

באתי, דירגתי, הלכתי.**התנהגות חברות הדירוג בעתות משבר ושינויים מהותיים, והרגולציה המתאימה****במצבים אלו****מאת****נוי המל***

בסוף שנת 2019, התפרץ לחיינו וירוס הקורונה. הוירוס התפשט בעולם כולו, גרם להידבקותם של מיליונים וגבה את חייהם של מאות אלפי אנשים. למחלה הקשה היו השלכות כבדות על החברה לרבות הגבלת טיסות בינלאומיות, ריחוק חברתי, ואף סגר מוחלט במדינות רבות, ביניהן ישראל. שינויים אלו גרמו לנפילות חדות בבורסות ברחבי העולם ולפגיעה אנושה במחירי הדלק.

יש לציין שהייתה ציפייה מסוימת בשוק לצניחה משמעותית במחיר הנפט עוד בחודש פברואר לאור העצירה של טיסות בינלאומיות וההפחתה המשמעותית בנסיעה, אשר מהוות צריכות הדלק העיקריות. על אף זאת, חברת הדירוג הישראלית 'מידרוג' החליטה להוריד את הדירוג הגבוה של איגרות החוב של 'קבוצת דלק' המוחזקת על ידי יזחק תשובה מ-A2 ל-Ca רק בסוף חודש מרץ, כמה שבועות טובים לאחר שהתחיל משבר הקורונה.

מקרה דלק המתואר לעיל המציג את המועד המאוחר בו מעודכן הדירוג, אינו חריג בעולם שוק ההון וכמוהו היו עוד רבים, חריגים יותר וחריגים פחות. ביניהם ניתן למצוא את פרשיית 'אנרון' המהוללת, משבר הסאב-פריים הגדול, וכך עוד רבים.

במאמר זה אבקש להתמקד בהתנהגות חברות דירוג אשראי של קונצרנים בעתות משבר ושינויים משמעותיים בחברות המדורגות, הן בישראל והן בעולם. זאת, תוך עמידה על המתחים הקיימים ובתקווה להציע פתרונות אפשריים במטרה להתמודד עם מתחים אלו וכך לייעל את השוק. המאמר יציג סקירה דסקריפטיבית של מאורעות היסטוריים שונים בשוק ההון, זאת תוך הסתכלות מנקודת מבט אקטואלית לאור השלכות אותן המאורעות. לבסוף, אציג את הצעותיי שיש לשלב בדיון הקיים, וזו השתת אחריות יותר כבדה על חברות הדירוג באמצעות קביעת מועדים ברורים שיחייבו אותן לערוך דירוג חדש וחיוב בהתייחסות למאורעות משמעותיים בחיי החברה.

מבוא. א. מבט רחב על חברות הדירוג. 1. חברת דירוג – מהי? 2. ההיסטוריה של חברות הדירוג ומעורבותן בשוק ההון. 3. הרגולציה על חברות דירוג האשראי בישראל והבעיות הקיימות ב. **הדין המוצע. ג. סיכום.**

מבוא

בסוף שנת 2019, התפרץ לחיינו וירוס הקורונה. הוירוס התפשט בעולם כולו, גרם להידבקותם של מיליונים וגבה את חייהם של מאות אלפי אנשים. למחלה הקשה היו השלכות כבדות על החברה

* בוגרת תואר ראשון למשפטים וסטודנטית לתואר שני במשפט אזרחי עם התמחות במשפט מסחרי ודיני תאגידים, האוניברסיטה העברית בירושלים.

לרבות הגבלת טיסות בינלאומית, ריחוק חברתי, ואף סגר מוחלט במדינות רבות, ביניהן ישראל. שינויים אלו גרמו לנפילות חדות בבורסות ברחבי העולם ולפגיעה אנושה במחירי הדלק.¹

במקביל למכה שחברות הדלק ספגו, איגרות החוב אשר אלו הנפיקו המשיכו להיסחר ברחבי העולם. מביניהן, חוזים שהיו מיועדים לפירעון בחודש מאי, הגיעו לכדי מצב חסר תקדים שקרה לראשונה בהיסטוריה בו חוזי הנפט נסחרו במחירים שליליים ואף הגיעו לשווי שלילי של 37 דולרים.²

יש לציין שהייתה ציפייה מסוימת בשוק לצניחה משמעותית במחיר הנפט עוד בחודש פברואר לאור העצירה של טיסות בינלאומיות וההפחתה המשמעותית בנסיעה, אשר מהוות צריכות הדלק העיקריות.³ על אף זאת, חברת הדירוג הישראלית 'מידרוג' החליטה להוריד את הדירוג הגבוה של איגרות החוב של 'קבוצת דלק' המוחזקת על ידי יצחק תשובה מ-A2 ל-Ca רק בסוף חודש מרץ, כמה שבועות טובים לאחר שהתחיל משבר הקורונה.⁴

תופעת עדכון הדירוג המאוחר אינה חדשה והתקיימה גם לפני שני עשורים, כפי שהיה ניתן לראות בדירוגה של חברת האנרגיה האמריקאית אנרון, שבסוף שנת 2001 הודיעה שאינה מצליחה לעמוד בהתחייבויותיה ושהיא עתידה להיכנס להליכי חדלות פירעון. עם זאת, הדירוג שלה נשאר גבוה ויצב במשך שבועות ארוכים.⁵

מצב דומה נראה גם לאחר מכן, בשנת 2008 במשבר הסאב-פריים בארה"ב, כאשר איגרות חוב שהיו מורכבות ממשכנתאות שונות נשאו עם דירוג גבוה ויצב. זאת, על אף שמלכתחילה סיכויי הפירעון שלהן היו נמוכים, וגם לאחר מכן, כאשר ההתחייבויות לא נפרעו.⁶

אמנם, אותם המקרים אשר צוינו לעיל הינם חריגים בנוף, וקשה לומר כי זה מצב השגרה בשוק ההון בעולם. אך, אלו היו מאורעות מכוננים וקרקע פורייה לשינויים רגולטוריים ולהסדרה מחדש של רשויות מקצועיות שונות ברחבי העולם. בין הגופים שנבחנו לא פעם על ידי המחוקק לאחר אותם המשברים, היו חברות הדירוג, אליהן הופנתה אצבע מאשימה כיוון שלא איתרו את הבעיות מראש ולא פעלו לצמצום הנזק באמצעות הרמת דגל אדום והורדת הדירוג.

במאמר זה אבקש להתמקד בהתנהגות חברות דירוג אשראי של קונצרנים בעתות משבר ושינויים משמעותיים בחברות המדורגות. זאת, תוך עמידה על המתחים הקיימים ובתקווה להציע פתרונות אפשריים במטרה להתמודד עם מתחים אלו וכך לייעל את השוק. המאמר יציג סקירה

¹ שיר רייטר "דאו ג'ונס סגר נפילה של 23.2% מתחילת 2020 – הרבעון הגרוע ביותר מאז 1987" **כלכליסט** (31.03.2020) www.calcalist.co.il/markets/articles/0,7340,L-3804990,00.html; גיא בן סימון "לראשונה בהיסטוריה: הנפט קרס ב-300% עמוק מתחת לאפס" **גלובס** (20.04.2020) www.globes.co.il/news/article.aspx?did=1001325932.
 "...המצב הנדיר בשוק נרשם בצל שיתוק הכלכלה העולמית נוכח משבר הקורונה. מצד אחד, העלייה במלאים בארה"ב דוחקת בסוחרים למכור את הנפט במחיר נמוך עד אשר יעבור זעם ואלו ירדו במעט, ומנגד שיתוק הכלכלה בצל משבר הקורונה גורר צניחה חדה בביקושים, צניחה שעלולה להימשך כל עוד צריכת הדלק בעולם לא תתאושש נוכח שיתוק הכלכלה".

² שם.

³ רונית מורגנשטין "זול יותר ממים: איך ירד מחיר הנפט אל מתחת לאפס" **mako** (21.04.2020) www.mako.co.il/finances-magazine/Article-5d7d9b81eec9171027.htm.

⁴ קבוצת דלק בע"מ "מידרוג מורידה דירוג האגח מ-A2 ל-Ca2 ומשנה את כיוון הבחינה לבחינת דירוג ללא כיוון וודאי" **אתר מאיה – דיווחי חברות** (23.03.2020) <https://maya.tase.co.il/reports/details/1285261>.

⁵ STAFF TO THE S. COMM. ON GOVERNMENTAL AFFAIRS, 107TH CONG., FINANCIAL OVERSIGHT OF ENRON: THE SEC & PRIVATE-SECTOR WATCHDOG 73, 115 (Comm. Print 2002); <http://hsgac.senate.gov/100702watchdogreport.pdf>.

⁶ David Reiss, *Subprime Standardization: How Rating Agencies Allow Predatory Lending to Flourish in the Secondary Mortgage Market*, 33 FLA. ST. U.L. REV., 985 (Summer 2006).

דסקריפטיבית של מאורעות היסטוריים שונים בשוק ההון, זאת תוך הסתכלות מנקודת מבט אקטואלית על השלכותיהן של אותן המאורעות.

בהתאם, סדר הדיון יהיה כדלהלן: תחילה אציג את חברות הדירוג, אסביר כיצד פועלות ואיך תוצרן משפיע על איגרות החוב של החברות המדורגות. בהמשך לכך, אסקור את התנהגות חברות הדירוג בעתות משבר בשוק ההון ובעולם, ואת ההאשמות שהופנו כלפיהן בגלל אותה ההתנהגות. לאחר מכן, אבחן את הרגולציה הקיימת כיום בישראל וכיצד חברות הדירוג פועלות לפיה, ובהתאם אציג את הקשיים שעולים מכך בהתחשב במאורעות העבר. לבסוף, אציג את הצעתי שיש לשלב בדיון הקיים, וזו השתת אחריות יותר כבדה על חברות הדירוג באמצעות קביעת מועדים ברורים שיחייבו אותן לערוך דירוג חדש וחיוב בהתייחסות למאורעות משמעותיים בחיי החברה כגון שינוי משמעותי בנכסי החברה, שינוי חקיקה או הצטרפות מתחרה לשוק בו היא פועלת, וכן הלאה.

א. מבט רחב על חברות הדירוג

כאשר חברה מעוניינת לגייס הון שלא מגוף פיננסי, היא יכולה לעשות זאת בשתי דרכים עיקריות – האפשרות הראשונה היא להנפיק את מניות החברה בבורסה, ובכך לתת לרוכשים מן הציבור נתח בבעלות החברה. האפשרות השנייה היא גיוס החוב מן הציבור באמצעות הנפקת איגרות חוב. כך, במקום לקחת הלוואה מבנק או גוף פיננסי אחר, החברה מבקשת כספים מפרטים רבים ושונים בציבור. הפרמיה המתקבלת למשקיע מאותה האיגרת היא הריבית בגין ההלוואה.

אציין כי גם מדינות יכולות להנפיק איגרות חוב לציבור הרחב, כאשר גם לאלו ניתן דירוג אשראי על בסיס מדדים שונים. עם זאת, בעקבות השוני המהותי בין איגרת חוב של גוף קונצרני לבין איגרת חוב של מדינה, במאמר זה אתמקד בדירוג איגרות חוב של חברות בלבד.

