית או מלאה
- חברות נמל בבעלות ממשלתית עם הנהלה עצמאית

על אף שפעילותן של חברות נמל הינה פשוטה במהותה, נמלים מספקים מגוון רחב של שירותים לענפי המסחר המקומי והבינלאומי, ומשמשים כממשק בין תחבורה ימית ויבשתית. הנמלים בארץ ובעולם עברו ועודם עוברים, התפתחות משמעותית בשנים האחרונות, הן ברמת האוטומציה והן ביכולתן לשרת ספינות בממדים הולכים וגדלים. הגידול בממדי הספינות נזקק לעלויות הדלקים שהאמירו משמעותית בשנים האחרונות (ממוצע של מעל \$100 לחבית בין השנים 2010 ל-2014), ולמעבר המסיבי לשימוש בקונטיינרים.

בדומה לדירוגי תשתיות אחרים, לנמלים נדרשות השקעות בתחזוקה ושדרוג ברמה מספקת כדי לספק קיבולת במענה לביקושים הקיימים בזמן הארוך. חשיבות הנמלים לכלכלה מביאה לכך שבמקרים רבים נמלים הינם בבעלות ממשלתית, תחת פיקוח, ולעיתים נתמכים ישירות (פיננסית) או בעקיפין (בד"כ באמצעות תשתיות תומכות) ע"י הממשלה. בישראל פועלות ארבע חברות לתפעול וניהול נמלים - נמלי חיפה, ואשדוד הממשלתיים, ונמלי מספנות ישראל (חיפה) ואילת הפרטיים. חברת נמלי ישראל (להלן: "חנ"י")³, הופקדה על פיתוח תשתיות הנמלים וניהול הנכסים בתחומם, ואליה הועברה הבעלות למעשה⁴ על הזכויות בהם.



נכון לשנת 2013, דירגה Moody's 8 חברות במסגרת מתודולוגיית ה-PMPC, אשר כולן פועלות מחוץ לארה"ב. כפי שניתן לראות מהגרף המצורף, טווח הדירוגים שנקבעו ע"י Moody's הינו בין A2-Baa3. מתודולוגיה זו איננה מתייחסת לדירוג חברות פיתוח נכסי נמל⁵, אשר להן מתודולוגיה נפרדת שפורסמה ע"י מידרוג.⁶

¹ מתודולוגיית Moody's בנושא: [Privately Managed Port Companies](#), פורסמה ביום 31.05.2013.
² עקרון הפרדה בין פיתוח תשתיות לאומיות, המבוצע ע"י המדינה, לבין התפעול השוטף של הנמלים, המתבצע ע"י חברות נמל מתחרות.
³ חנ"י מדורגת ע"י מידרוג בדירוג Aa1 באופק יציב. [לד"ח הדירוג](#)
⁴ לחנ"י זכות חכירה לדורות בכל המקרקעין אשר הועברו ויועברו אליה, למעט מקרקעין מועברים, אשר הינם מקרקעין תת ימיים אשר ביחס אליהם תינתן לחנ"י זכות שימוש בלבד. נכון למועד הדוח, נחתם הסכם חכירה בין החברה למינהל מקרקעי ישראל אך ורק לגבי נמל אילת.
⁵ [Public Port Revenue Bonds](#)
⁶ [מתודולוגיה לדירוג חברות פיתוח נכסי נמל](#), אוגוסט 2014

2.1 פרמטרים עיקריים בדירוג

במסגרת המתודולוגיה נבחנים 5 משתנים עיקריים, המורכבים ממספר תתי-פרמטרים כמפורט להלן:

מיצוב שוק	- גודל הנמל - אזור השירות ורמת התחרות - מגבלות תפעוליות
פיזור ותנודתיות מקורות ההכנסה	- תנודתיות הכנסות - פיזור וגיוון בסיס הלקוחות
תכנית ההשקעות והמצב הפיננסי	- תכנית ההשקעות של מערכת הנמלים בטווח הבינוני - גישת ההנהלה לסיכונים פיננסיים - שיעור ההכנסות מפעילויות שאינן פעילות הליבה
בעלות בנכסים	- טיב הבעלות והשליטה בנכסים
יחסים פיננסיים	- $\frac{\text{הוצאות ריבית} + \text{FFO}}{\text{הוצאות ריבית תזרימיות}}$ - $\frac{\text{FFO}}{\text{חוב פיננסי}}$ - $\frac{\text{RCF}}{\text{Capex}}$ - יחס כיסוי חוב ⁷ DSCR

