

התנועה למען איכות השלטון בישראל (ע"ר)

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



תאריך: י"א חשון, תשע"ד 15/10/2013

סומן: כ-12-10225

לכבוד

פרופ' אבישי ברורמן

יו"ר וועדת הכלכלה

נכבדי שלום רב,

הנדון: פניות התנועה למען איכות השלטון בישראל בעניין פעילות חברות

דירוג האשראי

בשם התנועה למען איכות השלטון בישראל, (להלן: "התנועה") הריני לפנות אליך כדלקמן:

1. בדיון בוועדת הכלכלה של הכנסת, שנערך ביום 09/10/13 בנוגע להצעת החוק להסדרת פעילות חברות דירוג האשראי, התשע"ג-2013 (להלן: "הצעת החוק") הנחת את חברות הדירוג להכין הסבר כתוב, באשר לכשל שהוצג ע"י הח"מ, כדוגמא מייצגת, לכשלים הקיימים במבנה הנוכחי של חברות הדירוג.
2. בהתאם להנחייתך, מצורפים בזאת המכתבים בהם התריעה התנועה, בזמן אמת, באשר למעבר של חברות מדורגות, בין חברות דירוג אשראי, על מנת להשיג דירוג גבוה יותר, באשר לחוסר דירוג הולם בזמן אמת של חברות דירוג האשראי ובאשר לניגוד העניינים האינהרנטי בו מצויות חברות דירוג האשראי.
3. נציין כי בדיון בוועדת הכלכלה הוצג הדירוג של חברת אי.די.בי כדוגמא מייצגת, אך למעשה מדובר בבעיה כללית, שעלולה לבוא לידי ביטוי אצל כלל חברות הדירוג. זאת, כפי שניתן להיווכח מהמכתבים המצורפים למסמך זה.
4. להלן פניות התנועה האמורות ומכתבי התשובה שהתקבלו, מחולקים לנוחותך לפי נושאים:

א. חוסר בדירוג הולם ובזמן אמת של חברת הדירוג 'מעלות' את סדרות איגרות

החוב של חברת אי.די.בי אחזקות בע"מ ואי.די.בי פיתוח בע"מ

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



מצ"ב **נספח א'**: מכתב מיום 07.05.12 לשר האוצר, הממונה על שוק ההון ויו"ר הרשות לניירות ערך עם העתק למפקח על הבנקים, החשכ"ל במשרד האוצר, הממונה על הגבלים עסקיים וחברת מעלות.

מכתב זה מדגים את הכשל בדירוג סדרות האג"ח – בעוד שחברת 'מעלות' דירגה את תשואות סדרות האג"ח של חברת אי.די.בי פיתוח ואי.די.בי אחזקות בדירוג הגבוה A-, הרי שממוצע שיעורי התשואה של איגרות החוב היה דו-ספרתי (ממוצע 19.1%) ושיקף את התייחסות הציבור אליהם כ"אג"ח זבל" הנושא סיכון גבוה לאי-פדיון.

מצ"ב **נספח ב'**: מכתב מיום 09.05.12 לשר האוצר.

מכתב זה מפנה את תשומת הלב אל העלייה החדה בתשואתן של סדרות האג"ח של אי.די.בי אחזקות, אשר התחוללה יומיים לאחר שליחת המכתב הקודם (נספח א'). עלייה זו מדגימה ביתר שאת את דירוגן התמוה והבלתי סביר של סדרות האג"ח של אי.די.בי אחזקות, שכן אף לאחר עלייה קיצונית זו, חברת 'מעלות' לא בחנה ולא עדכנה את דירוג סדרות האג"ח של חברת אי.די.בי, אלא הותירה אותן באותו הדירוג.

מצ"ב **נספח ג'**: אורה קורן וערן אזרן, התנועה לאיכות השלטון על אי.די.בי: להשעות רישיון מעלות, **themarker**, 07.05.12, (<http://www.themarker.com/markets/1.1701975>)

בתגובה לכתבה זו, אשר פורסמה בעקבות פנייתנו, טענה חברת 'מעלות' כי היא דוחה על הסף טענתנו בדבר הצורך בחורדת דירוג האשראי של סדרות האג"ח של חברת אי.די.בי שכן, לטענתה, המתודולוגיות והתהליכים על פיהם היא פועלת עומדים בסטנדרטים הבינלאומיים הגבוהים ביותר ומפוקחים על ידי גורמים רגולטורים בארה"ב, באירופה ובישראל.

על אף חוסר הנכונות של 'מעלות' להורדת הדירוג, בעקבות הלחץ הציבורי והתקשורתי שהופעל בעקבות פרסום פנייתנו, הורידה 'מעלות' את הדירוג לחברת אי.די.בי לאחר 6 ימים מיום שליחת המכתב. לאור זאת, שלחה התנועה מכתב נוסף.

מצ"ב **נספח ד'**: מכתב מיום 14.05.12 לשר האוצר, הממונה על שוק ההון, יו"ר הרשות לניירות ערך עם העתק לחברת מעלות.

מכתב זה מציין כי רק ביום 13.05.12 ורק לאחר לחץ ציבורי ותקשורתי כבד, נאותה 'מעלות' להוריד את הדירוג של חברות אי.די.בי אחזקות ופיתוח. כך, צוין במכתב,

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



בדומה למקרים קודמים, 'מעלות' לא מילאה את תפקידה כמתריעה בשער ולא שימשה כתמרור האזהרה של ציבור המשקיעים.

מצ"ב נספח ה': מכתב תשובה מיום 22.05.12 מהרשות לניירות ערך.

במכתב זה טוענת הרשות לניירות ערך כי חברות הדירוג אינן נתונות לפיקוחן הישיר ולכן היא אינה מוסמכת להשעות את רישיוןן.

מצ"ב נספח ו': מכתב מיום 04.09.12 לשר האוצר, הממונה על שוק ההון ויו"ר הרשות לניירות ערך.

מכתב זה מדגים פעם נוספת את ההשתרות והנגררות של חברת 'מעלות' אתר כוחות וקולות השוק – בד בבד להצמדת הערת עסק חי לדוחות הכספיים של חברת אי.די.בי, חברת 'מעלות' הורידה את הדירוג של החברה בצורה חדה מדרגת BBB לדרגת CCC עם תחזית דירוג שלילית (הורדת דירוג דרמטית שאמורה הייתה לעזע את שוק ההון). אולם, שוק ההון כמעט לא הגיב לירידה בדירוג. תגובה רפה זו מלמדת כי, בדומה למקרים קודמים, 'מעלות' אינה משמשת כתמרור אזהרה לציבור המשקיעים ונגררת אחרי הארועים המתחוללים בשוק ההון.

מצ"ב נספח ז': מכתב תשובה מהרשות לניירות ערך, 06.09.12.

במכתב זה ענתה הרשות בקצרה כי אין לה להוסיף על האמור במכתביה הקודמים בנושא.

ב. החלפת חברת הדירוג 'מעלות' בחברת הדירוג 'מידרוג' על ידי 'אריסון החזקות'

מצ"ב נספח ח': מכתב מיום 28.07.11 לשר האוצר וחברי הוועדה להגברת התחרותיות במשק.

מכתב זה מעלה את החשש מניגוד העניינים האינהרנטי שבו מצויות חברות דירוג האשראי בשל העובדה כי החברות המדורגות הן שבותרות את חברות הדירוג ומשלמות את שכרן. כדוגמא לחשש זה, הוצג מקרה הבוחן של 'אריסון החזקות' – במאי 2009 הודיעה חברת 'מעלות' על הורדת הדירוג של אריסון החזקות ל-A+. בנובמבר 2010 הודיעה שרי אריסון כי היא מחליפה את חברת הדירוג מעלות בחברת 'מידרוג', אשר הייתה נדיבה יותר וקבעה ל'אריסון החזקות' דירוג Aa3 (שווה ערך לדירוג AA- של מעלות). יתרה מכך, ביום 24.07.13 דיווחה חברת 'מידרוג' כי העלתה

התנועה למען איכות השלטון בישראל (ע"ר)

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



את דירוג איגרות החוב של החברה ברמה אחת Aa2 עם אופק יציב. התלפת חברות הדירוג השתלמה ל'אריסון התזקות', שכן צפוי היה להיחסך לחברה הוצאות מימון בסך כ-25 מליון ש"ח בשנה.

