

התנועה למען איכות השלטון בישראל (ע"ר)

The Movement for Quality Government in Israel الحركة من أجل جودة السلطة في إسرائيل



תאריך: כ"ו תמוז, תשע"א 28/07/2011

סומן: כ-10-8040

לכבוד

ד"ר יובל שטייניץ

שר האוצר

חברי הוועדה להגברת התחרותיות במשק:

מר חיים שני

מנכ"ל משרד האוצר

פרופ' שמואל האוזר

יו"ר הרשות לניירות ערך

עו"ד אבי ליכט

המשנה ליועץ המשפטי לממשלה

פרופ' עודד שריג

הממונה על שוק ההון במשרד האוצר

ד"ר קרנית פלוג

המשנה לנגיד בנק ישראל

מר איל גבאי

מנכ"ל משרד ראש הממשלה

מר דוד זקן

המפקח על הבנקים

ד"ר אודי ניסן

הממונה על התקציבים במשרד האוצר

פרופ' יוג'ין קנדל

ראש המועצה הלאומית לכלכלה

פרופ' דיוויד גילה

הממונה על ההגבלים העסקיים

נכבדי,

הנדון: הצורך בניתוק הקשר שבין חברות דירוג האשראי

לבין החברות המדורגות על ידן

בשם התנועה למען איכות השלטון בישראל, ע"ר, (להלן: התנועה) הרינו לפנות אליכם כדלקמן:

מכתב זה נשלח בהמשך לשימוע שנערך בהשתתפותנו בפני הוועדה להגברת התחרותיות ולשאלותיכם לגבי דוגמאות קונקרטיות, מעבר לאמירות כלליות בנושא. כמו כן המכתב מהווה גם המשך למכתבינו לוועדה, אשר הציגו דוגמאות ממשיות לבעייתיות שנוצרת כתוצאה מההחזקות הצולבות במשק.

התנועה מבקשת להמשיך ולהביא לתשומת לב הוועדה מקרים המבהירים מדוע אופיו הריכוזי של המשק הינו רעה חולה שיש לטפל בה, ולהזכיר כי לוועדה יש מנדט לקבל הכרעה חדה וברורה לשינוי בבסיס המבנה הקיים.

רח' יפו 208, ירושלים 94383 * מען למכתבים: ת.ד. 4207, ירושלים 91043 * טל: 02-5000073 פקס: 02-5000076
شارع يافا 208، القدس 94383 * العنوان للرسائل: ص.ب. 4207، القدس 91043 * هاتف: 02-5000073 * فاكس: 02-5000076
208 Jaffa St., Jerusalem * Mailing Address: P.O.B.4207 Jerusalem 91043 * Tel: 02-5000073 * Fax: 02-5000076
E-mail: economic@mqg.org.il * Web Site: www.mqg.org.il

התנועה למען איכות השלטון בישראל (ע"ר)

الحركة من أجل جودة السلطة في إسرائيل The Movement for Quality Government in Israel



במכתב זה נציג את ניגוד העניינים האינהרנטי שבו מצויות כיום חברות הדירוג – זאת לאור העבודה שהחברות המדורגות יכולות לבחור, לממן ואף להחליף אותן. נדגים את הבעיה על פרשת דירוג האג"ח של חברת 'אריסון החזקות', והכל כפי שיפורט להלן.

הצגת הבעיה

1. כפי שהזכרנו בדברינו בפני הוועדה בחודש מאי האחרון, במצב הנוכחי הקיים במשק, מגזר חברות דירוג האשראי – אשר אמור להיות אחד משומרי הסף המסייעים לרגולטורים במלאכת הפיקוח והתכנון של שוק ההון – מצוי בניגוד עניינים אינהרנטי.
2. במצב השורר כיום, החברות המדורגות הן שבותרות את חברות הדירוג ומשלמות את שכרן. באופן טבעי, עולה מכך שהחברה המדורגת יכולה גם להפסיק את ההתקשרות עם חברת הדירוג ולהחליף אותה בחברה אחרת. מקרה אופייני שבו יש לחשוש שחברה תנקוט בצעד כזה, הוא מצב שבו חברת הדירוג מעניקה לחברה דירוג שנראה נמוך בעיני החברה המדורגת.
3. באופן זה, מצוי בידי החברות המדורגות נשק רב השפעה: חברות הדירוג, אשר סמוכות על שולחן של החברות הגדולות במשק ומתקיימות מן הכספים שהן משלמות להן בעבור שירותיהן, נתונות באיום 'פיטורין' תמידי. באופן טבעי, יש לחשוש שחברות הדירוג תשאפנה לרצות את האינטרס של בעלי השליטה בחברות המדורגות, ולהעניק להן דירוג שיתאים לצורכיהן.