2.2 מיצוב שוק

חשיבותו של מיצוב השוק הינה ביכולתו לבטא את חוזקת המעמד התחרותי של הנמל בשימור ויצירת ביקושים, ותוך כדי כך לשמר ולייצר הכנסות יציבות על פני זמן. מיצוב השוק של נמל מושפע בעיקר ממיקומו וגודלו - גודלו של נמל מתבטא בחשיבותו לכלכלה המקומית, אם מצד הביקושים לסחורות מיובאות, או אם מצד ההיצע של ייצוא סחורות מכלכלה מוטית ייצור תעשייתי; מיקומו של הנמל לאורכו של ציר תנועה ימי מרכזי חשובה לתמיכה בגודלו.

מיצוב השוק נבחן באמצעות 3 פרמטרים עיקריים:

גודל הנמל - נמלים מסדרי גודל גדולים יותר הינם בעלי יכולת קליטה של מגוון סחורות ומטענים רחב, ואינם נשענים על מספר מצומצם של לקוחות, כך שגריעת הכנסות מלקוח בודד תשפיע בצורה מינורית, והשפעה זו תקוזז במהירות באמצעות התקשרות עם לקוח אחר.

היקף אזור השירות ורמת התחרות - פרמטר איכותי המשמש להערכת יכולת הנמל לשמש כגורם מהותי במסחר ובכלכלה המקומית והבינלאומית. פרמטר זה מושפע בראש ובראשונה מגודלה וחוסנה הכלכלי של אוכלוסיית האזור, התממשקות הנמל לקווי רכבת וכבישים מרכזיים, והתחרות, במידה וקיימת, באותו אזור.

מגבלות תפעוליות - מגבלות תפעוליות מבטאות את היכולת הפיזית המקסימאלית של נמל לספק שירותים ולהציג צמיחה עתידית בהכנסות. ככל שנמל יכול לספק מגוון רב יותר של שירותים, פריקה וטעינה של כל סוגי הסחורות הדרושות לאזור ולאזורים סמוכים כך ידורג גבוה יותר. לשם המחשה, נמל קטן יחסית עלול שלא לקבל אניות משא גדולות

⁷ Debt Service Cover Ratio



מאחר ואין ברשותו את הציוד המתאים לפריקה וטעינה של אניות אלו, או שקיימת מגבלה פיזית אחרת (לדוגמא, עומק המים בסמוך לרציף) אשר איננה מאפשרת את עגינת האניות.

2.3 פיזור ותנודתיות מקורות ההכנסה

פיזור מקורות ההכנסה של נמל הינה אינדיקטור חשוב לתנודתיות בהיקפי ההכנסות בעתיד. קיים קשר עקרוני בין לקוחות הנמל לבין חוזקו הכלכלי של אזור השירות אותו הוא משרת וסוגי הסחורות והמטענים העוברים דרכו. בין היתר, נבחנת תלות ההכנסות של הנמל בלקוחות מסוימים - ככל שהתלות גבוהה יותר, כך גדלה רמת הסיכון והחשיפה ללקוח בודד. פיזור ותנודתיות מקורות ההכנסה של נמל נבחנים באמצעות 2 פרמטרים עיקריים:

תנודתיות ההכנסות - מבוצע ניתוח הכנסות העבר של הנמל, ע"ב שנתי, כדי להבין את רגישותן לאור שינויים בהיקפי המטענים. כאשר חברת הנמל הינה גם בעלת הקרקע, חלק ניכר מהכנסותיה אינן תלויות היקפים, אלא נובעות ממקורות קבועים כגון חוזי שכירות וחכירה (מחסנים, משרדים וכו'). הכנסות שאינן תלויות היקפים מקלות משמעותית על הסיכון הגלום בירידה זמנית בהיקפי הסחורות והמטענים העוברים בנמל. החשיפה לשינויים בהיקפי המטען גדולה במיוחד בחוזים מבוססי תעריף לקונטיינר.

