

התנועה למען איכות השלטון בישראל (ע"ר)

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



תאריך: ט"ו אייר, תשע"ב 07/05/2012

סומן: כ-12-10225

לכבוד	לכבוד	לכבוד
פרופ' שמואל האוזר	פרופ' עוזד שריג	ד"ר יובל שטייניץ
יו"ר	הממונה על שוק ההון, ביטוח וחסכון	שר האוצר
הרשות לניירות ערך	משרד האוצר	משרד האוצר
<u>ירושלים</u>	<u>ירושלים</u>	<u>ירושלים</u>

נכבדי שלום רב,

הנדון: השעיית רישיון חברת הדירוג מעלות והקמת וועדת בדיקת ממשלתית לבחינת תפקודן של חברות הדירוג

בשם התנועה למען איכות השלטון בישראל, ע"ר, (להלן: "התנועה") הריני פונה אליך כדלקמן:

א. מבוא

1. פנייה זו עניינה בקשה מהממונה על שוק ההון, ביטוח וחסכון להפעיל את סמכותו, להורות על השעיית רישיון של חברת דירוג האשראי מעלות ולהקפיא או לבטל את דירוג האשראי של סדרות אג"ח ג' ו-ד' של חברת אי.די.בי אחזקות וסדרות אג"ח ח' ו-ט' של חברת אי.די.בי פיתוח (להלן: סדרות האג"ח) כמפורט להלן, וכן, בקשה משר האוצר להפעיל את סמכותו מכוח סעיף 8א לחוק הממשלה, תשס"א-2011 ולהורות על הקמת וועדת בדיקה ממשלתית לבדיקת תפקודן של חברות הדירוג, לאור ניגוד העניינים האינהרנטי אשר הן מצויות בו. כמו כן, לפעול לשינוי שיטת מימון חברות הדירוג באופן שבו המדינה תהיה הגורם המממן הישיר ולא החברות המדורגות, שכן במצב הקיים דירוג אשראי הינו מוצר ציבורי שבו קיים כשל שוק מובהק ומתמשך.

ב. חברות דירוג האשראי - רקע

2. כידוע, לחברות דירוג האשראי יש כיום תפקיד משמעותי ביותר בשוק ההון ובמשק הישראלי והעולמי כאחד, והן משמשות, לצד הרגולטורים, כ"חותמת כשרות" וכשומרות הסף של פעילות שוקי ההון בעולם ובכך הן אמורות להיות מגניו של ציבור המשקיעים.

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: mqg@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



3. למעשה, בדומה לארה"ב, ארץ מכורתן של חברות דירוג האשראי, מהוות חברות דירוג האשראי בישראל חלק בלתי נפרד מהמסד הפיננסי, היות ופעילותן ודירוגיהן משפיעים באופן ישיר על מדיניות ההשקעות של הגופים המוסדיים המנהלים את כספי הציבור. זאת, שכן, בישראל קבע המחוקק כי הגופים המוסדיים רשאים להחזיק אך ורק ניירות ערך מדורגים, וכן הטיל מגבלות שונות באשר להשקעות המותרות לגופים אלו בחברות בהתאם לדירוגן.¹ כך למעשה, יצר החוק הישראלי הסתמכות מוחלטת של הגופים המוסדיים, מחזיקי כספו של הציבור, על חברות הדירוג, הממומנות מכספי החברות המדורגות.
4. על כן, היות ובפועל מעצב הדירוג את מדיניות ההשקעות במשק, מהווים איכותו ומהימנותו של הדירוג גורמים חיוניים ומשמעותיים ביותר ליציבות שוק ההון ולגורלם של כספי הציבור, המצויים כשבויים בידי הגופים המוסדיים. בהקשר זה, אין חולק כי אי-תלותן ואמינותן של חברות הדירוג מהוות ערובה למהימנותן ואיכותן של דירוג האשראי.²
5. בישראל פועלות שתי חברות דירוג אשראי: חברת "מעלות", חברת בת של חברת דירוג האשראי הבינלאומית Standard & Poor's (להלן: "S&P"), אשר פועלת בתחום דירוג האשראי בישראל החל משנת 1991; וחברת "מידרוג", חברת בבעלות משותפת עם חברת דירוג האשראי הבינלאומית Moody's, אשר פועלת בתחום דירוג האשראי בישראל החל משנת 2003. לפי חוזר ביטוח 2004/9 המפקח על הביטוח באגף שוק ההון, ביטוח וחסכון במשרד האוצר, שתי החברות פועלות מכוח רישיון ומאושרות לביצוע דירוג בישראל על-ידי הממונה.
6. הבסיס המשפטי לפעולות חברות דירוג האשראי בישראל והפיקוח עליהן, מצוי בתקנה 41 לתקנות מס הכנסה (כללים לאישור ולניהול קופות גמל), התשכ"ד-1964, ובכללים לאישור חברה מדרגת, אותם פרסם אגף שוק ההון, ביטוח וחסכון ביום 29.3.2004.³