מקרה המבחן של 'אריסון החזקות'

4. בהופעתנו בפני הוועדה הצגנו, כדוגמה לחשש המדובר, את פרשת חברת הדירוג של 'אריסון החזקות'. נזכיר בקצרה את השתלשלות הפרשה:
5. במאי 2009 הודיעה חברת הדירוג S&P מעלות (להלן: 'מעלות') על הורדת הדירוג של אריסון החזקות ל-'A+ – מהלך שהוביל לעלייה דרסטית בשיעור הריבית שאריסון החזקות נדרשה לשלם למחזיקי האג"ח שלה.

רח' יפו 208, ירושלים 94383 * מען למכתבים: ת.ד. 4207, ירושלים 91043 * טל: 02-5000073 פקס: 02-5000076
شارع يافا 208، القدس 94383 * العنوان للرسائل: ص.ب. 4207، القدس 91043 * هاتف: 02-5000073 * فاكس: 02-5000076
208 Jaffa St., Jerusalem * Mailing Address: P.O.B.4207 Jerusalem 91043 * Tel: 02-5000073 * Fax: 02-5000076
E-mail: economic@mqg.org.il * Web Site: www.mqg.org.il

התנועה למען איכות השלטון בישראל (ע"ר)

الحركة من أجل جودة السلطة في إسرائيل The Movement for Quality Government in Israel



6. בנובמבר 2010 הודיעה שרי אריסון כי היא מחליפה את חברת הדירוג מעלות בחברת 'מידרוג', שהיתה נדיבה יותר ונתנה ל'אריסון החזקות' דירוג Aa3 (שווה ערך לדירוג של AA- של מעלות).¹

7. לאור דברים אלו, הבענו בפני הוועדה במאי האחרון את הסברה כי החלפת חברת הדירוג 'מעלות' בחברת 'מידרוג' באה על רקע אי שביעות רצונה של 'אריסון החזקות' מן הדירוג שניתן לה ע"י 'מעלות', והצגנו את החשש עליו עמדנו בפסקה 3 לעיל.

התממשות החששות

8. והנה, מפרסומים מן הימים האחרונים עולה כי החשש שהבענו בהקשר זה, היה לו על מה שיסמוך.

9. לפי הפרסומים, 'אריסון החזקות' דיווחה ביום 24.7 כי חברת 'מידרוג' העלתה את דירוג איגרות החוב של החברה ברמה אחת, ל-Aa 2, עם אופק יציב. כתוצאה מכך תרד הריבית על האג"ח, שהונפקו למוסדיים בשנת 2007, מ-6.89% ל-4.9%, מהלך שיחסוך לאריסון הוצאות מימון בסך כ-25 מיליון שקל בשנה.² **בסה"כ צפויה העלאת הדירוג להוריד את עלויות המימון של אריסון בכ-130 מיליון שקל עד פירעון האג"ח.**³

10. את הרקע לחששות מפני שיקולים זרים שהיו מעורבים בפרשת החלפת חברות הדירוג, מספקים הפרסומים האחרונים המציינים כי:

10.1. הגופים המוסדיים מפקפקים בהצדקתה של העלאת הדירוג האמורה, וטוענים בתוקף כי האג"ח אינן שוות דירוג שכוה.

10.2. חלק לא מבוטל מבעלי החוב זועמים על האבסורד, המתבטא בכך שאפילו חלק משטרי ההון של בנק הפועלים (ש-20 האחוזים ממנו שבהם מחזיקה 'אריסון החזקות' מהווים את הנכס העיקרי שלה), שכידוע קודמים בסדר הנשייה למניות המשועבדות להם, מדורגים A+ בלבד (על ידי חברת 'מעלות'); כיצד ייתכן אם כן, שואלים בעלי

¹ <http://www.calcalist.co.il/markets/articles/0,7340,L-3505125,00.html>

² <http://www.globes.co.il/news/article.aspx?did=1000667149>

³ <http://www.calcalist.co.il/markets/articles/0,7340,L-3525472,00.html>

התנועה למען איכות השלטון בישראל (ע"ר)

The Movement for Quality Government in Israel الحركة من أجل جودة السلطة في إسرائيل



החוב, שהאג"ח של 'אריסון החזקות' עצמה יכולים לזכות בדירוג גבוה יותר מצד חברת דירוג האשראי המתחרה 'מידרוג'⁴?