רוב הפרטים מהציבור מתקשים בניסיון להשתלב בשוק ההון, שכן כאשר אלו מעוניינים לרכוש איגרת חוב, הם נדרשים לשערך את כדאיותה תוך עמידה על יכולת החברה המנפיקה להחזיר את החוב אשר קנתה ורמת הסיכון שהמשקיע הפוטנציאלי עתיד לקחת על עצמו. לשם תכלול מידע זה נועדו חברות הדירוג אשר מציגות לקונה הפוטנציאלי את המידע ומפשטות אותו באמצעות סולם דירוג ידוע מראש. בדרך זו שואפים להציג לקונה תמונה מלאה וברורה עד כמה שיותר, ובכך למקסם את יכולות ביצוע העסקאות היעילות בין הצדדים ולעודד פעילות בבורסה של פרטים מהחברה.

בפרק זה, אציג את חברות הדירוג ואסביר כיצד הן קובעות את הדירוג הסופי של הקונצרן. לאחר מכן, אסקור את ההיסטוריה של חברות הדירוג וכיצד פעילותיהן השפיעה על שוק ההון. לבסוף אציג את הרגולציה שחלה במדינות ישראל על חברות הדירוג.

1. חברת דירוג - מה היא?

תכלית חברות הדירוג היא לספק לרוכש הפוטנציאלי תמונה מלאה אודות רמת הסיכון הטמונה באיגרת החוב המוצעת ויכולת החברה המנפיקה לפרוע את חובה.⁷ בהתאם, זו מדרגת את גובה הסיכון, סבירות החזרת החוב, ומציגה את אלו לקונה.

⁷ יונתן צל "על אחריותן המשפטית של סוכנויות דירוג אג"ח" עיוני משפט לג 327 (2010).

על מנת לספק למשקיע תמונה עד כמה שיותר מלאה בדבר טיב ההשקעה, חברת הדירוג בוחנת שני אלמנטים עיקריים בתאגיד המנפיק – רמת הסיכון העסקי ורמת הסיכון הפיננסי.

פעילות העסק ורמת הסיכון העסקי – במסגרתו נבדקת הסביבה הענפית בה החברה פועלת, מעמדה התחרותי, מבנה הניהול והשליטה של החברה, ועוד.

רמת הסיכון הפיננסי שהתאגיד לוקח על עצמו – בוחנים את הדוחות הכספיים השונים של החברה תוך התמקדות ברווחיות החברה ומבנה ההון הקיים,⁸ תביעות משפטיות העומדות כנגד החברה או הליכי פשרה שמתקיימים, ערבויות של החברה לגופים אחרים, וכך עוד רבים.⁹

יש לציין כי חברת הדירוג מבהירה שאין לראות בדירוגה כהמלצה להשקיע באגרת מסוימת על פני אחרת. כך לדוגמה, אין דירוג נמוך מהווה התחייבות כי החברה המנפיקה בהכרח לא תפרע את חובה, אלא מדובר בסיכון בלבד שלדעת החברה המדרגת סיכויי התממשותו יותר גבוהים.

הריבית בגין ההשקעה מתומחרת לפי הסיכון הקיים והתנהלות החברה עצמה. לכן חברות סולידיות הקיימות שנים רבות שמנהלות את עסקיהן בסיכון נמוך, ככל הנראה בהתרחש אסון יוכלו להמשיך לתפקד כרגיל. בהתאם, הפרמיה בגין החוב תהיה נמוכה יותר כיוון שצופים ברמת סבירות גבוהה שתצליח להחזיר את החוב. דוגמה לכך הן חברות שיווק מזון כגון שופרסל ורמי לוי, הנתפסות כחברות יציבות שנפח הפעילות שלהן אף גדל בזמני משבר, דוגמת הקורונה.¹⁰

לעומתן, חברות עתירות סיכון, אשר לגביהן קיים ספק האם יניבו רווחים בהמשך דרכן, אם יבקשו לגייס הון מהציבור, ככל הנראה ידורגו בדירוג נמוך יותר והפרמיה שישלמו תהיה גבוהה יותר. דוגמה לכך חברה שמצבה הכלכלי בכי רע ויש ספק ממשי האם תצליח לעמוד בהתחייבויותיה: הדירוג שלה יהיה נמוך, כיוון שסיכויי ההחזר של ההשקעה אינם ברורים. בהקשר זה יש לציין כי אמנם קיים סיכון שהחברה לא תחזיר את חובה, אך אין ערובה לכך שסיכון זה יתממש בוודאות. קיימת גם אופציה סבירה ומקבילה שזו תצליח לפרוע את חובה ולהחזיר לכל הנושים את כספם.

בהתאם לכל אלו, נראה כי לחברות הדירוג תפקיד משמעותי בשוק ההון, שכן הן מנגישות מידע לקהל המשקיעים ונותנות לו תמונה מלאה יותר אודות מצב העניינים, מה שמאפשר לגורמים נוספים להשתלב בשוק ולהגדיל את כמות הסוחרים בבורסה.

כדי להציג את הדירוג למשקיע באופן קל וברור, קיים סולם דירוג המאפשר למשקיע לתעדף את האגרות השונות. בכך מושגת אחידות, שכן קיים מדד אחד המוסכם בעיקרו, אשר הוא נוח ונהיר לגורמים המסתמכים על אותו הדירוג. אותו המדד נמדד באמצעות אותיות: הדירוג המקסימלי מיוצג על ידי האותיות AAA (טריפל A), בעוד הדירוג הנמוך ביותר מיוצג באות D.¹¹ מעבר למתן הציון לאגרת החוב, חברות הדירוג גם מפרסמות את חוות הדעת שהכינו על החברה, ומפרטות על

⁸ בין היתר עומדים על היחס בין ההון העצמי של החברה לבין ההתחייבויות הנוספות שלקחה על עצמה, יכולת הנזילות של החברה, טיב הנכסים שעומדים לרשות ונזילותם, תזרים המזומנים ועוד.

⁹ דב סולומון "מעמד הנושים בעסקת איגוח – שאלה של סיווג" מחקרי משפט כה 361, 363 (התש"ע-2009).

¹⁰ יורם גביון "חג הקורונה": רשתות השיווק נהנו מהמשבר – האינטרנט פגע ברווחיות של רמי לוי "זה מרקר – שוק ההון" (01.06.2020) www.themarket.com/markets/1.8857398; דרור גלוברמן "מרווחי הקורונה" mako (22.05.2020) www.mako.co.il/nexter-dror-globerman/Article-1cfe49dd3d63271027.htm; אביב לוי "חסינות ממפולת: ההתנפלות על סניפי רשתות המזון עושה טוב גם למניותיהן" גלובוס – שוק ההון (17.03.2020) www.globes.co.il/news/article.aspx?did=1001322192.

¹¹ אציין כי שיטת הדירוג של כל חברה הינו מעט שונה כאשר משתמשים בדרגות אחרות, אך בראייה כללית ההבדלים יחסית מינוריים ואין המאמר נדרש לדקויות אלו. להרחבה על שיטות הדירוג השונות ראו: Uwe Blaurock, *Control and Responsibility of Credit Rating Agencies*, 11 EJCL 3, 2007, p. 1.

סמך מה ניתן הדירוג ומה ציפיותיהן מהחברה המדורגת, תוך התייחסות לגורמים ספציפיים שהשפיעו על קביעתן. בכך ניתן הן דירוג ברור המסכם את השורה התחתונה למשקיע הסביר, והן חוות דעת מעמיקה ורוחבית המאפשרת למשקיעים להתעמק בקרבי החברה.

הדירוג אשר ניתן לחברות מלווה אותן עד אשר איגרות החוב נפרעות במלואן, כאשר הדירוג מתעדכן לאורך חיי האיגרת ומותאם לשינויים המתרחשים בחברה עצמה ובסביבה בה פועלת. על עניין זה ארחיב בהמשך כאשר אציג את הרגולציה הקיימת בישראל על חברות דירוג אשראי.¹²

ביחס להשפעת הדירוגים על איגרות החוב בפרט והשוק בכלל, נטען בכמה מחקרים אמפיריים שונים כי השוק מכיל מידע זה, מגיב לו ומתמחר את כדאיות האיגרות בהתאם לנתונים שעולים מאותם הדו"חות.¹³ כך, במחקר ישראלי שאסף נתונים של מעל ל-90 חברות שהנפיקו איגרות חוב ישראליות וביקש לבחון את האפקטיביות של כללי הממשל התאגידי,¹⁴ נראה כי לציבור היו תגובות חיוביות כלפי חברות שאימצו כללים אלו. בין היתר, המחקר בחן את תגובת השוק למינוי דירקטורים חיצוניים, להרחבת חובת הגילוי באופן יזום, וכן להצגת חוות הדעת של חברת הדירוג במעמד ההנפקה. אותו מחקר גילה כי אימוץ הכללים הביא לעלייה של 192% במחזורי המסחר של אותן החברות כאשר נרשמה תשואה עודפת של 2.6% בשווי האיגרת. דהיינו, תוספת המידע השפיעה על הציבור שקבע כי פחות סביר שהסיכון יתממש או כי זה קטן יותר, ובהתאם הסבירות שהחברה תחזיר את חובה גבוהה יותר. כך, החברות יכולות לגייס יותר כספים מהציבור, בעלות מופחתת.¹⁵

בנוסף, לדירוג השפעות נוספות: במרבית האיגרות, אם דירוגן יורד מתחת לגובה מסוים, החברות המנפיקות יחויבו בתשלומים שונים כגון פיצויים מוגדלים לרוכשים, הגדלת הריביות הקבועות, קנסות ועוד.¹⁶ כמו כן, גם הסחירות בהן יורדת: ייתכן שמשקיעים עצמאיים יירתעו מרכישת מוצר שסיכון גבוה, וגם משקיעים מוסדיים לרוב ימנעו מרכישת איגרות שסיכויי פירעון נמוך.¹⁷

מכל אלו, ניכר כי לחברות הדירוג ולהחלטותיהן השפעה על תמחור איגרות החוב ועל האופן בו השוק סוחר בהן.

¹² ראו במאמר זה פרק 1.3 הרגולציה על חברות דירוג האשראי בישראל והבעיות הקיימות, עמ' 10.
¹³ להרחבה על מחקרים אמפיריים המעידים כי קיימת קורלציה בין הדירוג אשר ניתן לאיגרות החוב לבין גובה הריבית אשר נדרשת בגין בסחר ראו: Amy K. Rhodes, *The Role of the SEC in the Regulation of the Rating Agencies: Well-Placed Reliance or Free-Market Interference?*, 20 SETON HALL LEGIS. J. 293, 355-360 (1996); Johan Kiff, Sylwia Barbara Nowak and Liliana Schumacher, *Are Rating Agencies Powerful? An Investigation into the Impact and Accuracy of Sovereign Ratings* IMF – Working Paper No. 12/23 (January 2012); Alexander B. Matthies, *Empirical Research on Corporate Credit-Ratings: A Literature Review*, SFB 649 Discussion Paper (2012); וכך עוד רבים אשר עמדו על עניין זה.