ג. כשלים בפעילותן של חברות דירוג האשראי

7. על אף האמור לעיל בדבר חשיבותן של חברות דירוג האשראי, מורה ניסיון החיים כי בשנים האחרונות התגלו כשלים מבניים משמעותיים בפעילותן של חברות הדירוג שהתבטאו בבעיות

¹ לדוגמא: תקנות 41, 41, 241, 241, 341 לתקנות מס הכנסה (כללים לאישור ולניהול קופות גמל), התשכ"ד-1964.

² דברים ברוח זו מצויים גם בטיטת חוק להסדרת פעילות חברות דירוג האשראי, התשע"ב-2012, אשר פורסמה ע"י הרשות לניירות ערך.

³ חוזר שוק ההון 2004/1, כללים לאישור חברה מדרגת, משרד האוצר, 29.3.2004.

http://ozar.mof.gov.il/hon/2001/hon_dep/memos/2003-1a.pdf

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: mqg@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



של ניגודי עניינים, העדר שקיפות בתהליך הדירוג ובעיות שונות במהימנות המתודולוגיה. כידוע, לכשלים אלו הייתה תרומה שלילית משמעותית במהלך משבר הפיננסי שפקד את אירופה וארצות הברית בשנים האחרונות.

8. יש ללמוד מן הטעויות שנעשו בשוקי ההון בעולם המערבי טרם ובמהלך המשבר. אין צורך ללמוד על בשרנו את שארה"ב ואירופה למדו זה מכבר, ולאפשר חוסר תאימות בלתי סביר בין דירוג אגרות החוב של חברה לבין יכולתה להחזיר את חובותיה.

9. יתרה מכך, אף בארה"ב ואירופה אין חולק כי נעשו טעויות רבות ביחס להערכת היכולת הכלכלית של חברות, וגם היום יש המכים על חטא שכן חוסר הטיפול שהתבטא בפאסיביות הרגולטור בעולם המערבי, נבע מסיבות פוליטיות בעיקרן, ולא ממשנה כלכלית סדורה.

10. הכשל המשמעותי בפעילות חברות הדירוג ומהימנות דירוגיהם, מצוי לעמדת התנועה, בשיטת מימון פעילות חברות הדירוג. המצב הקיים היום, לפיו משולם שכרן של חברות הדירוג על-ידי החברות המדורגות, מביא לעמדתנו, למצב של ניגוד עניינים אינהרנטי. זאת, היות ולמעשה, מצוי בידי החברות המדורגות הכוח "לפטור" חברת דירוג שדירוגה אינו "נושא חן" בעיני החברה המדורגת. כך, למעשה נוצרת בין חברת הדירוג לחברה המדרגת תלות כלכלית, העלולה להשפיע על עצמאותה ואי-תלותה של חברת הדירוג, באופן שפוגע קשות במהימנותו ואיכותו של הדירוג. כך לדוגמא, לאחר שחברת מעלות הורידה את הדירוג של קבוצת אריסון קיבלה האחרונה החלטה לעבור לחברת מידרוג.