ג. חוסר בבחינה ומעקב בזמן אמת של חברת הדירוג 'מידרוג' את אגרות החוב של חברת 'אינטרנט זהב' וחברת 'סאני'

מצ"ב נספח ט': מכתב מיום 29.05.12 לשר האוצר, הממונה על שוק ההון ויו"ר רשות לניירות ערך, עם עותק לחברת מידרוג.

מכתב זה מדגים את הכשל באי בחינת דירוג בזמן אמת של חברות הדירוג – חברת 'מידרוג' הותירה את דירוג החוב של חברת 'אינטרנט זהב' על כנו ולא ביצעה כל בחינה או מעקב של אג"ח החברה במשך שנה, על אף שהיחס בין החוב לנכסים בחברה זינק פי 4 ולמרות ירידה של האג"ח מסדרה ג' לתשואה זו ספרתית של 14%. דוגמא נוספת, אשר הוצגה במכתב, הינה הורדת הדירוג של חברת 'סאני' על ידי חברת מידרוג בשבע דרגות בבת אחת – מהלך דרסטי המעיד, יותר מכל, על העובדה שמעקב ובחינה כאמור לא נעשו בזמן אמת.

מצ"ב נספח י': מכתב תשובה מיום 31.05.12 מחברת מידרוג.

במכתב זה ענתה חברת 'מידרוג' כי היא עוקבת באופן שוטף אחר החברות המדורגות על ידה כל עוד סדרות האג"ח שבגינן נעשו הדירוגים לא נפרעו וכל עוד החברה המדורגת מעבירה ל'מידרוג' את המידע הנדרש.

5. ראוי להדגיש כי הממונה על שוק ההון, אשר הינו הגורם המוסמך לאשר חברה כחברה מדרגת בהתאם לתקנה 41 לתקנות מס הכנסה (כללים לאישור ולניהול קופות גמל), התשכ"ד-1964, לא מצא לנכון להשיב לאף אחד ממכתבינו.¹ יש לציין, כי נדמה כי הוא הכתובת המתאימה לבירור חרישה ביחס להתנהלות כפי שהוצגה בפניות התנועה דלעיל.

6. נציין כי מכתב זה על נספחיו, יועבר על ידי התנועה לאיכות השלטון גם לחב' מעלות ולחב' מדרוג, כדי שהחומר כולו יעמוד בפניהן ולהתייחסותן בפני הוועדה הנכבדה.

¹ לעיון בכללים לאישור חברה מדרגת, אותם פרסם אגף שוק ההון, ביטוח וחיסכון ביום 29.3.2004, ראו: 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

התנועה למען איכות השלטון בישראל (ע"ר)

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



7. הדוגמאות המובאות במסגרת זו הן המחשה חיה לבעייתיות הרבה בשוק חברות הדירוג-בעייתיות, אשר יש למצוא לה פתרון אמת, מוחלט ואמיץ- יש מקום להימנע ממימון ישיר של עבודת הדירוג על ידי החברות המדרגות וזאת באמצעות תשלום אגרה על ידי החברות המדרגות לרשות לניירות ערך וזו תעביר התשלום לחברות הדירוג הרלוונטיות, כאשר ההחלטה איזו חברת דירוג תדרג אילו חברות תהא מונחת לפתחה של הרשות. **פתרון שכזה, לצערנו אינו נמצא כיום בהצעת החוק.**

בכבוד רב,

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

גיא אלוני
מחלקת כלכלה ומחקר

העתקים:

חברי ועדת כלכלה
חברת "מעלות"
חברת "מדרוג"

רח' יפו 208, ירושלים 94383 * מען למכתבים: ת.ד. 4207, ירושלים 91043 * טל: 02-5000073 פקס: 02-5000076
شارح 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)

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



תאריך: ט"ו אייר, תשע"ב 07/05/2012

סומן: כ-12-10225

לכבוד	לכבוד	לכבוד
פרופ' שמואל האוזר	פרופ' עודד 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 מהממסד 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, יצו 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 למהימנותו ואיכותו 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 וחיסכון 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 וחיסכון 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, 741, 2741, 3741 לתקנות מס הכנסה (כללים לאישור ולניהול קופות גמל), התשכ"ד-1964.

² דברים ברור זו מצויים גם בטיטות 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)



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

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.13.4207 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 נשאר 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 ונכדות לחלק דיבידנדים - האלמנט השאריתי 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 דירוגן 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** <http://www.themarker.com/markets/1.1701195> (6.5.2012)

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** <http://www.themarker.com/markets/1.1636227> (7.2.2012)

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 יסוער למערכת הפיננסית בכללותה, לרבות בנקים וחברות ביטוח וגופים מוסדיים שנשענים על דירוגי חברות הדירוג למתן אשראי נוסף.

17. כך לדוגמא, חברת מגורה 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 מדוגת, 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 המדורגות. רק באופן זה, יוכל להתבצע הדירוג באופן עצמאי, ענייני, איכותי ומהימן. ניתוק הזיקה ותלות האינטרסים בין חברות הדירוג לחברות המדורגות 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 ממגורה וקרן בראשית, the-marker (23.4.2012)

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

⁸ סעיפים 11-13 לחוקר 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 8א 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 ויתורים 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
מנהלת מחלקת כלכלה ומחקר
התנועה למען איכות השלטון בישראל

צרויה מידד-לוזון, עו"ד
היועצת המשפטית
התנועה למען איכות השלטון בישראל

העתיקים:

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

נספח ב' התנועה למען איכות השלטון בישראל (ע"ר)

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



תאריך: י"ז אייר, תשע"ב, תשע"ב 09/05/2012

סומן: כ-12-10225

לכבוד
ד"ר יובל שטייניץ
שר האוצר
משרד האוצר
ירושלים

נכבדי שלום רב,

הנדון: כינוס חירום של הרגולטורים לבחינת איתנות המשק

לאור המשבר הנוכחי בחברות אי. ד. בי

סימוכין: מכתבנו מיום 7.5.12

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

1. במכתבנו שבסימוכין ביקשנו מהממונה על שוק ההון, ביטוח וחיסכון 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). כן ביקשנו מכבוד שר האוצר להפעיל את סמכותו מכוח סעיף 8א לחוק הממשלה, תשס"א-2011 ולהורות על הקמת ועדת 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.
2. אנחנו סבורים כי העובדה שחברות דירוג האשראי- אשר אמונות, לצד הרגולטורים, על מתן "חותמת כשרות" ומתפקדות כשומרות הסף של פעילות שוקי ההון וכמגן ציבור המשקיעים- ממאנות לעשות שימוש בכלים הנתונים בידם בעניין הדירוג של חברות במשק, הינה חמורה.
3. בפרט חמורים הדברים בעניין דירוג 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". אותו דירוג מהווה דוגמא עכשווית המשקפת את חוסר מהימנותו וסבירותו של "הדירוג התלוי כלכלית במדורג" והסכנה שבהעדר פיקוח ראוי על פעילותן של חברות הדירוג.
4. לפי נתוני בורסת תל-אביב מהיום 9.5.2012¹, חלה ירידה משמעותית ביותר בערךן של סדרות אג"ח ג', סדרות אג"ח ד' וסדרות אג"ח ח' של אי.די.בי אחזקות, אשר צנחו היום לשפל חסר

¹ <http://www.globes.co.il/finance/shared/searchresults.asp?Feeder=0&WhatType=3&TypeID=50>
רח' יפו 208, ירושלים 94383 * מען למכתבים: ת.ד. 4207, ירושלים 91043 * טל: 02-5000073 פקס: 02-5000076

התנועה למען איכות השלטון בישראל (ע"ר)

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



תקדים. לפי נתונים אלו, עלתה תשואתן של סדרות אג"ח ג' של אי.די.בי אחזקות לשיא חסר תקדים של 68.7% בצניחה משמעותית של כ-16.6%; תשואתן של סדרות אג"ח ה' של אי.די.בי אחזקות עלתה ל-57%, ואיבדה כ-15% מערכה; ואילו, תשואתן של סדרות אג"ח ד' של אי.די.בי אחזקות עלתה ל-27.8%, אף הן, בירידה משמעותית של 7.4% מערכן.²

5. נוכח שיעוריהם הגבוהים של תשואות סדרות האג"ח של אי.די.בי והירידות המשמעותיות בערך האג"ח שהנפיקה, נראה כי דירוגן הגבוה של סדרות האג"ח של אי.די.בי הינו תמוה ובלתי סביר בעליל.