גורמים מקלים נוספים לתנודתיות ההכנסות הינם מערכת הסכמית מבוססת מכסות מינימום (Take-or-Pay), או קרבה לגורמים אסטרטגיים כגון מזקקת נפט, מפעלי כימיקלים, מפעלי ייצור תעשייתי משמעותיים וכו'.

פיזור וגיוון בסיס הלקוחות - אינדיקטור חשוב המספק מדד כמותי לתנודתיות ההכנסות, ע"י אומדן שיעור הכנסות של הנמל המופק מלקוחות עיקריים, ומלמד על החשיפה לשינויים תכופים בהכנסות כתוצאה מעזיבת לקוח אחד או יותר. נמל בעל פיזור וגיוון לקוחות ברמה נמוכה, חשוף ברמה גבוהה יותר לסיכון העסקי של הלקוחות העיקריים, וסביר יותר שיתקשה להתגבר על כשל או אובדן של אחד או יותר מהם.

2.4 תכנית ההשקעות והמצב הפיננסי

אניות המשא המודרניות מתהדרות בקיבולת הקונטיינרים העולה בצורה אקספוננציאלית עם השנים. לשם המחשה, בשנת 2006 עמדה הקיבולת של אניית המשא הגדולה ביותר בעולם על כ- 15,500 TEU, ובשנת 2015 צפויה אניית המשא הגדולה בעולם להציג קיבולת של כ- 19,220 TEU. נמלים נדרשים לביצוע השקעות הוניות משמעותיות מפעם לפעם, ע"מ לשמר את יכולתן לקלוט אניות משא גדולות. השקעות אלה עשויות להיות לרכישת מנופים גבוהים יותר, בעלי טווח פריקה ארוך יותר, ביצוע עבודות חפירה להעמקת המים באזור העגינה של הנמל וכו'. תכנית ההשקעות נבחנת בהתאם להשפעה הצפויה על מצבו הפיננסי של הנמל, לרבות היתכנותן של חריגות תקציביות בלתי צפויות, וכן לאור השלכות תפעוליות כגון השבתה חלקית של הנמל בזמן העבודות.

רצון ההנהלה להגדיל את התשואה על ההון לבעלי המניות, עלולה להוביל להגדלת המינוף, יחד עם הסטת משאבים כספיים להשקעות או קווי עסקים חדשים שאינם אינטגרליים בפעילות הליבה של הנמל. פעולות מסוג זה מערערות את ודאיותו של תזרים המזדמנים העתידי של הנמל, ומוציא משאבים מאחזתם של הנושים. החלטות ניהוליות בקשר עם השקעות מסוג זה, הינן פונקציה של אהבת הסיכון של ההנהלה והלחץ מבעלי המניות, ורצונם לשנות את מבנה ההון והמיקוד העסיק של הנמל.

היקף ומורכבות תכנית ההשקעות - הנחת הדירוג הינה כי ישנו שיעור שנתי מינימלי (כנגזר מההכנסות) של השקעות הוניות הנדרשות לשימור ותחזוקת הקיים. ירידה משיעור זה עלולה להביא לפגיעה באיכות הנכסים, להעיב על היעילות התפעולית, ו/או להגדיל את הוצאות התפעול השוטפות. כתוצאה מכך, השקעות הוניות גדולות יותר ידרשו על מנת לתקן את הנזק שנוצר ולהחזיר את הנמל למצבו התקין. השקעות הוניות לשיפור ופיתוח הנמל הינן חיוביות מבחינה דירוגית, לאור ההשפעות הצפויות על יכולת ייצור ההכנסות כתוצאה מביצוען.



במסגרת בחינת פרמטר זה תוערך יכולתו של הנמל לממן השקעות הוניות בעתיד, בהתאמה להכנסותיו, סך ההשקעות ההוניות והיקף החוב הפיננסי. היקף תכנית ההשקעות הינו אינדיקטור מהותי לבחינת היקף החוב העתידי הנדרש לגיוס, שיעור המינוף הנגזר מכך, והשפעתו על התוצאות הכספיות.

