

התנועה למען איכות השלטון בישראל (ע"ר)

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



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 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 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.

1. 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.

2. 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.

3. 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'יח זבלי'.

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)

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



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.ב.י. אחזקות ופיתוח על ידי חברת הדירוג מעלות לרמת דירוג ².BBB
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 לאחר 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 איזסקן, מעלות מורידה את דירוג אי.די.בי; דנקנר: "אנחנו מעשירים את קופת המזומנים", **the marker**

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

התנועה למען איכות השלטון בישראל (ע"ר)

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



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)

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



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 הרלוונטית, כאשר ההחלטה איזו חברת דירוג תדרג אילו חברות תהא מונחת לפתחה של הרשות.

28. 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.

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 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