6. לא למותר לציין כי "דירוג מטעה", של חברת אי.די.בי שהיא ללא ספק אחת החברות הגדולות והמשפיעות במשק ואשר חולשת על עשרות חברות ומיליארדי שקלים מכספי הציבור, 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. ואף עלול להוביל להשלכות רוחב קשות על המשק הישראלי כולו.

7. נוכח כל האמור, יש לפעול לאלתר ולפני שהמערכת הפיננסית בישראל נכנסת לסחרור, שהציאה ממנו תהיה כרוכה בקשיים, קיצוצים וויתורים אליהם יידרשו כלל אזרחי המדינה.

8. אנו קוראים לכבוד שר האוצר לכנס את כל הרגולטורים לדיון זחוף באיתנותו של המשק הישראלי, בראי הסיכונים החמורים הניצבים בפתח. כמו כן, אנו קוראים לפעולה מיידית בעניין התנהלותן של חברות הדירוג, בפרט בכל הנוגע למקרה המתואר בעניין סדרות אג"ח ג' ו-ד' של חברת אי.די.בי אחזקות וסדרות אג"ח ח' ו-ט' של חברת אי.די.בי פיתוח.

9. יובהר ויודגש כי התנועה סבורה כי שעת החירום כבר כאן, ויש מקום לכנס בבהילות את כל הגורמים הרלוונטיים על מנת לקבוע הנחיות פעולה מיידיות לשעת מצוקה זו, בבחינת הקדמת תרופה למכה.

10. להתייחסותכם נודה,

בכבוד רב,

נדאל האיך, עו"ד

התנועה למען איכות השלטון בישראל

העתקים:

מר דודו זקן, המפקח על הבנקים
מיכל עבאדי-בויאנג'ו, החשבת כללית במשרד האוצר
פרופ' דיוויד גילה, הממונה על ההגבלים העסקיים
פרופ' עודד שריג, הממונה על שוק ההון, ביטוח וחיסכון
פרופ' שמואל האוזר, יו"ר הרשות לניירות ערך

² <http://www.themarket.com/markets/1.1703873>;

<http://www.globes.co.il/news/article.aspx?did=1000747269>

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 לאיכות השלטון על אי.די.בי: להשעות רישיון מעלות

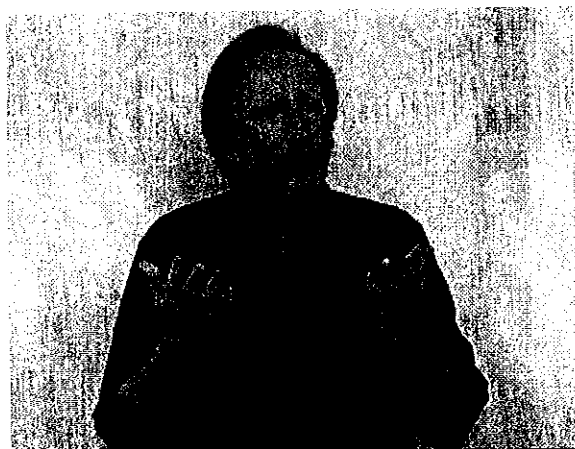
הירידות באג"ח אי.די.בי מתמתנות ■ איגרות החוב של הקבוצה נחלשו במסחר בשיעורים של עד 6% ■ תשואת אג"ח ג'- 36.5% ■ מניית אי.די.בי עלתה ב-0.7%

15:14

07.05.2012

מאת: אורית קורן, ערו אזור

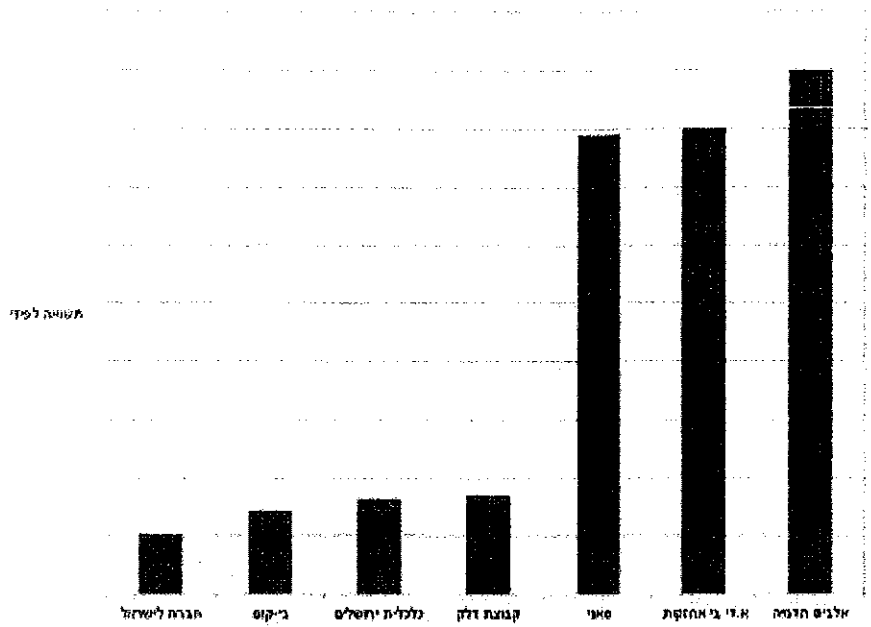
(עדכון) התנועה לאיכות השלטון שיגרה היום מכתב לשר האוצר, יובל שטייניץ, לממונה על שוק ההון, עודד שריג וליו"ר הרשות לניירות, שמואל האוזר, בו דרשה משריג להפעיל את סמכותו, להורות על השעיית רישיון חברת דירוג האשראי מעלות ולהקפיא או לבטל את דירוג האשראי של אג"ח חברות אי.די.בי אחזקות-סדרות ג', ד' ופיתוח-סדרות ח', ט', (להלן סדרות האג"ח).



אליעד שרגא, יו"ר התנועה לאיכות השלטון
צילום: נמרוד גליקמן

בנוסף, התנועה לאיכות השלטון, מבקשת משר האוצר להורות על הקמת וועדת בדיקה ממשלתית לבדיקת תפקודן של חברות הדירוג, לאור ניגוד העניינים אשר הן מצויות בו, לטענתה. "יש 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", ציינה התנועה במכתבה.

תשוואה מקסימאלית באג"ח חברות האחזקה בבורסה



<http://www.themarket.com/markets/1.1701975>
<http://www.themarket.com/markets/1.1701975>
<http://www.themarket.com/markets/1.1701975>

1

על פי התנועה, הכשל המהותי שיש בו כדי להצביע על מורכבות הבעיה נלמד בימים האחרונים ממקרה הבוחן של סדרות אג"ח חברת אי.די.בי אחזקות והחברה הבת שלה, אי.די.בי פיתוח, כפי שמדורגות בידי חברת מעלות, אחת משתי חברות דירוג האשראי הפעילות בישראל. המקרה "מהווה דוגמה עכשווית המשקפת את חוסר המימנות וסבירותו של הדירוג התלוי כלכלית במדורג והסכנה שבהעדר פיקוח ראוי על פעילותן של חברות הדירוג".

ממלות נמסר בתגובה: "P&S מעלות דוחה על הסף את טענות התנועה לאיכות השלטון לפיהן אינה פועלת במקצועיות ובאובייקטיביות כמנגע לכל החברות אותן היא מדרגת. אנו מצטערים על כך שהתנועה בחרה להטיח האשמות חסרות כל שחר וביסוס לגבי תהליכי העבודה של מעלות ואמינות החברה ולדרוש את פסילת רשיונו על בסיס הערכות וטענות שאינן נכונות ואינן בדוקות. P&S מעלות פועלת על פי מתודולוגיות סדורות ובדוקות ובוחנת באופן שוטף את החברות המדורגות על ידה. המתודולוגיות והתהליכים על פיהם פועלת מעלות עומדים בסטנדרטים הבינלאומיים הגבוהים ביותר ומפוקחים על ידי גורמים רגולטורים בארה"ב באירופה ובישראל".

מקורות מקורבים למשרד האוצר ציינו, כי אין כוונה להשעות את רשיון חברת מעלות, הפועלת על פי סטנדרטים של החברה האם - P&S העולמית. לדבריהם, אגף שוק ההון במשרד האוצר מקיים קשר רצוף עם חברות הדירוג ועוקב גם אחר דירוגי האג"ח של התאגידים הגדולים, כדי לא להיות מופתע.