גישת הנהלה לסיכונים פיננסיים - בפרמטר זה נבחנות ההגבלות, ככל שישנן, המוטלות על הנהלת החברה משימוש בכספי החוב (ובכלל) לביצוע השקעות הנתפסות כהזדמנויות, מיזוגים ורכישות, או השקעות אחרות העלולות להשפיע על הפרופיל הפיננסי של החברה. הגדלת שיעור המינוף אינה בהכרח בעלת השפעה שלילית על הדירוג - תכנית השקעה הממומנת בחוב ומשפרת את קיבולת הנמל או את הגישה אליו, צפויה להשפיע לטובה גם על מיצוב השוק.

הגבלות ואיסורים על הנהלת החברה מנטילת חוב לביצוע השקעות ספקולטיביות הינה חיובית לדירוג. אע"פ כן, אמות מידה פיננסיות עלולות למנוע או להגביל את ביצוען של השקעות הוניות נחוצות.

שיעור ההכנסות מפעילויות נלוות - פרמטר זה בוחן את הסיכון הנובע מפעילויות ונכסים שאינם קשורים ישירות לפעילות הליבה של הנמל, היינו לעיסוקים שככל הנראה נושאים סיכון גבוה יותר מהסיכון הגלום בפעילותו של הנמל. על אף שהכנסות אלה עשויות לשאת בחובם תשואה גבוהה לבעלי המניות, הן נתפסות כשליליות בסביבת הדירוג הגבוהה בה מדורגים נמלים בד"כ.

2.5 מאפייני הבעלות

לבעלות על הנכסים קשר הדוק ליכולת להפיק הכנסות מפעילות הנמל. בתרחיש אידילי לחברת הנמל בעלות מלאה על כל נכסי הנמל, לרבות קרקעות, זכויות הקשורות לשטח הימי בכניסה למתחם העגינה, וכו'. הבעלות על הנכסים מסייעת לאמוד את יכולתו של הנמל למקסם את רווחיו מפעילות הליבה. כמו כן, בעלות על הנכסים מחזקת את יכולתם של הנושים למקסם את שיעור השיקום במקרה של חדלות פירעון. כאמור, בעלות על הנכסים והקרקעות באזור השירות של הנמל מסייעות לו להפיק הכנסות נוספות (כגון השכרת משרדים ומחסנים) אשר אינן תלויות באופן ישיר בהיקף הסחורות המועברות בנמל. נציין כי כאשר הקרקעות הינן בחזקת הנמל מכוח הסכם חכירה ארוך טווח (של עשרות שנים ויותר), לרוב לבעלי הקרקעות אין עניין ו/או יכולת להשפיע על ענייניו של הנמל בקרקעות.

מאידך, חברות נמל הפועלות מכוח הסכם זיכיון מול רשות ממשלתית (בישראל - רשות הספנות והנמלים) מבלי להחזיק בבעלות על הנכסים יחשבו לחזקות פחות מבחינת איכות האשראי, וזאת כתוצאה מהעדר נכסים מגבים לפירעון החוב. בנוסף, מאחר וטיבם של הסכמי זיכיון כרוך בתקופה מוגדרת, נוצר תיחום לתקופת ההכנסות לשירות החוב כאורכה של תקופת הזיכיון. ככל שהסכמי הזיכיון, ההגבלות ואמות המידה הכרוכות בהם הדוקות יותר, כך נתפס הסיכון הכרוך בפעילות כנמוך יותר. בנוסף, ההיסטוריה התפעולית של הזיכיון ויכולתו להתגבר על מצבי משבר וקשיים תפעוליים, ו/או על הפרות במסגרת הסכם הזיכיון, הינם גורם משמעותי להערכת יציבותו של הסכם הזיכיון (או שלילתו, לחילופין). הסבירות שהסכם הזיכיון יחודש, לאור תפקודו בתקופת הזיכיון הקיים, משמשת גם היא כגורם משמעותי בפרמטר זה.

2.6 יחסים פיננסיים

היחסים הפיננסיים מהווים מדד כמותי, ומשקפים את יכולת ייצור תזרים המזומנים, שימור ותחזוקת הנכסים, תוך עמידה בהתחייבויות הפיננסיות.