¹⁴ קרן בר-חנה ורועי כץ "הפעולה שעשויה לשפר את התשואה שלכם" **זה מרקר – שוק ההון** (18.11.2015) www.themarket.com/markets/1.2778627.

¹⁵ אציין כי הטענה לא חפה מקשיים. אמנם הריבית פחותה שכן הדירוג מזרים מידע נוסף לציבור שיכול להעריך את רמת הסיכון, אך במקביל לחברה עלויות נוספות כגון תשלום לחברות הדירוג, שכר בכירים והוצאות רגולטוריות ועוד.
¹⁶ Association for Financial Professionals, *Rating Agencies Survey: Accuracy, Timelines and Regulation*, (November 2002), http://web.sakarya.edu.tr/~adumus/kredi_derecelendirme/ratings_survey.pdf, 19.

¹⁷ (להלן: האגודה למקצוענות פיננסית, 2002).
Edith Weemaels, *The Regulation of Rating Agencies in Europe*, THE DOVENSCHMIDT QUARTERLY, Vol. 2 105-117, 106 (2013).

2. ההיסטוריה של חברות הדירוג ומעורבותן בשוק ההון

דירוג האשראי הראשון שנערך בהיסטוריה בוצע על ידי חברת Moody's האמריקאית לאיגרות חוב שהונפקו על ידי חברת American Rail-Road בשנת 1909.¹⁸ כיום, Moody's מהווה אחת משלושת חברות הדירוג המרכזיות בעולם.

בתחילת דרכן, חברות הדירוג היו מוכרות את דירוגן ישירות למשקיע הפוטנציאלי, כאשר זה גם היה נושא בתשלום. מצב זה יצר שני קשיים עיקריים; הראשון, "בעיית הטרמפיסט" מכיוון שלא ניתן למנוע שימוש ממי שלא משלם בעבור אותו השירות. כך, אדם אחד רוכש את הדירוג ומעבירו בין המתעניינים, בלי שאלו ישלמו לחברה המדרגת גם כן בגין השירות שקיבלו. השני, חוסר נגישות של המשקיע הקטן לשוק ההון בכלל ולאגרות החוב בפרט, כאשר מדובר ברוכש אשר אינו מבין בשוק ההון ואין בידו את הכלים לאמוד את מצב החברה המנפיקה או את יכולתה לפרוע את החוב.

במהלך שנות ה-70 חברות הדירוג שינו את מדיניותן, והחלו לגבות את התשלום מהחברה המנפיקה עצמה.¹⁹ השינוי שהביא לכך שהחברות המדורגות הן אלו שמעבירות את האינפורמציה לחברות הדירוג ונושאות בתשלום בגין השירות, למעשה פיזר את עלות הדירוג על כלל ציבור המשקיעים וכך מנע את היווצרות בעיית הטרמפיסט שעלתה לעיל. כמו כן, זה נראה גם כפתרון היעיל וההגיוני ביותר שכן לחברה עצמה יש את כלל המידע בכדי לספק לחברת הדירוג תמונה מלאה אודות מצבה הפיננסי ויכולתה לפרוע את חובותיה, ובכך ניתן להשיג מהליך זה תוצאה אופטימלית. מעבר לכך, נראה כי זה גם מתבקש שהחברה תהיה זו שתישא בעלויות שכן היא זו שזוכה לקבל מימון מגורמים שאינם בנקאיים.²⁰

תחילת הרגולציה הרלוונטית לחברות דירוג הייתה רק לאחר משבר הבורסה בשנת 1929, המכונה "השפל הגדול". בתחילת שנות ה-20 של המאה הקודמת, הציבור האמריקאי התחיל להשקיע בשוק ההון, מה שהוביל לעליית שערים משמעותית כשטרם הייתה חקיקה מתאימה שהגנה על הציבור לשם מניעת הטעויות וניצול פערי מידע.²¹ בהתאם, כאשר הכשלים השונים התגלו בזמן המשבר, החלו ירידות שערים קיצוניות שהביאו למיתון ארוך שנים בכל העולם. המשבר הביא לתגובה בדמות חקיקה נוקשה שנועדה לצמצם את פערי המידע בין הצדדים.

כמו כן, מכיוון שהמשבר הוביל לקריסה של כ-9,000 בנקים בשנים 1929-1933,²² כחלק מאותם השינויים, הרגולטור בארה"ב אסר על בנקים לרכוש מניות ואיגרות חוב של חברות ספקולטיביות, והדבר אומץ גם במדינות אחרות.²³ ההנחיה גם השפיעה על מעמד הדירוג, שכן דה פקטו זה שימש כאינדיקציה ליכולת הפיננסית של החברה. בהמשך, ההימנעות מרכישת אגרות חוב בעלות דירוג נמוך הושרשה גם בקרב המשקיעים המוסדיים ומשקיעים בודדים מהציבור,²⁴ ואלו ייחסו יותר חשיבות להחלטות חברות הדירוג. בהתאם, המוניטין הבינלאומי של חברות הדירוג התעצם ומעורבותן בהנפקה היוותה כתעודת כשרות לחברות אשר קיבלו דירוג גבוה. בהתאם, חברה בעלת

¹⁸ האגודה למקצוענות פיננסית, 2002, לעיל ה"ש 16, בעמ' 19.

¹⁹ Timothy E. Lynch, *Deeply and Persistently Conflicted: Credit Rating Agencies in the Current Regulatory Environment*, 59 CASE W. RES. L. REV. 227, 247-249 (2009).

²⁰ Norbert Gaillard, *Les agences de notation*, PARIS, LA DÉCOUVERTE, COLL, REPÈRES, p. 128 (2010).

²¹ מאור אבן חן *האיסור הפלילי על שימוש במידע פנים – ניתוח כלכלי התנהגותי* 73 ו-192 (2008).

²² KEVIN M. SCHULTZ, *HIST: US HISTORY SINCE 1865*, 434 (Vol. 2, 4th ed. 2015).

²³ נורברט גילברד, ה"ש 20, בעמ' 103.

²⁴ Wymeersch & M. Kruithof, *Regulation and Liability of Credit Rating Agencies under Belgian Law*, 8-24.9 GHENT UNIVERSITY FINANCIAL LAW INSTITUTE WORKING PAPER NO. 2006-05, 2006.

דירוג נמוך או שלא נעזרה בדירוג כלל, ספק אם תהיה לה את היכולת לגייס הון מהציבור בלי תשלום פרמיה מאוד גבוהה.

בתקופה זו, לא הייתה רגולציה שחלה ישירות על חברות הדירוג, כשעיקר ההסדרה בעניין בוצעה על ידי חוקים שחייבו גופים עימן עבדו כגון החברות המדורגות, גופים שהסתמכו על הדירוג כמו משקיעים מוסדיים, וכן דינים כלליים כמו עקרונות המשפט הפרטי, חוק החוזים, דיני הנזיקין ועוד. הבעייתיות הטמונה בחברות הדירוג והצורך ברגולציה ישירה שתחייב אותן, התגלו בעתות המשבר שחוותה שוק ההון בעשורים האחרונים.

בין המשברים העיקריים אשר זעזעו את שוק ההון העולמי והרלוונטיים לעת האחרונה, הייתה תרמית חברת 'אנרון', חברת אנרגיה אמריקאית שנוסדה בשנת 1985. בשנות ה-90 היא צמחה במהירות והעסיקה מעל ל-29,000 עובדים, שוויה הוערך בשנת 2000 ב-101 מיליארד דולר וזו נחשבה לחברה השביעית בגודלה בארה"ב.²⁵ ב-8 נובמבר 2001 החברה דיווחה כי רווחיה הוערכו יתר על המידה ב-500 מיליון דולר וכי היה לצרף לדוחותיה החשבונאיים חברה פרטית אשר נמצאת תחת אחזקתה המלאה וזו למעשה נשאה בכל הוצאות החברה. כחודש לאחר מכן החברה כבר החלה בהליכי חדלות פירעון.²⁶

הקשיים בהתנהלות חברות הדירוג ויכולתן להגיב לשינויים משמעותיים בשוק, הורגשו באופן משמעותי בתקופה זו: ממועד דיווח החברה על השינויים ברווחיה, עברו שלושה שבועות עד שדירוגן עודכן, זאת כאשר לאורך כל אותה התקופה דירוגה של חברת 'אנרון' נשאר מושלם ועמד על AAA על ידי שלושת חברות הדירוג הגדולות בארה"ב, ללא כל אזהרה למשקיע אשר הסתמך על כך.²⁷ שלושה שבועות לאחר מכן, הדירוג החדש קבע כי איגרות אלו אינן ראויות למסחר.²⁸ כמו כן, הועלו גם טענות בדבר טיב הדירוג ואופן ביצועו, וכן נשאלה השאלה המתבקשת: איך ייתכן שחברות הדירוג שאמורות היו לבדוק את קרבי החברה, לא עלו על פגמים כה מהותיים בדוחותיה?²⁹

כאשר רשויות המדינה החלו לחקור את תרמית 'אנרון' וכיצד זו התאפשרה, חברות הדירוג נתבקשו להגן על דירוגן בסנאט שבארה"ב ולהסביר את מחדלן. נציגי חברות הדירוג טענו כי האשמה הייתה של חברת 'אנרון' ומנהליה בלבד, וכי אלו פעלו בערמומיות סביב מערכת הבדיקה שלהן תוך הכרת הפרמטרים. לדבריהם, המאורע ייזכר כפעילות "מכוונת שנעשתה בזדון להצגת מידע מטעה".³⁰

אמנם יש אמת בטענות חברת הדירוג, שכן הגיוני להניח כי המסמכים החשבונאיים העומדים בפניהם הינם תקינים ולא מקיימים את היסודות לעבירות פליליות, אך השאלה מדוע הדירוג עודכן רק לאחר שלושה שבועות ככזה שאינו ראוי למסחר, עודנה עומדת בעינה. נראה כי בהינתן קריסה של חברה כה גדולה ומשמעותית לשוק האמריקאי שאף גרמה למשבר בשוק ההון ולחוסר אמון של

²⁵ DANIEL MUGGE, EUROPE AND THE GOVERNANCE OF GLOBAL FINANCE 131 (2014).

²⁶ THEODORE F. STERLING, ENRON SCANDAL 137-138 (2002).

²⁷ Johan C. Coffee Jr., *Gatekeepers: The Professions and Corporate Governance*, Oxford, UK: Oxford University Press, 2006, 324.

²⁸ Claire A. Hill, *Rating Agencies Behaving Badly: The Case of Enron*, 35 CONN. L. REV. 1145, 1148-1149 (2003).