עוד ציינו המקורות, כי דירוגי חברות בעולם לא משתנים במהירות על בסיס ארוע נקודתי. לדבריהם, דירוג נקבע על פי יכולת חברה לשרת את החוב לטווח ארוך, לא בטווח המיידי. ככל הידוע לגבי אי.די.בי, בשלב זה לא קיימת כרגע סכנה שכתוצאה מירידת הערך של מניות הקבוצה, היא תידרש על ידי הבנקים להחזיר הלוואות מיידית. לכן, אין סכנה לכשל ביכולת החזר של החברה בטווח הארוך, שמחייבת שינוי דירוג. לדבריהם, אי.די.בי נכנסה ככל הנראה לרשימת מעקב ב-P&S מעלות, כמתחייב מכללי הפעולה של החברה העולמית.

באוצר סרבו להגיב.

עוד יום אדום לאג"ח אי.די.בי

במקביל לשיגור המכתב, יום נוסף של ירידות חדות באג"ח של קבוצת **אי.די.בי**, שנחלשו במסחר בשיעורים של עד 6%. מי שהובילו את הירידות הן איגרות החוב של אי.די.בי אחזקות - החברה האם של הקבוצה העומדת בראש הפירמידה העסקית הגדולה של נח"י דנקנר. איגרות החוב של אי.די.בי אחזקות, שמנוהלת על ידי חיים גבריאל, נסחרות כעת קרוב לשפל ההיסטורי שלהם בשנת 2008, עם נפילתו של בנק ההשקעות ליהמן ברדרס. לעומת זאת, מניית אי.די.בי אחזקות סיימה בעלייה של 0.7%.

אי.די.בי אחזקות מסדרה ד' ירדה ב-6% לתשואה של 29%. מדובר באג"ח ארוכה בעלת מח"מ (זמן ממוצע לפדיון החוב) של 4.5 שנים. גם איגרות החוב הקצרות יותר נסחרו בירידות חדות: אג"ח ה', בעלת מח"מ קצר של פחות משנה איבדה 3% לתשואה של 30%; אג"ח ג', נסחרה בירידות של 0.4% לתשואה של 36.5%. תשואות אלה מלמדות כי המשקיעים בשוק ההון חוששים שאי.די.בי עשויה להתקשות לעמוד בהחזרי החובות שלה בשנים הבאות.

גם איגרות החוב של החברה הבת אי.די.בי פתחו נסחרו בירידות חדות, בדומה לימים האחרונים. סדרות ז', ח', ט' ו-י' ירדו כעת בשיעורים של 0.2%-3.8%, כשהתשואה המקסימאלית עלתה ל-20%. איגרות החוב של דסק"ש ירדו ב-3%-0.7% כשהתשואה המקסימאלית מגיעה ל-10%. אג"ח החברה הבת כור, המחזיקה במניות הבנק השווייצרי קרדיט סוויס, נסחרו בירידות של עד 3.2%, כשהתשואה המקסימאלית עולה ל-9.5% (סדרה י').

אי.די.בי אחזקות מסדרה ד' יורדת ב-4.8% לתשואה של 27%. מדובר באג"ח ארוכה בעלת מח"מ (זמן ממוצע לפדיון החוב) של 4.5 שנים. גם איגרות החוב הקצרות יותר נסחרות בירידות חדות: אג"ח ה', בעלת מח"מ קצר של פחות משנה יורדת ב-3.5% לתשואה של 27%. אג"ח ג' נסחרת בירידות חדות של 0.8% ועולה לתשואה של 37%. תשואות אלה מלמדות כי המשקיעים בשוק ההון חוששים שאי.די.בי עשויה להתקשות לעמוד בהחזרי החובות שלה בשנים הבאות.

הנפילה הנוכחית באיגרות החוב של אי.די.בי חלה לאחר שבתחילת שבוע שעבר חצו איגרות החוב של הקבוצה את רף תשואה של 20%. הטריגר לירידה היה נפילת שיערים במנייתו של הבנק השווייצרי קרדיט סוויס (המוחזק בכ-2.5% בידי כור תעשיות), הנחשב לאחת האחזקות המהותיות של אי.די.בי. זאת על רקע החששות להתגברות משבר החוב באירופה.

התנועה למען איכות השלטון בישראל (ע"ר)

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



תאריך: כ"ב אייר, תשע"ב 14/05/2012

סומן: כ-12-10225

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

נכבדיי שלום רב,

הנדון: הכשלים המובנים בשוק חברות הדירוג על רקע השיהוי בהורדת

הדירוג של חברת אי.די.בי

סימוכין: מכתבנו מיום 7.5.2012

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

הורדת דירוג האשראי של חברות אי.די.בי אחזקות ופיתוח לאחר לחץ ציבורי ועליית תשואות חדה בימים האחרונים, מדגימה פעם נוספת את טענת התנועה למען איכות השלטון בישראל בדבר הכשל המובנה בשוק, בשל ניגודי העניינים בהם נמצאות חברות הדירוג באופן תמידי. בנוסף, השיהוי הרב בהורדת הדירוג, שנעשתה לאחר הירידות בשווקים ולא מילאה את תפקידה כמתריעה בשער, מבהיר כי יש צורך בהפרדה מוחלטת בין חברת הדירוג לבין החברה המדורגת במטרה לשמור על עצמאותן ואי תלותן של חברות הדירוג ולהגן על האינטרס של ציבור המשקיעים.

- מכתב זה הינו המשכו הישיר של מכתבנו מיום 7.5.2012 בו פנינו בבקשה להקמת ועדת חקירה ממשלתית לבחינת שוק חברות הדירוג בישראל ככלל, וניגודי העניינים הקיימים בין חברות הדירוג לחברות המנפיקות בפרט.
- במסמך זה נבקש לחזור ולהציף את הכשלים המשמעותיים מהם סובל שוק חברות הדירוג, וזאת באמצעות מקרה הבוחן של דירוג חברות אי.די.בי אחזקות ופיתוח על ידי חברת מעלות.
- למען הסדר הטוב, נזכיר כי בתקופה האחרונה סבלו ועודן סובלות סדרות אגרות החוב של חברות אי.די.בי אחזקות ופיתוח מעלייה חדה בתשואות, עד לרמות של ארבעים, חמישים ואף שישים אחוז, הרבה מעל ההגדרות המקובלות ל'אג"ח זבל'.

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



4. למרות זאת, קולה של חברת הדירוג מעלות, המדרגת חברות בפירמידת אי.די.בי לא נשמע. יתרה מכך, על אף העובדה שלא זכינו לכל מענה ישיר מצדה, הרי שחברת מעלות בתגובה לכתבה שפורסמה בעקבות פנייתנו, טענה כי היא דוחה על הסף טענתנו בדבר הצורך בהורדת דירוג האשראי של סדרות האג"ח של חברת אי.די.בי.¹
5. והנה, על אף העובדה שטענותינו נדחו בשאט נפש, כשבוע בלבד עבר- והנה פורסם כי אכן הורד הדירוג של חברות א.ד.בי. אחזקות ופיתות על ידי חברת הדירוג מעלות לרמת דירוג BBB.²
6. בחינת התנהלות חברת מעלות לאורך התקופה האחרונה למול התמורות שחלו במצבה של אי.די.בי מספקת מצע נאות לבחינת התנהלות שוק חברות הדירוג בכללותו.

עיתוי הורדת הדירוג

7. מזה זמן ניתן לראות כי חלו שינויים חיצוניים שהשפיעו על מצבה העסקי ופיננסי של אי.די.בי. בין השאר, ניתן למנות את המשך שחיקת ערכה של מניית קרדיט סוויס, שגררה הפסדים משמעותיים לחברת כור, וצמצמה מאוד את יכולתה לחלק דיבידנדים לחברות במעלה הפירמידה; את ההלוואות שנטלה אי.די.בי אחזקות מחברת מנורה וקרן בראשית, הלוואות שנעשו בתנאים שאינם אופטימאליים; ולאחרונה את התיקון שהפיצה הרשות לניירות ערך לתקן IFRS9 שמקשה על חברות לחלק דיבידנדים לבעלי המניות.
8. אין ספק כי הצטברות אירועים אלו תרמה לעליות הניכרות בתשואות על אגרות החוב של חברת אי.די.בי, וכן כי חברת מעלות, בהיותה שחקן פיננסי מחד, וחברה מדרגת של אי.די.בי מאידך הייתה מודעת לשינויים אלו.
9. בנוסף יש לציין כי גירעון הענק בו מצויה חברת אי.די.בי אחזקות אינו נולד יש מאין, והוא חשוף לציבור הרחב מזה זמן רב, על כל משמעויותיו והקשיים אותם הוא מציב בפני החברה.
10. ואולם, הורדת הדירוג נעשתה לאתר שהשוק כבר חיווה דעתו על מצבה של חברת אי.די.בי, כך שיש הטוענים כי למעשה אין בו כדי להשפיע במאומה על מצבה של החברה או כדי לשמש תמרור אזהרה לציבור המשקיעים.