בפרק זה נבחנים 4 יחסים הפיננסיים עיקריים:

$\frac{\text{הוצאות ריבית+FFO}}{\text{הוצאות ריבית תזרימיות}}$ - משקף את יכולתו של תזרים המזומנים התפעולי הפרמננטי של החברה לשלם את הוצאות הריבית.

$\frac{\text{FFO}}{\text{חוב פיננסי}}$ - היחס בין תזרים המזומנים התפעולי הפרמננטי של החברה לחוב הפיננסי.

$\frac{\text{RCF}}{\text{Capex}}$ - משקף את יכולתו של תזרים המזומנים התפעולי לשרת את צרכי ההשקעות ההוניות, לאחר חלוקת דיבידנד.

יחס כיסוי חוב DSCR (ממוצע על פני 3 שנים) - יחס הכיסוי DSCR בוחן את תזרים המזומנים החופשי לשירות חוב ביחס להיקף שירות החוב (קרן וריבית) בשנה מסוימת, ונועד לזהות תקופות זמן בעייתיות ("בטן תזרימית") בהן סך תזרים המזומנים החופשי לשירות חוב הינו נמוך יחסית לשירות החוב (קרן וריבית).

3. גורמים מיטבי / מרעי דירוג

במסגרת דירוג חברות לתפעול נמלים נבחנים היבטים נוספים אשר עשויים להשפיע על הדירוג שנקבע, בהתאם לפרמטרים העיקריים שפורטו לעיל. להלן פירוט היבטים הנוספים שנלקחים בחשבון במסגרת הדירוג:

3.1 אמצעי שליטה ובקרה לנושים

הסדרי הגנה מספקים לנושים מידה מסוימת של שליטה על החלטות פיננסיות ו/או עסקיות של החברה, בעת שהמצב הכספי הינו מתחת לרצוי. הסדרים מסוג זה כוללים, בין היתר:

- (א) הזכות להיכנס לנעלי החברה (Step-In) במידה וחל עיכוב או ביטול בהסכם הזיכיון או חדלות פירעון.
- (ב) אמות מידה פיננסיות המגבילות תשלומים אסורים וחלוקת דיבידנדים ("Distribution Lock-Ups")
- (ג) דיווח שוטף מיועציה המקצועיים של החברה (יועצים טכניים ומהנדסים) לעניין מצבו של הנמל והעמידה בתנאי הזיכיון.

3.2 מבנה החוב וכריות נזילות

נבחנות ההגנות המעוגנת במבנה המימון ופירעונו:

- (א) כרית מזומנים לשירות החוב - Debt Service Reserve Account.
- (ב) כריות לכיסוי הוצאות עתידיות גדולות, כגון עבודות תחזוקה - Major Maintenance Reserve Account.
- (ג) קיימת אמורטיזציה משמעותית המקטינה את סיכון המימון מחדש.
- (ד) קיימות הגנות במסגרת חזוי גידור נגד שינויים בשערי מטבע וכדו'.

3.3 היבטים נוספים

- (א) בעלי מניות.
- (ב) ממשל תאגידי.
- (ג) איכות ההנהלה.
- (ד) אסטרטגיה.
- (ה) אחרים.

דירוג החוב של חברת אחזקות, שאחזקותיה העיקריות הינן בחברות נמל, נקבע ביחס לדירוג החוב של חברות הנמל, תוך התחשבות בנכסים נוספים הנמצאים תחת חברת האחזקות. הדירוג של חברת האחזקה צפוי להיות נמוך מדירוג החוב של החברות המוחזקות, בשל הנחיתות המבנית להתחייבויות חברות אלו לבעלי החוב. בשיקולי קביעת הדירוג של חברת האחזקות נלקחים בחשבון פרמטרים נוספים, דוגמת רמת הנזילות, המינוף ומידת הגמישות הפיננסית, תוך התחשבות בחסמים רגולטוריים למעבר כספים לחברת האחזקה, התניות פיננסיות מחמירות ברמת החברות המוחזקות וחשיפת חברת האחזקות לחברות בנות המאופיינות בסיכון עסקי גבוה או תזרימי מזומנים תנודתיים.