²⁹ אציין כי עוד גורמים רבים הואשמו ברשלנות כאשר לא חשפו את תרמית חברת אנרון קודם לכן. בין היתר, הופנו האשמות כלפי הרשות לניירות ערך האמריקאית, מערך הבנקים אשר נתן הלוואות לחברה והיה חשוף לתזרימייה, רואי החשבון שעבדו יד ביד עם החברה ולימים התברר כי סייעו במצג השווא, החתמים שסייעו בהנפקות, וכך עוד רבים הפועלים בשוק ההון באופן שוטף. להרחבה על ביקורות אלו, ראו ג'ון קופה, **שומרי הסף**, לעיל ה"ש 27, בעמ' 288.

³⁰ Timothy J. Sinclair, *Global Monitor: Bond Rating Agencies*, NEW POLITICAL ECONOMY 8(1): 147-161, 156 (2003).

הציבור במערכת, היה ראוי כי אלו יגיבו באופן מידי בין אם זה בהורדת הדירוג, לבין אם זה הוצאת אזהרה אודות מצבה של החברה והכנסתה ל-CreditWatch.

לאחר מכן, בעת משבר הסאב-פריים בארה"ב בשנת 2008, ניתנו הלוואות בסיכון גבוה מהמקובל ללווים שאינם מתאימים לקבלת משכנתא בתנאי השוק עקב אי-יציבות כלכלית בעברם או היעדר יכולת להוכיח הכנסה קבועה בהווה.³¹ ההלוואות גובו באיגרות חוב בשוק ההון וכאשר הלווים לא פרעו את ההלוואה בזמן, לא היה ניתן לפרוע את איגרות החוב. זה הביא לתגובת שרשרת רחבה כאשר בתי השקעות הפסידו כספים רבים, ובהתאם גם הציבור שכספיו הושקעו באותן החברות הפסיד את חסכונו. בנקים לא קיבלו את כספיהם בחזרה ונאלצו לסגור את דלתותיהם, ואנשים נותרו ללא קורת גג. במקביל לאלו, המדינה התערבה על מנת להחיות את השוק באמצעות הזרמת כספים לשוק, הורדת הריבית ועוד.³²

אותן איגרות החוב שהיו מגובות במשכנתאות היו מלוות בדירוג כאשר לאורך מרבית חייהן אלו היו מדורגות בציון המקסימלי, AAA. בהתאם, הטענות שהועלו כנגד חברות הדירוג היו שאלו לא בדקו את יכולת פירעון ההלוואות כאשר מדובר בלווים ללא רקע כלכלי יציב ועבודה מסודרת, וגם בהמשך כאשר לא פעלו לעדכן את הדירוג לאחר שההלוואות לא נפרעו.

לאחר מכן, בתחקור שערכה ממשלת ארה"ב נקבע כי "אותן איגרות החוב לא היו יכולות להימכר ללא חותמת האישור של חברות הדירוג. המשקיעים הסתמכו עליהן ולעיתים בעיוורון... המשבר הזה לא היה יכול לקרות ללא חברות הדירוג."³³ כמו כן, גם בקרב הציבור האקדמי והעסקי עלו טענות על כשלים רבים בהתנהלותן של חברות הדירוג. התגלה כי אלו כלל לא בחנו את איגרות החוב לעומק ומה היו אותן הלוואות אשר ניטלו בגינן, ופעלו בניגוד עניינים כשאלו נתנו לאיגרות דירוג גבוה על מנת שהלקוח לא יעבור לחברת דירוג אחרת.³⁴

אמנם מאורעות אלו נראים כמקרים נקודתיים וקיצוניים בהיסטוריה של שוק ההון, שאינם מהווים דוגמה לשגרת היום-יום וההתנהגות הנהוגה של השחקנים השונים. אך עדיין ניתן לראות כי גם בזמנים פחות קיצוניים ומאורעות שלא קשורים באופן ישיר לשוק ההון, כדוגמת מחלת הקורונה אשר פרצה לחיינו במרץ 2020, יש כדי להעיד על אי-עמידה על דיוק הדירוג מצד חברות הדירוג והתנהגות אשר מוטלת בספק ביחס למועד בו עודכן הדירוג של החברה הנסחרת.

כך, טענות דומות עלו ביחס לדירוג אשר ניתן לחברות נדל"ן אמריקאיות אשר הנפיקו אגרות חוב בישראל, כדוגמת חברת 'אול-יר'. בראשית ימיה, אגרת החוב של החברה נסחרה בתשואה נמוכה המעידה על סיכון נמוך, כאשר דירוגה אשר ניתן ב-23 בינואר 2018 עמד על A2.³⁵ עם זאת, לאחר

³¹ JAIME PEREZ LUQUE, THE SUBPRIME CRISIS: LESSONS FOR BUSINESS STUDENTS 13 (2017)

³² שם, בעמ' 21.

³³ FINANCIAL CRISIS INQUIRY COMMISSION - UNITED STATES OF AMERICA, THE FINAL CRISIS INQUIRY REPORT – FINAL REPORT OF THE NATIONAL COMMISSION ON THE CAUSE OF THE FINANCIAL AND ECONOMIC CRISIS IN THE UNITED STATES XXV (January 2011).

³⁴ להרחבה על ביקורת אלו ראו: T.E. "Free Speech or Knowing Misrepresentation" The Economist – BUSINESS AND MANAGEMENT (05.02.2013) <https://www.economist.com/schumpeter/2013/02/05/free-Rupert-Neate-Rating-Agencies-Suffer-Conflict-of-Interest-Says-speech-or-knowing-misrepresentation-Former-Moody's-Boss> THE GUARDIAN – BUSINESS (22.08.2011) McLEAN, <https://www.theguardian.com/business/2011/aug/22/ratings-agencies-conflict-of-interest>; BETHANY AND JOE NOCERA, ALL THE DEVILS ARE HERE – THE HIDDEN HISTORY OF THE FINANCIAL CRISIS 111 (Portfolio, Penguin, 2010).

³⁵ אול-יר הולדינגס "מידורג קובעת דירוג 2A לאגח ב-ד שהנפיקה החב וA2(P) להנפקת אגח בעד 690 מ"ש ע"נ " אתר מאיה – דיווחי חברות (23.01.2018) <https://maya.tase.co.il/reports/details/1143947>

תקופה מסוימת התשואה על אגרת החוב עלתה באופן משמעותי, דבר המעיד על עלייה בסיכון פירעון אגרת החוב, והחברה אף הציגה בדוחותיה הרעה ביחסיה הפיננסיים כאשר המינוף של החברה עלה ככל שזו לקחה הלוואות רבות. על אף סימנים אלו, ורק לאחר שתשואת החברה הגיעה לכדי מספר דו-ספרתי המעיד על חששות מהותיים ביכולת הפירעון של החברה, חברת הדירוג הורידה את דירוג החברה ל-A3 רק ב-27.12.2018³⁶, כמעט שנה ממועד מתן הדירוג הראשון כאשר ברקע הידרדרות במצבה של החברה בעקבות גילויים על העברות כספים שגויות לבעל השליטה ויחס מינוף גבוה לאורך תקופה ארוכה העולה על 3 חודשים³⁷. נכון ל-3.1.2021, דירוג איגרת החוב של החברה הינו C.il, הדירוג הנמוך ביותר של חברת 'מידרוג'³⁸, וזו נמצאת בהליכים להסדר חוב כאשר היא חייבת למחזיקים באגרות החוב כ-2.35 מיליארד שקלים³⁹. בעניין זה ניכר כי תגובת חברת הדירוג הייתה מאוחרת מידי, וייתכן כי אם הייתה ניתנת קודם לכן בסמוך לאותם השינויים המהותיים אשר אירעו בחברה ובתנודות בשוק ההון סביב איגרות החוב הנסחרות מטעם החברה, כספים של משקיעים רבים היו נחסכים.

דוגמה נוספת, אשר גם תלווה אותנו לאורך המאמר, ניתן לראות ביחס לאיגרות החוב של מכליות הדלק של 'קבוצת דלק'; בשנת 2008 העולם היה "צמא" לנפט כדי לאפשר צמיחה של המסחר, והמחיר למכלית נפט עמד על 140 דולר לחבית. היה מדובר בתקופה של מחסור חמור אשר הצטמצם עם השנים וכיום ערכה יציב ונסחרת בעלות של כ-30 דולר לחבית⁴⁰.

בעקבות משבר הקורונה, הצריכה של הדלק צנחה דרסטית עקב הטלת סגר כמעט מוחלט במדינות רבות ברחבי העולם, כאשר הן הצריכה הפרטית והן השימוש המסחרי, כמעט והופסקו לחלוטין. טיסות בינלאומיות, נסיעה ברכבים פרטיים ושימוש מסחרי של מפעלים – כל אלו נקטעו למשך שבועות ארוכים⁴¹. בהתאם, היה מצופה כי הדירוג של איגרות החוב של חברות הדלק ירד משמעותית או לכל הפחות, אלו יכנסו לרשימת המעקב בעקבות אותם הנתונים. אך זה לא קרה.

על אף שלא היה שינוי משמעותי בדירוג, כבר ב-12.02.2020, כאשר המגפה הייתה בשיאה בסין וטרם הגיעה לשטחי ישראל, היה ניתן לראות ירידה משמעותית של שער החברה של קבוצת דלק, כאשר חודש לאחר מכן ב-12.03.2020 הוא עמד על כ-12% בלבד משערה חודש קודם לכן⁴². רק באותו המועד, ה-12.03.2020 הודיעה חברת הדירוג 'מידרוג' שהיא מכניסה את החברה לרשימת

³⁶ אול-יר הולדינגס "מידרוג מורידה את דירוג אגח ב-ה של החברה מ-2A ל-3A, מותירה את אופק הדירוג יציב " אתר מאיה – דיווחי חברות (27.12.2018) <https://maya.tase.co.il/reports/details/1205086>

³⁷ להרחבה אודות הדרדרות מצבה של החברה ראו: גיל ינאי "כישלון האג"ח האמריקאיות: עד כמה רלוונטיות חברות הדירוג?" גלובס – שוק ההון והשקעות 12.02.2019 <https://www.globes.co.il/news/article.aspx?did=1001272746>

³⁸ אול-יר הולדינגס "מידרוג מורידה את דירוג המנפיק ואגח ב-ו ד מ Baa2.il ל-C.il ודירוג אגח ג-ו מ Baa1.il ל-Caa3.il <https://maya.tase.co.il/reports/details/1336398> (01.12.2020)

³⁹ עומרי כהן "אול-יר מאחרת בתשלומים גם לנושים המובטחים שמחזיקים בשעבוד על נכסיה" גלובס – שוק ההון והשקעות 10.12.2020 <https://www.globes.co.il/news/article.aspx?did=1001352781>

⁴⁰ אקונומיסט "כל מה שצריך לדעת על הנפט ומדוע הוא מזעזע את הכלכלה העולמית" דה מרקר – Markerweek <https://www.themarker.com/markerweek/1.2833739> (29.01.2016)

⁴¹ משרד האנרגיה "צניחה היסטורית בכמויות השימוש בדלק בשל הקורונה ומגבלות התנועה" gov – משרד האנרגיה https://www.gov.il/he/departments/news/fuel_050420 (05.04.2020)

⁴² צניחה היסטורית בשימוש בדלק בגלל הקורונה והגבלות התנועה "דה מרקר – שוק ההון" (05.04.2020) <https://www.themarker.com/markets/1.8741478>; יובל בגנו וגיון בן זקן "כתוצאה ממגבלות התנועה: ירידה של 26% בצריכת דלקים בישראל במהלך מרץ" מעריב – חדשות בישראל (05.04.2020)

<https://www.maariv.co.il/news/israel/Article-758360>

⁴² בתאריך ה-12.02.2020 ערכה של החברה היה 45,260 אלש"ח, בעוד שחודש לאחר מכן ב-12.03.2020 ערכה של החברה היה 5,440 אלש"ח; ראו: קבוצת דלק בע"מ "מערכת גרפים" אתר מאיה https://www.tase.co.il/he/market_data/security/1084128/graph

המעקב,⁴³ כאשר רק ב-23.03.2020, עשרה ימים לאחר מכן, הורד דירוג החברה מ-A2.il ל-Ca2.il.⁴⁴ תגובתה המאוחרת של חברת הדירוג מעידה על חוסר ערנותה, כאשר ככל הנראה משקיעים רבים הסתמכו על חוות דעתן וניזוקו שכן לא מכרו את איגרותיהם במועד בו הפגיעה הייתה פחותה.