¹ אורה קורן וערן אזרן, התנועה לאיכות השלטון על אי.די.בי: להשעות רישיון מעלות, **themarker** (7.5.12)

<http://www.themarker.com/markets/1.1701975>

² טלי איזסקו, מעלות מורידה את דירוג אי.די.בי; דנקר: "אנחנו מעשירים את קופת המזומנים", **the marker**

<http://www.themarker.com/markets/1.1706952> (13.5.2012)

התנועה למען איכות השלטון בישראל (ע"ר)

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



11. משכך, במקום להוביל ולהיות המתריעות בשער שמטרתן לסייע ולהגן על ציבור המשקיעים, חברות הדירוג משתהות ונגררות אחר כוחות וקולות השוק ואינן מבצעות את תפקידן כהלכה.
12. התנועה קוראת לבחון מה מקור השיהוי בהורדת הדירוג של חברת אי.די.בי, שיהוי שמעקר מתוכן את המטרות לשמן נדרש מלכתחילה, שכן פעולתה המאוחרת של חברת מעלות היא בבחינת מעט מדי ומאוחר מדי, שכן הסוסים כבר ברחו מן האורווה.

הורדת הדירוג לרמת BBB

13. כאמור, אמש הוכרז על הורדת הדירוג של חברות אי.די.בי אחזקות ופיתוח בשלוש רמות, לדרגת BBB.

14. על פי הגדרות חברת מעלות, כפי שמפורסמות באתר החברה, דירוג BBB מלמד על "כושר פירעון נאות באופן סביר בהשוואה לזה של חייבים ישראלים אחרים. עם זאת, הרעה בתנאים כלכליים או נסיבות משתנות עשויים לפגוע ביכולתו של חייב זה לעמוד במחויבויותיו הפיננסיות"³.

15. בדו"ח המפרט את הסיבות להורדת הדירוג מצוין כי בראיית חברת מעלות רמת הנזילות של חברת אי.די.בי אחזקות "חלשה", יש סכנת הפרה ואי תשלום בתחילת שנת 2013, וכן כי רמת המינוף בקבוצה ממשיכה להיות גבוהה מאוד בהשוואה לחברות החזקות מדורגות אחרות בארץ ובאירופה. חברת מעלות מעריכה את רמת המינוף של הקבוצה בכ-83%.

16. עוד מציינת החברה בדו"ח כי רמת הנזילות של חברת אי.די.בי אחזקות מהווה את השיקול המרכזי בדירוג הנוכחי ותמשיך להיות השיקול המרכזי עד אשר היחס בין המקורות והשימושים ישתנה בצורה מהותית.

17. על פי מטריצת הסיכון העסקי שמפורסמת באתר חברת מעלות רמות מינוף גבוהות, כפי שקיימות בחברות אי.די.בי יכולות ללמד על סיכון פיננסי המוגדר כממונף מאוד. על פי טבלת הדירוג של מעלות, כאשר פרופיל הסיכון הפיננסי הוא 'ממונף מאוד' הרי שרמת הדירוג המקסימאלית שניתן להעניק לחברה הינה BB-.

18. כאמור, דירוג חברות אי.די.בי עומד על BBB. ראוי לברר מה מקור הפער בין הדירוג בפועל לבין הדירוג כפי שנראה שעולה ממתודולוגית הדירוג של חברת מעלות. ראוי לציין כי פער זה

³ ראו פירוט בכתובת <http://www.maalot.co.il/content.asp?pageId=177>

התנועה למען איכות השלטון בישראל (ע"ר)

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



משמעותי ביותר שכן דירוג BBB הינו דירוג 'בר השקעה', בעוד דירוג BB מייצג מכלול פרמטרים המלמדים על יכולת חלשה לפרוע התחייבויות פיננסיות.

19. מכיוון שאין לתנועה יכולת ודרך לבדוק האם הדירוג שניתן עומד בקריטריונים שקבעה לעצמה חברת מעלות, ולאור ניגוד העניינים המובנה בפעילות חברת הדירוג, כפי שיורחב להלן, הרי שעל הממונה על שוק ההון לדאוג לאלתר לבדיקה של רמת הדירוג על יד חברה חיצונית ובלתי תלויה.

ניגוד עניינים בשוק חברות הדירוג

20. כפי שכבר חזרנו וציינו בעבר, פעילות חברות הדירוג, בארץ כבעולם מאופיינת בניגוד עניינים אינהרנטי.

21. במדינת ישראל, כמו בעולם כולו, משלמות החברות המדורגות ישירות לחברות הדירוג בתמורה לדירוגן. המשמעות היא כי הגורם המדורג משלם לגורם, אשר מבצע הערכה לגבי יכולתו לעמוד בהתחייבויותיו.

22. למעשה, בידי החברות המדורגות יש את הכוח להמשיך ולשלם סכומים לא מבוטלים לחברות הדירוג בתמורה לדירוגן- ובאם דירוג זה לא נושא חן בעיניהן, הרי הן יכולות לבחור "לפטור" את חברת הדירוג ולחפש להן חברת דירוג אחרת, "נוחה" יותר מבחינתן.

23. הימצאותן של חברות הדירוג במקום שבו הן צריכות לספק הערכה ודירוג מדויקים ובלתי תלויים על מי שמשלם להם סכומי כסף נכבדים ביותר מקשה עליהן, מראש, לבצע עבודתן ללא מורא של אובדן לקוח בעל כיס עמוק במיוחד.

24. כאמור, במועד פניית התנועה הודיעה חברת מעלות כי אין כל ממש בדרישה להוריד הדירוג של חברת אי.די.בי. וכעבור שבוע בלבד מאז פנייתנו (ביום 13/5/12) ולאחר לחץ תקשורתי לא מבוטל שפניה זו עוררה- הורידה הדירוג.⁴

25. התנהלות זו ממחישה את החשש לכאורה כי הדירוג לא שיקף מצב החברה בזמן אמת, זאת בלשון המעטה. בכך, מתחזקת טענת התנועה, כי חברות הדירוג נמצאות במצב מובנה של ניגוד עניינים מסוכן, אשר לא מאפשר לה לפעול באופן מקצועי ונטול פניות.

⁴ אורה קורן וערן אזרן, התנועה לאיכות השלטון על אי.די.בי: להשעות רישיון מעלות, **themarker** (7.5.12).

התנועה למען איכות השלטון בישראל (ע"ר)

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



26. משכך ובהיעדר התקדמות כלשהי במישור הרגולטורי⁵ נראה כי אין מנוס, אלא לשדד המערכת באמצעות הנחיות וחוזרים מינהליים, אשר יאינו לאלתר ניגוד העניינים המובנה שבהתנהלות חברות הדירוג.

27. נחזור ונזכיר, כי לשיטת התנועה יש מקום להימנע ממימון ישיר של עבודת הדירוג על ידי החברות המדורגות וזאת באמצעות תשלום אגרה על ידי החברות המדורגות לרשות לניירות ערך וזו תעביר התשלום לחברות הדירוג הרלוונטיות, כאשר ההחלטה איזו חברת דירוג תדרג אילו חברות תהא מונחת לפתחה של הרשות.

28. ביטול המימון הישיר על ידי התברה המדורגת את חברת הדירוג, יהפוך את תהליך הדירוג להיות אמין, בלתי תלוי ושוויוני. זאת, במטרה להגן על ציבור המשקיעים, כמו גם על כספי הציבור בכללותו.

סיכום

29. אין צורך להכביר מילים בדבר המשמעות הקריטית של דירוג גבוה לחברות המדורגות- הדירוג שניתן משפיע על הריבית שהחברה המדורגת, במידה שתבקש ללוות כספים, תידרש לשלם; כך, גם משפיע הדירוג שניתן על יכולתם של גופים מוסדיים להשקיע בחברה המדורגת.⁶

30. לאור התהיות והחששות שהוצגו במסמך זה, ומפאת ניגוד העניינים האינהרנטי המתקיים בשוק חברות הדירוג, התנועה למען איכות השלטון פונה לשר האוצר, לממונה על שוק ההון וליו"ר רשות ניירות ערך שיפעלו לאלתר לבדיקה עצמאית ואובייקטיבית של מהלך הורדת הדירוג של חברת אי.די.בי אחזקות וחברת אי.די.בי פיתוח.