מידרוג בע"מ, מגדל המילניום רח' הארבעה 17 תל-אביב 64739

טלפון 03-6844700, פקס 03-6855002, www.midroog.co.il

© כל הזכויות שמורות למידרוג בע"מ (להלן: "מידרוג") 2015.

מסמך זה, לרבות פיסקה זו, הוא רכושה הבלעדי של מידרוג והוא מוגן על ידי זכויות יוצרים ודיני הקניין הרוחני. אין להעתיק, לצלם, לשנות, להפיץ, לשכפל או להציג מסמך זה למטרה מסחרית כלשהי ללא הסכמת מידרוג בכתב.

כל המידע המפורט במסמך זה ושעליו הסתמכה מידרוג נמסר לה על ידי מקורות הנחשבים בעיניה לאמינים ומדויקים. מידרוג אינה בודקת באופן עצמאי את נכונותו, שלמותו, התאמתו, דיוקו או אמיתותו של המידע (להלן: "המידע") שנמסר לה והיא מסתמכת על המידע שנמסר לה לצורך קביעת הדירוג על ידי החברה המדורגת.

הדירוג עשוי להשתנות כתוצאה משינויים במידע המתקבל ו/או כתוצאה מקבלת מידע חדש ו/או מכל סיבה אחרת. עדכונים ו/או שינויים בדירוגים מופיעים באתר האינטרנט של מידרוג שכתובתו: www.midroog.co.il. הדירוגים המתבצעים על ידי מידרוג הנם בגדר חוות דעת סובייקטיבית ואין הם מהווים המלצה לרכישה או להימנעות מרכישה של אגרות חוב או מסמכים מדורגים אחרים. אין לראות בדירוגים הנעשים על ידי מידרוג כאישור לנתונים או לחוות דעת כלשהן או כניסיונות לבצע הערכה עצמאית למצבה הכספי של חברה כלשהי או להעיד על כך, ואין להתייחס אליהם בגדר הבעת דעה באשר לכדאיות מחירן או תשואתן של אגרות חוב או של מסמכים מדורגים אחרים. דירוגי מידרוג מתייחסים במישרין רק לסיכונים אשראי ולא לכל סיכון אחר, כגון הסיכון כי ערך השוק של החוב המדורג ירד עקב שינויים בשערי ריבית או עקב גורמים אחרים המשפיעים על שוק ההון. כל דירוג או חוות דעת אחרת שמעניקה מידרוג צריכה להישקל כמרכיב בודד בכל החלטת השקעה הנעשית על ידי משתמש במידע הכלול במסמך זה או על ידי מי מטעמו, ובהתאם, כל משתמש במידע הכלול במסמך זה חייב ללמוד ולבצע הערכה של כדאיות השקעה מטעמו לגבי כל מנפיק, ערב, אגרת חוב או מסמך מדורג אחר שבכוונתו להחזיק, לרכוש או למכור. דירוגיה של מידרוג אינם מותאמים לצרכיו של משקיע מסוים ועל המשקיע להסתייע ביעוץ מקצועי בקשר עם השקעות, עם הדין או עם כל עניין מקצועי אחר. מידרוג מצהירה בזאת שהמנפיקים של אגרות חוב או של מסמכים מדורגים אחרים או שבקשר עם הנפקתם נעשה דירוג, התחייבו לשלם למידרוג עוד קודם לביצוע הדירוג תשלום בגין שרותי הערכה ודירוג הניתנים על ידי מידרוג.

מידרוג הינה חברת בת של מודי'ס (Moody's להלן: "מודי'ס"), שלה 51% במידרוג. יחד עם זאת, הליכי הדירוג של מידרוג הנם עצמאיים ונפרדים מאלה של מודי'ס, ואינם כפופים לאישורה של מודי'ס. בו בזמן שהמתודולוגיות של מידרוג מבוססות על אלה של מודי'ס, למידרוג יש מדיניות ונהלים משלה וועדת דירוג עצמאית.

למידע נוסף על נהלי הדירוג של מידרוג או על ועדת הדירוג שלה, הנכם מופנים לעמודים הרלוונטיים באתר מידרוג.