3. הרגולציה על חברות דירוג האשראי בישראל והבעיות הקיימות

החקיקה המסדירה את עניינן של חברות דירוג האשראי בישראל היא החוק להסדרת פעילות חברות דירוג האשראי, התשע"ד-2014, (להלן: החוק).⁴⁵ טרם חקיקה זו, לא היה חוק שהסדיר את הרגולציה על חברות הדירוג ישירות, וזו הייתה מוסדרת בעקיפין⁴⁶ באמצעות דברי חקיקה אחרים כמו תקנות הפיקוח על שירותים פיננסיים שקבע שהדירוג המכריע הוא הנמוך ביותר הקיים,⁴⁷ הסדרה של רישום חברות הדירוג בחוזר של הממונה על שוק ההון, ביטוח וחיסכון,⁴⁸ ועוד. במקביל לחקיקה זו, קיימות גם תקנות להסדרת פעילות חברות דירוג האשראי,⁴⁹ כאשר אלו נקבעות על ידי שר האוצר המסדיר את פעילותן באופן מפורט וברור יותר.

החוק להסדרת פעילות חברות הדירוג מתייחס הן לפן הטכני של הדירוג, כגון פרוצדורת הרישום של חברת הדירוג, דרך פרסום הדירוג, והאגרות בהן החברה חייבת, והן לפן המהותי, כמו איסור על ניגוד עניינים, עצמאות הדירוג, ועוד. כמו כן, בחקיקה הראשית נקבע שחברות הדירוג יהיו כפופות לרשות לניירות ערך (להלן: הרשות).⁵⁰

בהתאם לחוק, רק חברה רשומה יכולה לתת שירותי דירוג, כאשר לשם כך החברה חייבת בתנאי רישום לרבות דרישות ארגוניות ותפעוליות, מהימנות נושאי משרה בכירה וכשירות מקצועית.⁵¹ הרישיון יכול להילקח מהחברה אם בעל השליטה או נושא משרה בכירה בחברה מורשעים בביצוע עבירה, מוגש כנגדם כתב אישום או מתקיים הליך משמעותי, כאשר אלו מחויבים להודיע על כך לרשות עוד באותו היום.⁵² ההנחה היא כי יש באלו כדי לפגוע במהימנות החברה, מה שמצריך לבחון את המשך דרכה.⁵³

בדבר החקיקה, המחוקק פעל למניעת ניגודי עניינים בין נושאי משרה בחברה המדרגת לבין גורמים בחברה המדורגת;⁵⁴ כך, נקבע כי החברה המדרגת חייבת לפעול משיקולים מקצועיים בלבד ואינה יכולה להתנות את שירותה ברכישת שירותים נוספים, התשלום בגין שירותי הדירוג לא יהיה מותנה בתוצאות הדירוג, לא יינתנו שירותי דירוג לחברה הנשלטת על ידי חברת הדירוג, ועוד.⁵⁵ מגבלות אלו

⁴³ קבוצת דלק בע"מ "מעלות – הכנסת דירוגי החברה CreditWatch עם השלכות שליליות בשל אי ודאות לגבי מקורות שיעמדו לחברה " אתר מאיה – דיווחי חברות (12.03.2020) <https://maya.tase.co.il/reports/details/1282938>.

⁴⁴ קבוצת דלק בע"מ "מידורג מורידה דירוג", לעיל ה"ש 4.

⁴⁵ חוק להסדרת פעילות חברות דירוג האשראי, התשע"ד-2014, ס"ח 2246 (להלן: "חוק להסדרת חברות הדירוג").

⁴⁶ עמ' 1096 לדברי ההסבר להצעת חוק להסדרת פעילות חברות דירוג האשראי, התשע"ג-2013, ה"ח 786 (להלן: "הצעת חוק להסדרת חברות דירוג").

⁴⁷ ס' ההגדרות ו-ס' 2 לתקנות הפיקוח על שירותים פיננסיים (קופות גמל) (כללי השקעה החלים על גופים מוסדיים), תשע"ב-2012, ק"ת 7125.

⁴⁸ חוזר שוק ההון 2004/1 "כללים לאישור חברה מדרגת" (29.03.2004).

⁴⁹ תקנות הסדרת פעילות חברות דירוג האשראי, תשע"ה-2014, ק"ת 7465.

⁵⁰ עמ' 1097 להצעת חוק הסדרת חברות דירוג.

⁵¹ פרק ב' לחוק להסדרת חברות הדירוג.

⁵² ס' 6(א) לחוק להסדרת חברות הדירוג.

⁵³ יש לציין כי נוהג זה מחייב גם גופים פיננסיים אחרים המפוקחים על ידי הרשות, עמ' 1101–1100 להצעת חוק הסדרת חברות דירוג.

⁵⁴ פרק ה' לחוק להסדרת חברות הדירוג.

⁵⁵ ס' 16 לחוק להסדרת חברות הדירוג.

נועדו לנטרל עד כמה שאפשר את ניגוד העניינים המובנה בשיטת הדירוג, שכן מבקש הדירוג, המשלם בגינו וזה שמעוניין כי הדירוג יהיה כמה שיותר גבוה, הם אותו אחד.⁵⁶

ניתן לראות כי החשש שתיווצר תלות בין רכישת שירותי הדירוג לבין מתן דירוג גבוה, אכן קיים. כך, בעניין 'קבוצת דלק' אשר נדון לעיל,⁵⁷ כשלושה שבועות לאחר שחברת הדירוג 'מידרוג' הורידה משמעותית את דירוגה, הקבוצה בחרה לסיים את התקשרותה עם החברה והחלה לקבל שירותים מחברת הדירוג המתחרה, 'מעלות'.⁵⁸

בנוסף, החקיקה קובעת את מעטפת שיטת ההערכה, כגון התנאים הפרוצדוראליים לשם ביצועה,⁵⁹ אך חברת הדירוג קובעת שיטת ההערכה עצמאית לפיה תפעל. כך, סעיף 15(א)(2) לדבר החקיקה אמנם מציין כי במסגרת הנהלים שעל חברת הדירוג לפרסם, זו צריכה לבחון ולעדכן את הדירוג "בעקבות סוגי אירועים הנוגעים לתאגיד המדורג או למכשיר הפיננסי שנקבע לגביו הדירוג",⁶⁰ מתוך הרציונל שעדכון הדירוג של החברה אכן ישקף את מצבה הנוכחי של החברה המדורגת,⁶¹ אך זמן תגובה זה אינו תחום וכך גם לא נקבע כיצד יש לבצע את הדירוג בפועל או מה הם הרציונלים שצריכים להנחות את חברות הדירוג בעת עריכתו.⁶² נראה כי נוהל זה עולה בקנה אחד עם כלל שיקול הדעת העסקי⁶³ אשר אומץ לשיטת המשפט הישראלית באופן רשמי בפסק דין **ורדינקוב**.⁶⁴ כך, אין המחוקק מכניס עצמו לנעלי הצדדים וקובע עבורם כיצד עליהם לפעול או האם פעולתם הייתה ראויה, שכן המחוקק או השופט אינם הגורם המוסמך לנהל את החברה, אלא תפקידם לבחון אם התקיימו התנאים הפרוצדוראליים המספקים תשתית ראויה לקיום החלטה מושכלת.

בהתאם, על כל חברה לקבוע מה הם אותם סוגי האירועים בהם חייבת בעדכון הדירוג של החברה המדורגת. כך, חברת הדירוג 'מעלות' העידה במדריך הדירוג באתרה כי :

אם מתרחשים אירועים מסויימים העשויים להשפיע על איכות האשראי של המנפיק בטווח הזמן הקצר, S&P Maalot תכניס את הדירוג הספציפי לרשימת מעקב (CreditWatch) ותבחן מחדש את הדירוג בתוך 90 יום, תוך ניתוח השפעת האירועים על איכות האשראי. עם זאת, יש להדגיש כי הכנסת הדירוג ל-CreditWatch אינה מחייבת שינוי דירוג בתום תקופת ה-90 יום.⁶⁵

קרי, אמנם נראה כי קיימת פה מגבלה על החברה המחייבת אותה להגיב לשינויים בשוק, אך הלכה למעשה החברה לא קבעה מה הם אותם סוגי המקרים או הבהירה מה הקריטריונים אשר יובילו

⁵⁶ עמ' 1106 להצעת חוק הסדרת חברות דירוג.

⁵⁷ להרחבה על עניין קבוצת דלק ראו במאמר זה פרק 2.2 **ההיסטוריה של חברות הדירוג ומעורבותן בשוק ההון**, עמ' 9.

⁵⁸ קבוצת דלק בע"מ "הודיעה למדורג על סיום ההתקשרות עימה, אג"ח של החברה תמשכנה להיות מדורגות ע"י מעלות" **אתר מאיה – דיווחי חברות** (16.04.2020) <https://maya.tase.co.il/reports/details/1290486>.

⁵⁹ פרק ד' לחוק להסדרת חברות הדירוג.

⁶⁰ ס' 15(א)(2) לחוק להסדרת חברות הדירוג.

⁶¹ עמ' 1105 להצעת חוק הסדרת חברות הדירוג.

⁶² מעיין פרל "פרטיות, שליטה ופיקוח בעידן של נטווי עתק: חובת ההנמקה על החלטות אלגוריתמיות" **משפט, חברה ותרבות** 167, 184 (מיכאל בירנהק עורך, 2019).