31. בנוסף, ועל מנת להתמודד עם ניגוד העניינים האינהרנטי בצורה מקיפה שבה וחוזרת התנועה למען איכות השלטון בישראל על קריאתה לניתוק הקשר שבין חברות הדירוג לחברות המנפיקות, באופן שבו מחד החברה המדורגת תשלם אגרה קבועה והחברה המדורגת תקבל את שכרה מרשות ניירות ערך, ובכך להבטיח את עצמאותן ואי תלותן של חברות הדירוג, במטרה להגן על האינטרס הציבורי ועל ציבור המשקיעים בישראל.

⁵ סיום והתקדמות העבודה על תזכיר החוק להסדרת פעילות חברות דירוג האשראי, התשע"ב-2012 אינו נראה באופק בשלב זה, למיטב ידיעת התנועה.

⁶ בהתאם להוראות סעיף 41 לתקנות מס הכנסה (כללים לאישור ולניהול קופת גמל) תשכ"ד-1964

התנועה למען איכות השלטון בישראל (ע"ר)

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



32. בנסיבות העניין אנו סבורים כי יש להורות לחברת מעלות להעביר את פירוט השתלשלות העניינים ומהלך הורדת האשראי בעיתוי זה, על כל המשתמע מכך, לחברת S&P העולמית, על מנת לקבל את התייחסותה תוך שקיפות מלאה לציבור.

בכבוד רב,

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

עמרי בן חורין
מחלקת כלכלה ומחקר

העתק:

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 للبريد: 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)

22.05.2012

רשות ניירות ערך

פניות הציבור

רח' בגנז' נשרים 22, ירושלים 95464

טל': 02-6556555

פקס': 02-6513160

www.isa.gov.il

22 מאי 2012

א' סיון תשע"ב

לכבוד

גבי נילי אבן חן, עו"ד
גבי צרויה מירדד-לוזון, עו"ד
התנועה למען איכות השלטון בישראל (ע"ר)
רח' יגו 208
ירושלים 94383

באמצעות פקס: 02-5000076

הנדון: פנייתכם בנושא השעיית רישיון חברת הדירוג מעלות והקמת ועדת בדיקת ממשלתית לבחינת תפקודן של חברות הדירוג

סימוכין: מכתביכן מיום 7 באפריל 2012 ומיום 14 במאי 2012

כמענה למכתביכן שבסימוכין הרינו להשיבכם כדלקמן:

1. כאמור בפניותיכן, רשות ניירות ערך (להלן – "הרשות") אכן פועלת לקידומה של הצעת חוק שמטרתה הסדרת פעילותן של חברות הדירוג ותכפפתן לפיקוח הרשות, על מנת לחבטיח כי חליך הדירוג והדירוג עצמו יחיו אמינים, איכותיים, שוויוניים ובלתי תלויים. במסגרת הצעת החוק האמורה, מוצע בין היתר, לקבוע דרישות שמטרתן להבטיח עצמאות ומניעת ניגודי העניינים בחברות הדירוג, והגברת שקיפותן לציבור, תוך קביעת סמכויות פיקוח ואכיפה על פעילותן, לרבות דרישה לחשיפת של חמתודולוגיות וחמידע חעומדים בבסיס הדירוג, על מנת שניתן יהיה להעריך את אמינותן ואיכותן.
2. נציין, כי הבעיה שחוצגה במכתבכן קרי, תשלום חחברות המדורגות לחברת הדירוג, קיימת למעשה גם לגבי שומרי טף אחרים (רואי חשבון, חתמים, וכיו) וחיא הפרקטיקה העסקית המקובלת בעולם בענפים אלו. בחקשר זה הצעת החוק אינח מתעתדת לאסור על חברות דירוג לקבל תגמול מחחברות המדורגות על-ידן, וזאת בהתאם למודל הפעילות המקובל בחברות דירוג בעולם כולו, אלא לקבוע דרישות אחרות כמפורט לעיל במטרה להבטיח כי חליך הדירוג והדירוג עצמו יהיו כשורות. במובן זה הצעת החוק עולח בקנה אחד עם אופן הסדרת תחום הדירוג בעולם בשנים האחרונות.

3. הואיל ונכון למועד זה, חברות הדירוג אינן נתונות למיקוח ישיר של חרשות, חרשות איננה מוסמכת לחשעות את רישיון, כבקשתכן.
4. אין באמור לעיל כדי לחביע כל עמדה בנושא חורדת הדירוג של קבוצת אי.די.בי, או כל חברת אחרת.

אנו מודים לכן על פנייתכן.


שרה לושר, עו"ד
ממונה על פניות חציבה

ר
ת
ר

ר
ת
ר

ר
ת
ר

התנועה למען איכות השלטון בישראל (ע"ר)

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



תאריך: י"ז אלול, תשע"ב 04/09/2012

סומן: כ-12-10225

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

נכבדיי שלום רב,

הנדון: הכשלים המובנים בשוק חברות הדירוג

סימוכין: מכתבנו מיום 9/7/12, 13/6/12, 29/5/12, 14/5/12, 7/5/12

תשובת הרשות לניירות ערך מיום 22/5/12

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

1. בהמשך למכתבינו שבסימוכין, מבקשים אנו פעם נוספת להציף את הכשלים המובנים בשוק חברות הדירוג, והפעם כפי שבאו לידי ביטוי בימים האחרונים, בכל הקשור להתנהלות שוק ההון וחברת אי.די.בי החזקות.
2. כידוע, ביום שישי האחרון 31.8.2012 הוצמדה לדוחות הכספיים של חברת אי.די.בי הערת עסק חי, שמשמעותה כי רואי החשבון של החברה מזהירים כי יש חשש להמשך פעילותה ויכולתה לשלם את חובותיה לבעלי החוב מוטלת בספק.
3. בד בבד, הודיעה חברת הדירוג S&P מעלות כי הורידה את הדירוג של החברה בצורה חדה מדרגת BBB לדרגת CCC עם תחזית דירוג שלילית. לדברי החברה, השחיקה ברמת הנזילות היא המקור להורדת הדירוג, כמו גם היעדר פיתרון מימוני מצד ההנהלה או בעלי המניות.
4. הורדה דירוג דרמטית שכזו אמורה הייתה, על פי היגיון בריא לזעזע את שוק ההון ולגרור ירידות חדות בשערי מניות אי.די.בי. ועליות חדות בתשואות על אגרות החוב. ואולם, ביום המסחר הראשון לאחר הורדת הדירוג ירדה מניית אי.די.בי בשני אחוזים בלבד, ותשואות האג"ח עלו בכחמישה אחוזים, שיעור שאינו יוצא דופן בתקופה האחרונה.

התנועה למען איכות השלטון בישראל (ע"ר)