ד. דירוג האשראי של סדרות האג"ח של חברת אי.די.בי אחזקות - מקרה בוחן

11. נקדים ונאמר כי התנועה סבורה שדירוג האשראי הנוכחי של סדרות האג"ח של חברת אי.די.בי אחזקות בע"מ (להלן: "אי.די.בי אחזקות"), וחברת הבת שלה, אי.די.בי פיתוח בע"מ (להלן: "אי.די.בי פיתוח"), כפי שמדורג בידי חברת "מעלות", מהווה דוגמא עכשווית המשקפת את חוסר מהימנותו וסבירותו של "הדירוג התלוי כלכלית במדורג" והסכנה שבהעדר פיקוח ראוי על פעילותן של חברות הדירוג.

12. לפי נתוני בורסת תל-אביב מיום 6.5.2012, כפי שמופיעים באתר "גלובס", דירוג האשראי של סדרות האג"ח של אי.די.בי אחזקות בע"מ ואי.די.בי פיתוח הינו A-, כלומר, דירוג גבוה אשר מעריך את יכולת הפירעון של החברות כמהימנה וגבוהה. למול נתונים אלו, עולה מנתוני הבורסה, כי באופן חריג ביותר בין החברות המדורגות בדירוג A-, עומדים שיעורי התשואות של סדרות האג"ח של אי.די.בי אחזקות ואי.די.בי פיתוח על אחוזים גבוהים ביותר באורח קיצוני. כך לשם המחשה, ביום 7.5.2012, עמדה התשואה של סדרת אג"ח ג' של אי.די.בי

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: mqg@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



אחזקות, על 35.58% ; התשואה של סדרת אג"ח ד' של אי.די.בי אחזקות עמדה על 27.13% ; התשואה של סדרת אג"ח ט' של אי.די.בי פיתוח עמדה על 13.99% ; התשואה של סדרת אג"ח ח' של אי.די.בי פיתוח עמדה על 10.21% ; וכיו"ב. כן עולה מנתונים אלו כי סדרת אג"ח ד' שהנפיקה אי.די.בי אחזקות, איבדה כ-50% מערכה מאז הנפקתה בשנת 2007, וכן סדרת אג"ח ט' שהנפיקה אי.די.בי פיתוח איבדה כ-35% מערכה מאז הנפקתה.

13. אף גורמים נוספים לא נשארו אדישים למצב הפיננסי הקשה של חברת אי.די.בי. הבנק הבינלאומי הודיע אתמול כי הוא אינו מכיר בהחזקה באגרות חוב של חברת אי.די.בי כבטחונות לצורך קבלת אשראי מהבנק, ובכך הביע חוסר אמון ביכולת החברה להחזיר את חובותיה.⁴

14. למעשה, קיים קושי מעצם העובדה כי דירוג האשראי של חברת אי.די.בי אחזקות זהה לדירוג האשראי של החברות במורד הפירמידה.⁵ זאת, למרות ההנחה המקובלת בשוק ההון כי חוב של חברה במעלה הפירמידה נחות ביחס לחוב של חברה בתחתית, שכן הכנסות החברות בשכבות העליונות נגזרות מיכולת חברות בנות נכדות לחלק דיבידנדים - האלמנט השאריטי ברווח החברות התפעוליות שבתחתית הפירמידה.⁶