⁶³ כלל שיקול הדעת העסקי פותח במקור בדלור תחת הכינוי BJR (Business Judgement Rule) בפסק דין ואן גורקום, *Van Gorkom*, 488 A.2d 858 (Del., S.Ct. 1985). לפיו, אם חברי הדירקטוריון מקבלים החלטה בתום לב, ללא ניגוד עניינים ובאופן מידע, אזי מדובר בהחלטה שהתקבלה בשיקול דעת עסקי סביר ובית משפט יטה שלא להתערב בתוכן ההחלטה. בהתאם, הכלל שם דגש על קיום הצד הפרוצדוראלי של קבלת ההחלטה כגון עיון מקדים בחומרי, משך זמן הצגת הנושא בפני הדירקטוריון וקיום הישיבה בעניין, נוכחות חברי הדירקטוריון ועוד.

⁶⁴ ע"א 7735/14 **אילן ורדינקוב נ' שאול אלוביץ**, פס' 74 פסק דינו של השופט עמית (פורסם בנבו, 28.12.2016).

⁶⁵ מעלות מחקר – המדריך לדירוג אשראי <https://maalot.co.il/Rating/CreditRatingGuide>.

לקביעה כי מדובר באירוע מהותי. כך החברה בעצם אפשרה לעצמה חופש וגמישות בחובה לעדכן את הדירוג.

גם בחברת הדירוג 'מידרוג' נקבע בנהלי החברה והקוד האתי כי אירועים אשר יחייבו את החברה בהגשת דוח מיידי הינם בקשה לרישום, החלטת החברה על הפסקת הדירוג, טעות במידע המופיע בדירוג, טעות ביישום שיטת הערכה, ולעניינו:

שינוי מהותי הנובע למידע המחייב בפרסום דוח הדירוג, וזאת לאחר שהחברה הגיעה למסקנה, כי יש בשינוי האמור כדי להשפיע על דירוג שהונפק על ידה; בחינת המידע תיעשה בתוך זמן סביר.⁶⁶

כך, רק ככל שחברת 'מידרוג' מצאה כי יש במידע זה להשפיע על דירוג החברה, אזי זו תפעל ותעדכן את הדירוג, כאשר אין שום הגבלה או הנחיה בדבר מה הם אותם האירועים וכיצד עליה לפעול. גם כאן, חברת הדירוג השאירה פתח יחסית רחב המאפשר לה להימנע מעדכון הדירוג, ואף לא להביא עניין זה לידיעת הציבור כלל.

נראה כי היעדר קריטריונים קשיחים וברורים בחוק או בתקנות הינו בעייתי, שכן בהעדר כללים מנחים, אחידים וברורים לחברות הדירוג, נוצר פתח רחב שיכול להיות מנוצל לרעה. זאת, בין אם זה בדחיית מועד עדכון הדירוג, ובין אם זה בהצגת דירוג שאינו עדכני, אשר מציג תמונה לא נכונה ביחס למצבה של החברה באותו המועד. כמו כן, אפילו בהעדר חוסר תום לב, גם שוני בדרך ביצוע הדירוג בין החברות יכול לפגוע בקהל המשקיעים, שכן הסתמכות על פרמטרים שונים תציג תמונה לא אחידה תוך פער מהותי בין חברות בעלות מצב עובדתי דומה.

בדבר עדכון הדירוג של חברה, החקיקה קובעת כי חברות הדירוג חייבות לעדכן את דירוגן לפחות אחת לשנה כשעליהן לפרסם נוהל העוסק בעדכון הדירוג בעקבות אירועים משמעותיים.⁶⁷ קרי, אמנם מוטלת חובה על חברות הדירוג לעדכן את הדירוג שקבעו, אך אין קביעה מפורשת באשר למה הם אותם האירועים לפיהם על חברת הדירוג לפעול, כאשר ספק אם די בעדכון על בסיס שנתי. למרות היעדר ההגבלה בחקיקה הראשית, החוק מסמך את הרשות לקבוע מועדים בהם חברת הדירוג חייבת בעדכון.⁶⁸ עם זאת, על אף ההסמכה בחוק, טרם נקבעו הנחיות בעניין.⁶⁹

מבחינת אחריות החברה המדרגת ישנם שני אפיקים עיקריים המנויים בחוק: אכיפה מנהלית⁷⁰ ואכיפה אזרחית.⁷¹ האכיפה המנהלית מבוצעת על ידי הרשות לניירות ערך הממונה על חברות הדירוג.⁷² בין סמכויותיה, זו יכולה להטיל על חברת הדירוג עיצום כספי בגין הפרת הוראות החוק, כאשר תקופת ההתיישנות בעניינים אלו הינה שלוש שנים.⁷³ כמו כן, וועדת האכיפה המנהלית ברשות יכולה להתחיל בהליכי אכיפה מנהלית בהינתן הפרה של הוראה מההוראות המפורטות

⁶⁶ מידרוג נהלי החברה והקוד האתי 70-71 (2020) https://midroogcoil.blob.core.windows.net/midroog-public-website-reports/572689c0-0aa0-46f4-b1e3-41259b1041c7_%D7%A7%D7%95%D7%91%D7%A5%20%D7%A0%D7%94%D7%9C%D7%99%20%D7%9E%D7%99%D7%93%D7%A8%D7%95%D7%92%20%D7%A0%D7%A7%D7%99%20-27072020.pdf.

⁶⁷ ס' 15(א) לחוק להסדרת חברות הדירוג.

⁶⁸ ס' 11(ג) לחוק להסדרת חברות הדירוג.

⁶⁹ אי-קביעת ההנחיות נבדקה במאגרי המידע המשפטיים הקיימים ואומתה באמצעות הגשת שאילתא לרשות לניירות ערך, עליה ענה נציג מחלקת תאגידים בתחום חיתום ודירוג.

⁷⁰ פרק ו', ז' ו-ח' לחוק להסדרת חברות הדירוג.

⁷¹ פרק ט' לחוק להסדרת חברות הדירוג.

⁷² ס' 21 לחוק להסדרת חברות הדירוג.

⁷³ ס' 25(א) לחוק להסדרת חברות הדירוג.

בתוספת השלישית ביניהן ביצוע דירוג בלא רישום מוסדר, התחזות לחברת דירוג, אי-עמידה בכללי הגילוי הנאות שהחוק דורש, הכללת פרט מטעה בדירוג או בדיווח, ועוד.⁷⁴ אין בתוספת התייחסות לאי-עדכון הדירוג או היעדר התאמתו למצבה הנוכחי של החברה.

במסלול האכיפה האזרחית, החוק קובע כי חברת דירוג חייבת בנזיקין רק אם התקיימה רשלנות חמורה בהליך הדירוג או בקביעת הדירוג.⁷⁵ כך, בהינתן וחברת הדירוג שגתה באופן סביר או ככל שהייתה תמת לב, אין זו תהייה חייבת בגין הנזקים אשר אירעו בעקבות דירוגה או התנהגותה. בנוסף לכך, בשונה מתקופת ההתיישנות הרגילה אשר עומדת על 7 שנים,⁷⁶ תקופת ההתיישנות של תביעות אזרחיות כנגד חברת דירוג מוגבלות לתקופה של 4 שנים בלבד.⁷⁷

בשנים האחרונות ניסו לבצע אכיפה אזרחית באמצעות הגשת תובענות ייצוגיות במטרה להטיל אחריות על חברות דירוג בגין מתן דירוג שלא משקף נכונה את יכולת הפירעון של החברה, אך אלו ברוב המקרים לא אושרו על ידי בית המשפט או הסתיימו בהסכמי פשרה.⁷⁸

לדוגמה, התביעה הראשונה כנגד חברות דירוג שעסקה ברשלנות הייתה בעניין **דויטש** לאחר משבר הסאב-פריים.⁷⁹ שם עסקו באיגרות חוב מובנות שגובו על ידי בנק 'לימן ברדרס' וניתן להן דירוג AAA. כאשר בנק 'לימן ברדרס' קרס, שווי איגרות החוב צנח עוד באותו היום ב-44% כאשר רק אז שונה דירוג איגרות החוב ל-D, משמעו כשל בפירעון הקרן. התובעים טענו כי היו סימנים מוקדמים אשר הצדיקו הורדה של הדירוג וכי היה ניתן למנוע נזקים אלו. עוד טענו שחברת הדירוג לא הציגה את העלייה בסיכונים בעקבות אותם המאורעות. לבסוף, הצדדים הגיעו להסכם פשרה שאושר על ידי בית המשפט לאחר שזה הפחית את שכר טרחת עורכי הדין ואת התגמול שניתן לצדדים.⁸⁰

נראה כי הסיבה העיקרית למיעוט האכיפה האזרחית הינה חוסר מענה בדבר החקיקה, אשר דה פקטו לא מקנה לניזוקים אפיק בו יכולים לתבוע סעד בגין פגיעות שהינן תוצר של דירוג שלא משקף את הסיכון האקטואלי אודות מצב החברה. זאת, מכיוון שחברות הדירוג חבות באחריות רק בהינתן ואלו פעלו ברשלנות חמורה, כאשר אין בחוק שום התייחסות לפרמטרים המחייבים את החברות בעדכון הדירוג. דבר שבסמכות הרשות אך טרם הוסדר על ידה.

ניכר כי עניינים רבים וחשובים מוסדרים בחקיקה, אך קשה לומר כי החקיקה מצליחה לכסות את כל הקשיים הקיימים ואת כל מגבלות חברות הדירוג, כפי שהם הוצגו בחלק הקודם.⁸¹ כך, נראה כי הדרך להתמודד עם קושי זה היא באמצעות חקיקה מפורשת, בין אם בחקיקה ראשית ובין אם בתקנות, המטילות חובת עדכון מפורשת וברורה של הדירוגים של האיגרות הפעילות. כמו כן, יש לקבוע חובה מפורשת בדבר עדכון מיידי או הכנסת החברה ל-CreditWatch בהינתן שינויים

⁷⁴ התוספת השלישית לחוק להסדרת חברות הדירוג.

⁷⁵ ס' 44(א) לחוק להסדרת חברות הדירוג.

⁷⁶ ס' 15(ד) לחוק ההתיישנות, התשי"ח-1958, ס"ח 251.

⁷⁷ ס' 44(ד) לחוק להסדרת חברות הדירוג; אציין כי בהצעת החוק לא הוסבר מדוע יש להטיל אחריות בנזיקין רק בהינתן רשלנות חמורה או מה ההצדקה לקיצור תקופת ההתיישנות לכדי כמעט מחצית מזמן ההתיישנות הרגילה.

⁷⁸ בין היתר הוגשה בקשה לתובענה ייצוגית בה נטען כי 'מידרוג' לא סיפקה גילוי למצבה הפיננסי הקשה של החברה ערב הגיוס, ת"צ (כלכלית) 11403-05-16 **נעמי מונרוב נ' מידרוג בע"מ** (פורסם בנבו, 11.04.2019). תובענה ייצוגית נוספת בה המבקשים טענו כי חברת הדירוג התעלמה מהבטוחות שהועמדו לטובת הפירעון, ת"צ (כלכלית) 31720-11-14 **נעמי לביא נ' מידרוג בע"מ** (פורסם בנבו, 15.05.2016).

⁷⁹ נעם שרביט "לראשונה: בקשה לתביעה ייצוגית נגד S&P מעלות בטענה לרשלנות בדירוג אג"ח" **גלובס** (05.04.2009) <https://www.globes.co.il/news/article.aspx?did=1000440641>.