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



5. נמצאנו למדים, אם כן כי השוק לא הגיב בצורה חריגה מהורדת הדירוג, ולמעשה כבר הירידות בשווי ניירות הערך של החברה שקדמו להורדת הדירוג גילמו בחשבון אפשרות זו. יתרה מכך, באותו יום בה הודיעה החברה על הורדת הדירוג הוצמדה לחברה אזהרת עסק חי, שגם בעטייה ניתן היה לצפות ממילא לירידה בשיעורי המניות ועלייה בתשואות האג"ח.
6. נחזור ונזכיר את שטענו במכתבינו שבסימוכין, כי תהליך התדרדרותה של החברה אינו נולד יש מאין. כיום כבעבר לא התרחש כל אירוע דרמטי בתאריך 31.8.2012 שהצריך ירידת ערך דווקא בתאריך ספציפי זה. פעם נוספת לא ברור מהו הטריגר שהצריך את חברת הדירוג לפעול כעת, שכן הסיבות בגינן ירד הדירוג היו ידועות לכל כבר הרבה לפני.
7. כשם שהורדת הדירוג הקודמת התבצעה לאחר ירידת ערך משמעותית לאורך זמן ולאחר שהשוק כבר חיווה דעתו על מצבה של החברה, כך גם כעת, ולמעשה אין בה כדי להשפיע במאומה על מצבה של החברה או כדי לשמש תמרור אזהרה לציבור המשקיעים.
8. משכך, במקום להוביל ולהיות המתריעות בשער שמטרתן לסייע ולהגן על ציבור המשקיעים, חברות הדירוג משתהות ונגררות אחר כוחות וקולות השוק ואינן מבצעות את תפקידן כהלכה.
9. נזכיר את עמדתנו כי בין הסיבות המרכזיות לכשל בפעולות חברות הדירוג הינו **ניגוד העניינים אינהרנטי בו הן פועלות**. במדינת ישראל, כמו בעולם כולו, משלמות החברות המדורגות ישירות לחברות הדירוג בתמורה לדירוגן. המשמעות היא כי הגורם המדורג משלם לגורם המדרג, מכאן נגזרות שורה של בעיות שונות.
10. הימצאותן של חברות הדירוג במקום שבו הן צריכות לספק הערכה ודירוג מדויקים ובלתי תלויים על מי שמשלם להם סכומי כסף נכבדים ביותר מקשה עליהן, מראש, לבצע עבודתן ללא מורא של אובדן לקוח בעל כיס עמוק במיוחד.
11. לשיטת התנועה יש מקום להימנע ממימון ישיר של עבודת הדירוג על ידי החברות המדורגות וזאת באמצעות תשלום אגרה על ידי החברות המדורגות לרשות לניירות ערך וזו תעביר התשלום לחברות הדירוג הרלוונטיות, כאשר ההחלטה איזו חברת דירוג תדרג אילו חברות תהא מונחת לפתחה של הרשות.
12. ביטול המימון הישיר על ידי החברה המדורגת את חברת הדירוג, יהפוך את תהליך הדרוג להיות אמין, בלתי תלוי ושוויוני. זאת, במטרה להגן על ציבור המשקיעים, כמו גם על כספי הציבור בכללותו.

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

התנועה למען איכות השלטון בישראל (ע"ר)

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



13. לבסוף, נבקש להזכיר את בקשתנו מיום 13.6.2012 שטרם זכתה למענה, בנושא **טיוטת החוק להסדרת פעילות חברות זירוג האשראי כיום ולוחות הזמנים לקידומה**. כידוע, העבודה על העבודה על טיוטת החוק נמשכת מזה זמן רב והחלה, הלכה למעשה, עוד בשנת 2009; הנה הגענו עד למחצית 2012 ואולם העבודה רחוקה מלהגיע לסיום המיוחל ולהסדרה הנדרשת.

14. לתגובתכם המהירה, נודה.

בכבוד רב,

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

עמרי בן חורין
מחלקת כלכלה ומחקר

23.09.2012

נתקבל



רשות ניירות ערך

פניות הציבור

רח' כנפי נשרים 22, ירושלים 95464

טל': 02-6556555

פקס': 02-6513160

www.isa.gov.il

י"ט אלול תשע"ב

06 ספטמבר 2012

לכבוד

מר עמרי בן חורין

גבי נילי אבן חן, עו"ד

התנועה למען איכות השלטון בישראל (ע"ר)

ת.ד. 4207

ירושלים 91043

באמצעות פקס: 02-5000076

הנדון: פנייתכם בעניין הכשלים המובנים בשוק חברות הדירוג

סימוכין: מכתבכם מיום 29.5.2012, 7.5.2012, 14.5.2012, 9.7.2012 ומיום 4.9.2012

מכתבנו מיום 22.5.2012 ומיום 17.7.2012

במענה למכתבכם הנוסף מיום 4 בספטמבר 2012, אין לנו להוסיף על האמור במכתבינו הקודמים אליכם בנושא, הנזכרים בסימוכין.

בברכה,

שרה לושר, עו"ד

ממונה על פניות הציבור

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 איל גבאי	מר חיים שני
מנכ"ל משרד ראש הממשלה	מנכ"ל משרד האוצר
מר דוד זקן	פרופ' שמואל האוזר
המפקח על הבנקים	יו"ר הרשות לניירות ערך
ד"ר אודי ניסן	עו"ד אבי ליכט
הממונה על התקציבים במשרד האוצר	המשנה ליועץ המשפטי לממשלה
פרופ' יוג'ין קנדל	פרופ' עוזד שריג
ראש המועצה הלאומית לכלכלה	הממונה על שוק ההון במשרד האוצר
פרופ' דיוויד גילה	ד"ר קרנית פלוג
הממונה על ההגבלים העסקיים	המשנה לנגיד בנק ישראל

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.

התנועה למען איכות השלטון בישראל (ע"ר)

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



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, מגור חברות דירוג האשראי – אשר אמור להוות את 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 للمراسلات: 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 ליאריסון 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-Aa2, 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 מפקקים בהצדקתה של העלאת הדירוג האמורה, וטוענים בתוקף כי האג"ח אינן שוות דירוג שכזה.

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)

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



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 ממצואות שכזו הינם, כמו תמיד, המשקיעים הקטנים וציבור מחזיקי אגרות החוב. שכן בעת שההערכות המופרזות של חברות הדירוג תתנפצה אל קרקע המציאות ויתגלה כי החברה המדורגת אינה באמת בעלת איתנות פיננסית כה גדולה – החברה תמצא כבר את הדרך לרכך 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: בידיכם 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 לאמינות הערכותיהן תהיה כלפי הרגולטור – ולא כלפי החברות המדורגות.

14. בכך ינותק הקשר הפגום שבין החברות המדורגות, בעלות הכסף וההשפעה, לבין חברות הדירוג, הנתונות לחציהן ולחסדיהן של החברות השוכרות את שירותיהן. הרווח מצעד 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 – יתזכיר חוק להסדרת פעילות חברות הדירוג משנת 2010.⁵

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

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



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

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

רח' יפו 208, ירושלים 94383 * מען למכתבים: ת.ד. 4207, ירושלים 91043 * טל: 02-5000073 פקס: 02-5000076
شارح 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)

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



תאריך: ח' סיון תשע"ב, 29/05/12

סומן: כ-12-10225

לכבוד	לכבוד	לכבוד
פרופ' שמואל האוזר	פרופ' עודד 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>

נכבדיי שלום רב,

הנדון: הכשלים המובנים בשוק חברות הדירוג על רקע אי בחינת הדירוג

של חברת אינטרנט זהב

סימוכין: מכתבנו מיום 7.5.2012, 14/5/12

תשובת הרשות לניירות ערך מיום 22/5/12

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

נבקש להמחיש, פעם נוספת, את טענת התנועה למען איכות השלטון בישראל בדבר הכשל המובנה בעבודת חברות הדירוג, בשל ניגודי העניינים בהם נמצאות חברות אלה באופן תמידי. בנוסף, השיהוי הרב בבחינת הדירוג, על אף הטלטלה בשוק התקשורת מעידים, שוב, כי חברת הדירוג, הפעם חב' מידרוג, לא יכולה באמת למלא תפקידה כמתריעה בשער.

התנועה תשוב ותבהיר כי, בניגוד לעמדת הרשות לניירות ערך (כפי שהובאה במכתבה שבסמך) יש צורך בהפרדה מוחלטת בין חברת הדירוג לבין החברה המדורגת במטרה לשמור על עצמאות ואי תלותן של חברות הדירוג ולהגן על האינטרס של ציבור המשקיעים.

1. מכתב זה הינו המשכם הישיר של מכתבינו שפורטו בסמך שתכליתם בחינה והסדרה מחודשת של שוק דירוגי האשראי בישראל ככלל, ומתן פיתרון הולם לניגודי העניינים הקיימים בין חברות הדירוג לחברות המנפיקות בפרט.

2. במסמך זה נבקש לחזור ולהציף את הכשלים המשמעותיים מהם סובל שוק דירוגי האשראי, וזאת באמצעות מקרה הבוחן של אי בחינת דירוג חברות אינטרנט זהב על ידי חברת מידרוג.