11. מן הדברים שהבאנו עד כה עולה כי לחששות אותם העלינו בפני הוועדה, בדבר הכשל המובנה בפעילותן של חברות הדירוג במצב הנוכחי, יש רגליים. במצב הנוכחי יש לחשוש כי חברות הדירוג תקבענה את דירוגיהן שאופן שישאף לרצות את בעלי השליטה, אשר עלול לאיים בהחלפתן, ולא באופן שישאף לשקף את האמת.

12. המפסידים ממציאות שכזו הינם, כמו תמיד, המשקיעים הקטנים וציבור מחזיקי אגרות החוב. שכן בעת שההערכות המופרזות של חברות הדירוג תתנפצנה אל קרקע המציאות ויתגלה כי החברה המדורגת אינה באמת בעלת איתנות פיננסית כה גדולה – החברה תמצא כבר את הדרך לרכז את המכה שתספוג, דרך 'תספורות' והסדרי חוב למיניהם, בעוד שציבור המשקיעים ומחזיקי האג"ח יספוג, כרגיל, את ההפסדים ואת הוויתורים.

סיכום והצעה לפתרון

13. נשוב ונדגיש בפני חברי הוועדה: בידכם לפעול להשלטתו של משטר דירוג שונה מן היסוד. משטר כזה יוכל להתבסס, למשל, על קופה מרכזית שתושלש בידי הרגולטור: החברות המדורגות תשלמנה לקופה כסף תמורת דירוג והרגולטור ישלם מן הקופה לחברות הדירוג, כאשר האחריות של חברות אלה ביחס לאמיתות הערכותיהן תהיה כלפי הרגולטור – ולא כלפי החברות המדורגות.

14. בכך ינותק הקשר הפגום שבין החברות המדורגות, בעלות הכסף וההשפעה, לבין חברות הדירוג, הנתונות ללחציהן ולחסדיהן של החברות השוכרות את שירותיהן. הרווח מצד כזה עשוי להיות גדול, והוא יגיע במלואו אל ציבור המשקיעים.

הערה בנוגע לתזכיר חוק בנושא

15. נציין כי התייחסות לתפקידן המכריע של חברות הדירוג במשק עלתה כבר על שולחנו של הרגולטור, ורשות ני"ע גיבשה – לאחר קיום מספר ישיבות בנושא – תזכיר חוק להסדרת פעילות חברות הדירוג משנת 2010.⁵

⁴ <http://www.calcalist.co.il/markets/articles/0,7340,L-3525472,00.html>

⁵ התזכיר זמין בכתובת: http://www.isa.gov.il/Download/IsaFile_4956.pdf

התנועה למען איכות השלטון בישראל (ע"ר)

الحركة من أجل جودة السلطة في إسرائيل The Movement for Quality Government in Israel



16. במסגרת דברי ההסבר לתזכיר נאמר כי ייעודו "להסדיר בחקיקה ראשית באמצעות חוק ייעודי את פעילותן של חברות הדירוג ולהכפיף אותן לפיקוח הרשות, במטרה להגן על ציבור המשקיעים ולהבטיח שתהליך הדירוג והדירוג יהיו אמינים, איכותיים, שוויוניים ובלתי תלויים".

17. בהמשך מפרטים דברי ההסבר כי לפי הצעת התזכיר, "על חברות הדירוג יוטלו חובות שתכליתן, בין היתר, צמצום ניגודי העניינים בעבודת חברות הדירוג והסדרת ההתמודדות עם פוטנציאל ניגודי העניינים מקום בו הוא קיים, הבטחת האמינות המידע עליו מסתמכות חברות הדירוג בעבודתן והגברת שקיפות הדירוג. כן מוצע לקבוע סמכויות פיקוח ואכיפה על פעילותן של חברות הדירוג לרבות סנקציות אזרחיות, מנהליות ופליליות בגין הפרת ההוראות שייקבעו".

18. התזכיר אם כן פועל בכיוון הראוי, של צמצום ניגודי העניינים המובנים בפעולתן של חברות הדירוג, החלת פיקוח עליהן והכפפתן לסנקציות אזרחיות ופליליות. עם זאת, הצעה ברוח הצעתנו – שמטרתה ניתוק מבני ויזום של הקשר שבין החברה המדורגת לחברה המדרגת – אינה כלולה בין סעיפיו, ועל כן נדרשנו לנושא זה.

בכבוד רב,

איתמר שחר
מחלקת כלכלה ומחקר

נילי אבן-חן, עו"ד
מנהלת מחלקת כלכלה ומחקר