⁸⁰ ת"צ (מחוזי ת"א) 1383/09 **דויטש נ' סטנדרד & פורס מעלות בע"מ** (פורסם בנבו, 08.03.2011).

⁸¹ ראו במאמר זה פרק 2.2 **ההיסטוריה של חברות הדירוג ומעורבותן בשוק ההון**, עמ' 5.

מהותיים. כך, אלו יאפשרו לתובעים לפנות ישירות לבית המשפט ולקבל תרופה בגין הנזקים שנגרמו להם בעקבות אותו מצג לא עדכני. על בעיות אלו והדרכים להתמודד איתן, ארחיב בהמשך הרשימה.

ב. הדין המוצע

לאור האמור לעיל, נראה כי המחוקק מתקשה להטיל רגולציה מתאימה על חברות הדירוג, אשר תתמרץ אותן לעדכן את הדירוג ולספק למשקיעים דירוג מדויק המשקף את מצב החברה המדורגת. נראה כי עיקר הבעיה בדין הקיים היא היעדר התייחסות המחוקק לאופן פעולת החברות בזמן אמת, ואי-קביעת כללי התנהגות המחייבים את החברות לפעול במועדים מסוימים.

בהתאם, ייתכן והרגולציה המתאימה תהיה השתתפות אחריות יותר כבדה על חברות הדירוג באמצעות קביעת מועדים ברורים שיחייבו אותן לערוך דירוג חדש. בין היתר, יקבעו לוחות זמנים המבחינים בין שגרה לבין חירום, הן ענפיים כדוגמת פיצוץ בועת הנדל"ן, והן רוחביים כדוגמת הקורונה. כמו כן, גם חוב חברות הדירוג להתייחס למאורעות משמעותיים בחיי החברה באופן יותר מיידי כגון שינוי משמעותי בנכסי החברה, שינוי חקיקה או הצטרפות מתחרה לשוק בו היא פועלת, וכן הלאה.

בפרק זה ארחיב על הפתרון ואסביר כיצד זה יביא לכדי מקסום יכולות שוק ההון באמצעות השימוש במכשיר הדירוג.

כפי שהוצג לעיל,⁸² על אף שהחוק מסמיך את הרשות באופן מפורש להתקין תקנות המחייבות את חברות הדירוג לעדכן את דירוג איגרות החוב במועדים מסוימים, זו טרם נקבעה בתקנות. בהתאם, פרט לעדכון שנתי, אין דין המחייב את חברות הדירוג לפעול כשזה נתון לשיקול דעתן בלבד. הצעתי היא לקבוע מנגנונים קשיחים המבוססים על מקרים ברורים, כאשר בהתקיימם חברות הדירוג יהיו מחויבות בביצוע דירוג מחדש תוך זמן קצוב. זאת, במקביל לחובה כללית שתחייב את חברות הדירוג להפעיל שיקול דעת בהינתן מצבים שונים שלא קבועים בפרמטרים, אך כן מהווים אירועים משמעותיים בחברות המדורגות ואשר יכולים להשפיע על יכולותיהן לפרוע את חובותיהן. ברצוני להמליץ על קביעת שלושה פרמטרים שבהתקיים שינוי באחד מהם, יהיה על חברת הדירוג לעדכן את דירוג החברה המדורגת בתוך פרק זמן מסוים שהמחוקק ימצא לנכון: (1) אימוץ מנגנון הדיווח המיידי בו חייבות חברות מדווחות, (2) שינוי משמעותי בשווי בו החברה נסחרת בבורסה, (3) שינויים מהותיים בשוק בו החברה פועלת.

לפי דעתי, המקור המרכזי אשר יש להשתמש בו על מנת שיהווה אינדיקציה לחברות הדירוג על שינויים מהותיים בשוק, ובהתאם לחייב אותן לבחון את מצבה של החברה ואף להתאים את הדירוג, הינו **מנגנון הדיווח המיידי** הקבוע בתקנות ניירות ערך.⁸³ ההצדקה לשימוש במנגנון זה נעוצה בהיגיון הבסיסי הטמון בו, כאשר מטרתו להביא לגילוי מקסימלי על מנת ליצור שוק יעיל, אשר מחיר הפריטים שנסחרים בו מגיב מיידי לשינויים ומושפע מהם והפרטים הפעילים בו חשופים למידע מלא ועדכני.⁸⁴ כך, הבהרת אותם השינויים תוך פרסומם ברבים, הלכה למעשה

⁸² להרחבה על עניין קבוצת דלק ראו במאמר זה פרק 2.2 **ההיסטוריה של חברות הדירוג ומעורבותן בשוק ההון**, עמ' 9.

⁸³ תקנות ניירות ערך (דוחות תקופתיים ומיידיים), תש"ל-1970, ק"ת 2591 (להלן: "תקנות ניירות ערך" (דוחות תקופתיים ומיידיים)).

⁸⁴ יוסף גרוס **דירקטורים ונושי משרה בעידן הממשל התאגידי** 400 (מהדורה חמישית, 2018).

מספקת לקהל המשקיעים בסיס מידע נאות באופן המאפשר להם לקבל החלטות רציונליות, כאשר אלו אף יכולים להעיד על יכולת החברה לפרוע את חובותיה.⁸⁵

דוגמה מובהקת לכך ניתן לראות בעת האחרונה כאשר חברת 'בזק' הודיעה כי היא מכירה בהפסדים נוספים בסכום של מעל ל-150 מיליון שקל מאז שנת 2017, ובהתאם זו מתקנת לאחר את דוחותיה.⁸⁶ הפסדים משמעותיים אלו וההכרה בהם, ככל הנראה יחייבו את החברה להגיב באמצעים מחמירים, ובהמשך יכולים אלו לפגוע ביכולותיה של 'בזק' לפרוע התחייבויות ישנות. סביר להניח כי עקב דברים אלו, משקיעים רבים אשר היו מעוניינים להשקיע בחברה, הן בניירות הערך שלה והן באגרות החוב, היו נרתעים מהחשש הליגיטימי והסביר כי הפעולות הללו יביאו לפגיעה בשווי המניה וביכולת הפירעון של חובות החברה.

כמו כן מנגנון הדיווח המידי גם נועד להגביר את אמון הציבור בשוק ההון, כך שזה יוכל להשקיע את כספו בבטחה תוך אמון מלא בגופים השונים הפועלים במסגרתו,⁸⁷ וזאת כאשר מתאפשר פיקוח מקסימלי על פעילות מנהלי החברה ובעלי השליטה בה.⁸⁸ נראה כי הצדקות אלו מתקיימות גם בענייננו כאשר מטרת הדירוג הינה לתת לקהל המשקיעים תמונה עד כמה שיותר מלאה ועדכנית אודות מצב החברה ויכולת האשראי שלה, כדי שזה יוכל לכלכל את צעדיו בהתאם למצב הקיים ולא על בסיס מידע חלקי או לא ברור.

כך, בין האירועים המחייבים את החברה בדיווח מידי אשר יכולים להיות רלוונטיים לענייננו, יש הגשת בקשה לפשרה בתביעה כנגד החברה המדורגת,⁸⁹ מיזוג של החברה המדורגת⁹⁰ או תוכנית רכישה כך שהחברה לא תהיה עוד ציבורית,⁹¹ אירוע או עניין החורגים מעסקי התאגיד הרגילים,⁹² ועוד. כך לדוגמה, שינוי משמעותי במצבת הנכסים של החברה יכול לתת אינדיקציה למחזיקים באגרות החוב אודות יכולת הפירעון של החברה ומצבה, כאשר מכירה של נכס משמעותי יכולה להעיד על צורך כלכלי של החברה המדורגת, שייתכן שתזרימה דל ולא יספיק לפעילותה השוטפת.

פרמטר נוסף שלדעתי ראוי שיחייב בדירוג חדש הוא **שווי החברה** בבורסה בהתאם למידע שמופיע באתר המניה, או עליה בתשואה של אגרת החוב שנשחרת מעל לאחוז מסוים. שכן, ככל שיש שינוי מהותי בשווי החברה המדורגת בפרק זמן קצר, יש בכך כדי להעיד על שינוי מהותי בחברה או בסביבתה, שבהתאם יכול להתבטא בקושי ביכולת הפירעון, או לחלופין בשיפור משמעותי. כך, בעניין 'אול-יר' אשר נדון לעיל,⁹³ התשואה הגבוהה אשר הובטחה בגין אגרת החוב של החברה, העידה כי החברה בסכנת חדלות פירעון ולא תוכל לפרוע את התחייבויותיה.

⁸⁵ ע"א 5320/90 ברנביץ נ' רשות ניירות ערך, פ"ד מו(2) 818, 830-831 (1992).

⁸⁶ אביאור אבו "תיקון דוחותיה של בזק לאחר: הפחתה של 150 מיליון שקל ברווח הנקי מ-2017" כלכליסט – שוק ההון (21.12.2020) <https://www.calcalist.co.il/markets/articles/0,7340,L-3883090,00.html>.

⁸⁷ ע"א 1928/93 רשות ניירות ערך נ' גבור סבירינה מפעלי טקסטיל בע"מ, פ"ד מט(3) 177 (1995).

⁸⁸ יוסף גרוס, לעיל ה"ש 84, בעמ' 400.

⁸⁹ ס' 31 לתקנות ניירות ערך (דוחות תקופתיים ומידיים).

⁹⁰ ס' 31 לתקנות ניירות ערך (דוחות תקופתיים ומידיים).

⁹¹ ס' 31 לתקנות ניירות ערך (דוחות תקופתיים ומידיים).

⁹² ס' 36 לתקנות ניירות ערך (דוחות תקופתיים ומידיים).

⁹³ להרחבה על עניין קבוצת דלק ראו במאמר זה פרק 2.2 ההיסטוריה של חברות הדירוג ומעורבותן בשוק ההון, עמ' 9.

כמו כן, גם בעניין 'קבוצת דלק'⁹⁴ כאשר שער החברה ירד עד לכדי 12% מהשווי חודש קודם לכן, הירידה אותה לשוק כי יש שינוי משמעותי ברווחי החברה אשר יכול להביא אותה לכדי פעולות שלא הייתה מבצעת בשגרה, כגון מכירת נכסים, דחיית פירעון איגרות חוב, גיוס הון, ועוד.

ככל שהיה קיים מנגנון מחייב הקובע כי אם שווי החברה יורד באופן משמעותי בפרק זמן קצר, אזי חברת הדירוג הייתה מחויבת לבחון מיידית את אותה הירידה בשווי, הסיבות שגרמו לכך והאם צפויה פגיעה נוספת או השלכה על תחומים אחרים, וכתוצאה מכך הדירוג אשר היה מוצג לציבור היה מעודכן בהתאם לאותם השינויים וההשלכות. כך, כלל שהיה מנגנון מעין זה בזמן עניינה של 'קבוצת דלק', כאשר ב-12.02.2020 שעה עמד על 45,260 אלש"ח, כאשר שבועיים לאחר מכן ב-26.02.2020 שעה עמד על 37,100 אלש"ח. אמנם הירידה אינה קיצונית כפי שהייתה בשיא המשבר, אך עדיין משמעותית כאשר מדובר בכמעט 20% תוך שבועיים בלבד. אפילו אם חברת הדירוג סברה שהירידה לא מחייבת את התוצאה כי 'קבוצת דלק' לא תוכל לעמוד בהתחייבויותיה ואין צורך בדירוג חדש, נראה כי עצם התממשות הפרמטר, מעידה על שינויים מהותיים ואף ייתכן כי ראוי להכניס את החברה ל-CreditWatch.⁹⁵ בהתאם, נראה כי הדירוג המאוחר היה יכול להימנע.