15. נוכח שיעוריהם הגבוהים של תשואות סדרות האג"ח של אי.די.בי והירידות המשמעותיות בערך האג"ח שהנפיקה, נראה כי דירוג הגבוה של סדרות האג"ח של אי.די.בי הינו תמוה ובלתי סביר בעליל. זאת, במיוחד נוכח העובדה שתשואותיהן של יתר החברות בדירוג A- נע בין 1.6% ל-8.7% (ממוצע 5.25%) ואילו תשואותיה של אג"ח אי.די.בי נעות בין 9.40% לבין 31.7% (ממוצע 19.1%). לשם השוואה, ממוצע תשואות אג"ח החברות המדורגות בדירוג הנמוך BBB, עומד על כ-12.4%. נתונים אלו ממחישים את הכלל המקובל לפיו נהוג להתייחס לאג"ח בעל תשואה דו-ספרתית או אג"ח בעל תשואה גבוהה יחסית כ"אג"ח זבל" הנושא סיכון גבוה לאי-פדיון.

⁴ סיון איזסקו, הבינלאומי עדכן שיערוך אג"ח של אי.די.בי לצרכי מסחר: לא מכיר בהן לצורך בטחונות, **the-marker** (6.5.2012) <http://www.themarker.com/markets/1.1701195>

⁵ כך לדוגמה, דירוג האשראי של חברת אי.די.בי אחזקות זהה לדירוג האשראי של אי.די.בי פיתוח, דסק"ש, כור וכלל השקעות, וזאת למרות שמדובר בשלוש שכבות שונות של הפירמידה. ראו דו"ח חברת מעלות מיום 2.11.2011 <http://www.maalot.co.il/reports/742/E02112011.pdf>

⁶ ערן אזרן, הסיכון בפירמידות גבוה יותר מתמחור השוק, חוט השדרה של הדירקטורים בהן- גמיש, **the-marker** (7.2.2012) <http://www.themarker.com/markets/1.1636227>

התנועה למען איכות השלטון בישראל (ע"ר)

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



16. לא למותר לציין כי "דירוג מטעה" פוגע לא רק במשקיעים אם כי מחולל נזק בל ישוער למערכת הפיננסית בכללותה, לרבות בנקים וחברות ביטוח וגופים מוסדיים שנשענים על דירוגי חברות הדירוג למתן אשראי נוסף.

17. כך לדוגמא, חברת מנורה וקרן ההשקעות בראשית עומדות להעניק אשראי נוסף בריבית של פחות מ 7% וזאת אולי בהסתמך על דירוג חברות האשראי.⁷

18. לאור האמור לעיל, ברי כי האג"ח של אי.די.בי אחזקות נושא סיכון גבוה לאי-פדיון ועל כן אינו ראוי לדירוג אשראי גבוה כדירוג A-. לעמדת התנועה, מהווה הענקת דירוג זה על-ידי חברת מעלות, פעולה בלתי תקינה ובלתי סבירה בעליל, הסותרת את הוראות סעיפים 11-13 לכללים לאישור חברת מדרגת, לפיהם על חברת הדירוג להפעיל שיקולים מקצועיים וענייניים בלבד בקביעת הדירוג; לבצע מעקב שוטף ולעדכן את הדירוגים בהתאם להתפתחויות בכל חברה וענף; ולפרסם עדכונים ושינויים של דירוגים קודמים.⁸

ה. עמדת התנועה והצעות לתיקון הכשלים הקיימים

19. לאור האמור לעיל, התנועה סבורה כי על הממונה על שוק ההון לנקוט צעדים מיידיים ומשמעותיים להסדרת פעילותן של חברות הדירוג, וכן להקפיא או לבטל את דירוג האשראי של סדרות האג"ח של חברות אי.די.בי אחזקות ופיתוח, וזאת לשם הגנה על ציבור המשקיעים וכספו של הציבור המוחזק בידי הגופים המוסדיים.