רח' יפו 208, ירושלים 94383 * בוען 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



3. מפרסומים בעיתון גלובס מהיום עולה כי חברת מידרוג הותירה את דירוג החוב של חב' אינטרנט זהב על A3, המשקף אשראי נמוך- גם בבחינה שערכה לקראת הרחבת סדרה ג' וזאת לפני כשנה כמעט.
4. מאז ועד היום, בחלוף כמעט שנה, ועל אף הטלטלה בענף התקשורת, אשר לה היינו עדים ביתר שאת בשבועות האחרונים- בחרה חברת מידרוג שלא לבצע כל בחינה או מעקב של אג"ח אינטרנט זהב, כך על פי המתפרסם היום בגלובס. זאת, למרות שהיחס בין החוב לנכסים, זינק פי 4, וירידה בשבועיים האחרונים של האג"ח מסדרה ג' לתשואה דו-ספרתית של 14%, בהתאם לפרסומים כאמור.
5. ראוי, גם כאן לציין- כפי שהובהר היום בגלובס כי חב' אינטרנט זהב רחוקה ממצב שבו לא תוכל לעמוד בהתחייבויותיה. אולם, הירידה בשווי נכסי החברה משפיעה על מנעד רחב של נושאים, בין היתר יכולתה של החברה לגייס הון, אשר מן הראוי כי יביאו את חב' מידרוג לעקוב ולבחון סיכון האשראי של חב' אינטרנט זהב, ככל שלא עשתה כן עד היום.
6. בהינתן כי אלה הם פני הדברים- כפי שהובאו היום בעיתון גלובס, הרי שבמקום להוביל ולהיות המתריעה בשער שמטרתה לסייע ולהגן על ציבור המשקיעים, חברת מידרוג נראית יותר כמשתתפה ונגררת אחר כוחות וקולות השוק ולא כמי שמבצעת את תפקידה כהלכה.
7. דוגמא נוספת לחשיבות המכרעת של מעקב ובחינה בזמן אמת, מובאת אף היא בכתבה היום בגלובס, אולם בעניין זה הדברים מצויינים כעת לאחר מעשה; עסקינן בהורדת הדירוג של חב' סאני על ידי חברת מידרוג בשבע דרגות בבת אחת- מהלך דרסטי המעיד, יותר מכל, על העובדה שמעקב ובחינה כאמור לא נעשו בזמן אמת, ככל שאלה הם אכן פני הדברים.
8. נזכיר כי בהתאם לסעיף 12 בכללים לאישור חברה מדרגת, אותם פרסם אגף שוק ההון, ביטוח וחסכון ביום 29.3.2004, חלה חובה על חברות הדירוג לבצע מעקב שוטף ועדכון הדירוג בהתאם להתפתחויות בכל חברה וענף נושא דירוגה. התנועה סבורה כי יש לפעול ביתר נחרצות כלפי חברות הדירוג, אשר אינן פועלות בהתאם להנחיות אלה.

ניגוד עניינים בדירוג אשראי

9. כפי שכבר חזרנו וציינו בעבר, פעילות חברות האשראי, בארץ כבעולם, מאופיינת בניגוד עניינים אינהרנטי.

רח' יפו 208, ירושלים 94383 • נוען למנותבים: 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



10. במדינת ישראל, כמו בעולם כולו, משלמות החברות המדורגות ישירות לחברות הדירוג בתמורה לדירוגן. המשמעות היא כי הגורם המדורג משלם לגורם, אשר מבצע הערכה לגבי יכולתו לעמוד בהתחייבויותיו.
11. למעשה, בידי החברות המדורגות יש את הכוח להמשיך ולשלם סכומים לא מבוטלים לחברות הדירוג בתמורה לדירוגן- ובאם דירוג זה לא נושא חן בעיניהן, הרי הן יכולות לבחור "לפטור" את חברת הדירוג ולחפש להן חברת דירוג אחרת, "נוחה" יותר מבחינתן.
12. הימצאותן של חברות הדירוג במקום שבו הן צריכות לספק הערכה ודירוג מדויקים ובלתי תלויים על מי שמשלם להם סכומי כסף נכבדים ביותר מקשה עליהן, מראש, לבצע עבודתן ללא מורא של אובדן לקוח בעל כיס עמוק במיוחד.
13. בתשובת הרשות לניירות ערך לפניית התנועה מיום 22/5/12, אשר נכתבה על ידי עוה"ד שרה לושר, הממונה על פניות הציבור, עולה כי לרשות אין כוונה לנתק את הקשר הכספי שבין חברות הדירוג והחברות המדורגות, זאת מטעמים, אשר לשיטת התנועה אינם נכונים.
14. התנהלות חברת מידרוג, כפי שפורסמה בעיתון גלובס היום- **יש בה כדי לשוב ולהמחיש את הצורך בנקיטת צעדים מרחיקי לכת בכל הנוגע להסדרת עבודת חברות הדירוג ולפיקוח עליהן.**
15. נחזור ונזכיר, כי לשיטת התנועה **יש מקום להימנע ממימון ישיר של עבודת הדירוג על ידי החברות המדורגות** וזאת באמצעות תשלום אגרה על ידי החברות המדורגות לרשות לניירות ערך וזו תעביר התשלום לחברות הדירוג הרלוונטיות, כאשר ההחלטה איזו חברת דירוג תדרג אילו חברות תהא מונחת לפתחה של הרשות.

סיכום

16. אין צורך להכביר מילים בדבר המשמעות הקריטית של דירוג גבוה לחברות המדורגות- הדירוג שניתן משפיע על הריבית שהחברה המדורגת, במידה שתבקש ללוות כספים,

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



תידרש לשלם; כך, גם משפיע הדירוג שניתן על יכולתם של גופים מוסדיים להשקיע בחברה המדורגת.¹

17. על מנת להתמודד עם ניגוד העניינים האינהרנטי בצורה מקיפה שבה וחוזרת התנועה למען איכות השלטון בישראל על קריאתה לניתוק הקשר שבין חברות הדירוג לחברות המנפיקות, באופן שבו מחד החברה המדורגת תשלם אגרה קבועה והחברה המדורגת תקבל את שכרה מרשות ניירות ערך, ובכך להבטיח את עצמאותן ואי תלותן של חברות הדירוג, במטרה להגן על האינטרס הציבורי ועל ציבור המשקיעים בישראל.

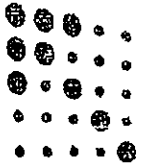
18. נודה לתגובתכם המהירה,

בכבוד רב,

מיקה קונר קרטן, עו"ד
ממונה תחום ליטיגציה

העתק:
חברת מידרוג

¹ בהתאם להוראות סעיף 41 לתקנות מס הכנסה (כללים לאישור ולניהול קופת גמל) תשכ"ד-1964



מידרוג

31.05.2012

ג' ד' ק ג ל

31.5.12

לכבוד
פרופ' שמואל האוזר
יו"ר
הרשות לניירות ערך
ירושלים
פקס' - 02-6513646

לכבוד
פרופ' עודד שריג
הממונה על שוק ההון, ביטוח וחיסכון
משרד האוצר
ירושלים
פקס' - 02-5317793

לכבוד
ד"ר יובל שטייניץ
שר האוצר
משרד האוצר
ירושלים
פקס' - 02-6496579
02-5695335

באמצעות פקס'

א.נ.

הנדון: דירוג אשראי - תגובה למכתבה של התנועה למען איכות השלטון מיום 29.5.12

מידרוג פועלת לפי נהלים וקודים אתיים שבאים להבטיח כי היא תפעל באופן מקצועי ועצמאי ללא השפעה בלתי הוגנת, כשהזרוע המקצועית של מידרוג מנותקת מהזרוע העסקית שלה, כל זאת תוך התאמה למקובל במודל העולמית ולקודים העסקיים והאתיים שלה, וכמובן תוך שמירה על כל הכללים המחייבים את חברות הדירוג בארץ על פי תנאי הרישיון שלהן. מודל התגמול המוצע ע"י התנועה למען איכות השלטון בישראל אינו מקטין את הפוטנציאל לניגוד עניינים.

באשר לטענה לעניין ההשתהות של מידרוג בהורדת הדירוג של חברה מדורגת זו או אחרת: מידרוג עוקבת באופן שוטף אחר החברות המדורגות על ידה כל עוד סדרות האג"ח שבגינן נעשו הדירוגים לא נפרעו וכל עוד החברה המדורגת מעבירה למידרוג את כל המידע הנדרש.

פעולות דירוג על ידי החברה נעשות בהתאם למתודולוגיות של החברה ובהתאם לנהליה והן בגדר חיוני דעה בנוגע לכונשר הפירעון של הגוף או המנכ"ס המדורג בלבד. שינויים בתשואות של סדרות אג"ח והתנהגות המעורבים בשוק ההון אינם בהכרח בעלי השפעה על חיוני הדעה האמור. אמינותה של מידרוג נבחנת לאורם של מאות הדירוגים שפרסמה.

בכבוד רב,

גיל גזית
מנכ"ל

העתק:
גדעון אילת - יו"ר
עו"ד יורם סמואל - היועץ המשפטי
התנועה למען איכות השלטון בישראל