20. יתר על כן, לעמדת התנועה, על מנת להגן על ציבור המשקיעים באופן מיטבי, ועל מנת לטפל בכשל המבני שנגלה לעיני כל, יש לפעול לניתוק התלות הכלכלית המתקיימת בין חברות הדירוג לחברות המדרגות. רק באופן זה, יוכל להתבצע הדירוג באופן עצמאי, ענייני, איכותי ומהימן. ניתוק הזיקה ותלות האינטרסים בין חברות הדירוג לחברות המדרגות על-ידי שינוי שיטת המימון, הינם, לעמדתנו, אבן היסוד בהסדרת פעילות חברות הדירוג. זאת, שכן מדובר במוצר ציבורי שפועל תחת כשל שוק מובהק.

21. כצעד מיידי לתיקון הכשל שהוצג לעיל, התנועה מבקשת מהממונה על שוק ההון, ביטוח וחיסכון להפעיל סמכותו מכוח הכללים לאישור חברת מדרגת ולהורות על השעיית רישיונה של חברת "מעלות" לפעול כחברת דירוג אשראי בישראל.

⁷ מיכאל רוכוורגר, נוחי דנקנר במו"מ להלוואה של 300 מיליון שקל ממנורה וקרן בראשית, **the-marker** (23.4.2012)

<http://www.themarker.com/markets/1.1691958>

⁸ סעיפים 11-13 לחוזר שוק ההון 2004/1, כללים לאישור חברה מדרגת, משרד האוצר, 29.3.2004

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: mqg@mqg.org.il * Web Site: www.mqg.org.il

התנועה למען איכות השלטון בישראל (ע"ר)

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



22. התנועה מבקשת לציין כי היא אמנם ערה לכך שהצעת חוק ממשלתית להסדרת פעילות חברות דירוג האשראי, נמצאת מזה מספר שנים בהליכי חקיקה. אולם, נוכח העובדה שהצעת חוק זו נמצאת בהליכי חקיקה מזה למעלה מ-3 שנים, נראה כי אין בהצעה הנוכחית בשורה ממשית בשלב זה, ומכל מקום אין לה השפעה או יכולת התמודדות אמיתית עם הכשלים הנוכחיים, הדורשים תיקון מיידי.

23. התנועה למען איכות השלטון בישראל קוראת לשר האוצר להפעיל סמכותו מכוח סעיף 8 לחוק הממשלה, תשס"א-2001, ולהורות על הקמת ועדת בדיקה ממשלתית לביצוע בדיקה מעמיקה אודות מהימנות וענייניות דירוגי חברות הדירוג ומקרה הבוחן שהוצג לעיל בדבר דירוג סדרות האג"ח של אי.די.בי אחזקות ואי.די.בי פיתוח, תוך מתן דגש לבחינת השפעת תלותן הכלכלית של חברות הדירוג בחברות המדורגות וקיומם של ניגודי עניינים שונים המשפיעים על איכות, עצמאות ומהימנות הדירוג. כמו כן, התנועה מבקשת משר האוצר לפעול לשינוי שיטת מימון חברות הדירוג באופן שבו המדינה תהיה הגורם המממן הישיר ואל החברות המדורגות.

24. יש לפעול לפני שהמערכת הפיננסית בישראל נכנסת לסחרור, אשר היציאה ממנו תהיה כרוכה בקשיים, קיצוצים וויתורים אליהם יידרשו כלל אזרחי המדינה. יש לפעול לחשיבה עצמאית בנושא תחת היצמדות למודלים שנכשלו במבחן המציאות במהלך המשבר העולמי.

25. להתייחסותכם נודה,

בכבוד רב,

נילי אבן-חן, עו"ד	צרויה מידד-לוזון, עו"ד
מנהלת מחלקת כלכלה ומחקר	היועצת המשפטית
התנועה למען איכות השלטון בישראל	התנועה למען איכות השלטון בישראל

העתקים:

מר דודו זקן, המפקח על הבנקים

מיכל עבאדי-בויאנג'ו, החשבת כללית במשרד האוצר

פרופ' דיויד גילה, הממונה על ההגבלים העסקיים

חברת מעלות

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: mqg@mqg.org.il * Web Site: www.mqg.org.il