אציין, כי גם קיימת יעילות רבה בהסתמכות על פרמטר החיצוני לחברת הדירוג שהינו ניטרלי ועצמאי, שכן חברת הדירוג חשופה לאותם השינויים והמידע סביבם, ולכן יכולה לפעול עצמאית לעדכון הדירוג בהינתן שינוי משמעותי. זאת, בלא כל צורך בשיתוף פעולה מצד החברה, ובכך נמנע חשש לניגוד עניינים או אי-גילוי של החברה המדורגת אודות אותם העניינים.

פרמטר נוסף שלדעתי ראוי לשלב הוא **שינויים מהותיים בשוק בו החברה פועלת**; לדוגמה, בתחילת התפרצות הקורונה מדינות רבות סגרו את שעריהן ומנעו כניסה של אנשים שאינם תושבי או אזרחי המדינה כדי למנוע את התפרצות המחלה בשטחן.⁹⁶ אותה ההחלטה בהכרח תשפיע ואף השפיעה בפועל על גופים שונים העוסקים בתחומים תיירותיים כגון חברות תעופה, מלונות ועוד. בהתאם, יש לקבוע כי בהינתן שינוי משמעותי בשוק בו החברה המדורגת פעילה, יחייב הדבר בעדכון הדירוג שכן הוא מהווה אינדיקציה לרווחיה העתידיים ובהתאם מעיד על יכולת פירעון התחייבויותיה.

אציין כי אותם המאורעות לא חייבים לקרות באופן ישיר לחברות המדורגות עצמן, כאשר גם שינויים עקיפים בתחומים שונים יכולים להשפיע משמעותית על מצב החברה. לדוגמה, אם בעקבות שינוי רגולטורי כלשהו תהיה עלייה במחירי הדלק, אזי אותו השינוי ישית עלויות נוספות על חברות המשתמשות בכמויות גדולות של דלק לאורך פעילותן השוטפת, כדוגמת חברות תעופה וחברות תחבורה. כך, השינוי הרגולטורי לא התייחס באופן מפורש לאותן החברות, אך השפעותיו באו לידי ביטוי גם ברווחיות והעלויות של אותן החברות.

⁹⁴ להרחבה על עניין קבוצת דלק ראו במאמר זה פרק 2.2 **ההיסטוריה של חברות הדירוג ומעורבותן בשוק ההון**, עמ' 9.
⁹⁵ CreditWatch הינו שירות אשר ניתן על ידי חברות דירוג המאפשר לעקוב אחר דיווח האשראי של חברה מדורגת, כאשר חברת הדירוג צופה כי יהיה שינוי מהותי בדירוג האשראי שלה בטווח הזמן הקרוב.
⁹⁶ מערכת ערוץ החופש "זו סגירת השמיים הכי גדולה בהיסטוריה" **mako** **חופש** (30.01.2020) <https://www.mako.co.il/travel-news/international/Article-f62a8f8fb5ff61026.htm>; מיכל רז-חיימוביץ' "שמיים סגורים: עוד ועוד חברות תעופה מפסיקות לטוס לישראל, גם הטיסות לארה"ב בסכנה" **גלובס** – **נתח שוק וצרכנות** (07.03.2020) <https://www.globes.co.il/news/article.aspx?did=1001320900>; דר קנה וחגי עמית "שמיים סגורים: רוצה לחזור לישראל? שלם 3,000 דולר" **זה מרקר** – **תעופה** (22.03.2020) <https://www.themarker.com/news/aviation/.premium-1.8694813>.

ככל שמגנון זה היה קיים קודם לכן, היה יכול להשפיע משמעותית על מאורעות העבר ולהוביל לכך שהמשקיעים בשוק היו מחזיקים בתמונה מלאה ומדויקת אודות מצב החברה ויכולתה להחזיר את החוב אשר הנפיקה.

ביקורת אפשרית להצעה זו היא שקביעת פרמטרים יבשים תנטרל את הפעלת שיקול הדעת העצמי של החברה המדרגת, כאשר זו תסתפק במועדים הקבועים ולא תפעיל שיקול דעת נוסף. אכן קיים חשש כי אותם המועדים יהוו מעין "צ'ק ליסט" וחברות הדירוג לא יפעילו שיקול דעת כלל, אך אין בקביעת פרמטרים כדי לפטור את החברה מהפעלת שיקול דעת. תחילה, בדומה לדרישות הדיווח המיידיות, אין הפרמטרים מהווים רשימה ממצה אלא מחייבת בלבד, כאשר במקביל לכך על החברה להפעיל את שיקול דעתה ולבחון גם אירועים נוספים אשר לדעתה יכולים להשפיע על יכולתה הכלכלית של החברה המדרגת. בנוסף, כיום אין שום הגבלה בחוק המחייבת את החברה בביצוע עדכון לדירוג כלל, ולאור אופן הפעלת שיקול הדעת של חברות הדירוג עד כה,⁹⁷ נראה כי עדיף מענה חלקי אשר מצליח לענות על קשת רחבה של מקרים, מאשר אי-הסדרת התחום כלל.

בנוסף, אמנם נראה כי מקרים אלו נמנים בגבולות האירועים המוגדרים במדיניות חברות הדירוג ככאלו המחייבים בעדכון דירוג החברה המדרגת כפי שהצגתי לעיל,⁹⁸ אך הלכה למעשה, מדיניות זו מאוד רחבה, אין הגדרה ברורה הקובעת מה עולה לכדי אירוע משמעותי "הנוגע בתאגיד", ובהתאם אין זה מחייב את חברות הדירוג בתגובה מיידית ואף בתגובה כלל. כתוצאה, לחברות הדירוג נוצר פתח המאפשר להן גמישות בבחירתן אם לעדכן את דירוג החברה או שלא.

כמו כן, ראוי כי גם התקיימות של מאורעות קונקרטיים יחייבו את חברת הדירוג בעדכון הדירוג, זאת בשונה מהמצב כיום בו ישנם קווי מדיניות כלליים בלבד המכוונים את חברת הדירוג. בכך תיווצר קרקע יציבה לביצוע עדכון הדירוג אשר תטיל חובה על החברות לפעול בעקבות התרחשות אותם המקרים, ולא רק אירועים לא מוגדרים המאפשרים גמישות רבה והיעדר וודאות לשוק המסתמך על אותו הדירוג.

ביקורת נוספת שיכולה לעמוד לרועץ להצעה, היא כי למעשה מצופה מחברת הדירוג להתחקות אחר פעולות שנעשו בפומבי ואף מפורסמים באתר המאיה. לכן, ספק מה יהיה ערכו המוסף בדירוג של ההשלכות של אותם הפרסומים וספק אם הציבור כלל יגיב, מעבר לתגובה של הפרסום שבוצע על ידי החברה עצמה. אכן יש בביקורת זו מן האמת, אך יש לזכור כי בנוסף למשקיעים החזקים הקוראים באופן שוטף באתר המאיה ומבינים את המשמעויות של הדיווחים השונים, שחקנים אשר מכירים את "חוקי הפורמט", לצידם עומדים גם שחקנים יותר פשוטים ללא היכולות להבין את אותו המידע ואת ההשלכות שלו ביחס אליו. כיוון שאחת ממטרות שוק ההון הינה להנגיש את השימוש בו לכלל האוכלוסיות, נראה כי יש צורך להבהיר את משמעות הדיווחים השונים המפורסמים באתרים השונים כך שיהיו נהירים לכלל המשקיעים. זאת, קל וחומר לאור תכלית של חברת הדירוג, שהיא לפשט ולהסביר את המצב בשוק ההון.

כמו כן, יש גם להתייחס למהות הדיווח והשפעתו; ככל הנראה רוב המשקיעים שהינם האנשים הרגילים מן הציבור, לא בהכרח ידעו כיצד אותו השינוי אשר אירע בחברה יכול להשפיע על

⁹⁷ להרחבה על הפעלת שיקול דעת חברות הדירוג לאורך ההיסטוריה ראו במאמר זה פרק 2.2 **ההיסטוריה של חברות הדירוג ומעורבותן בשוק ההון**, עמ' 5.

⁹⁸ להרחבה על מדיניות חברות הדירוג 'מעלות' ו'מידרוג' ראו במאמר זה פרק 2.3 **הרגולציה על חברות דירוג האשראי בישראל והבעיות הקיימות**, עמ' 11.

יכולותיה של החברה לפרוע את התחייבויותיה. לצורך העניין, אם חברת נדל"ן לה עשרות נכסים ברחבי העולם מוכרת נכס מבין רבים, הדבר אמנם יהיה חייב בדיווח מיידי, אך ככל הנראה אין זה ישפיע על יכולת הפירעון של החברה ויהווה לא יותר מפעילות רגילה ושגרתית בחיה של אותה החברה. לעומת זאת, כאשר מדובר בחברה שיש לה נכסים בודדים ובמקביל לכך סך הכנסותיה יורדות, וביום בהיר מחליטה למכור נכס המהווה נכס מהותי במצבת נכסיה, הדבר יהווה נורה אדומה שגם אם תדווח, לא בהכרח שזו תדלק לעיני המשקיע הפשוט. לצרכים אלו בדיוק גם נועדו אותן חברות הדירוג, להפנות את תשומת לב המשקיעים כמה שיותר מהר ולהבהיר להם כאשר קרו אותם הדברים החריגים, גם אם הם ניצבים לנגד עיניהם.

מעבר לכך, יש לעמוד על כמויות המידע הקיימות בשוק ההון וההשלכות של הדבר על המשקיע, תוך התייחסות ליכולתו המוגבלת להכיל את כל המידע ולכלכל את השפעתו. כך, ב-31.12.2020 היו מעל ל-200 דיווחים מיידיים שפורסמו באתר המאיה⁹⁹ וחברת 'אול-יר' לבדה פרסמה 10 דיווחים שונים רק באותו היום.¹⁰⁰ מכך, ספק אם משקיעים סטנדרטיים שאין עיסוקם הוא בשוק ההון, כלל יהיו יכולים לעבור על כל המידע המציף את השוק ובהתאם להאריך ולכמת את השפעתו.

מכשול נוסף העומד להצעה, הוא עד כמה המלצה זו חיונית לאור הנחיות סעיף 15(א)(2) לחוק לפיה חברת הדירוג תעדין את הדירוג בעקבות סוגי אירועים הנוגעים לתאגיד.¹⁰¹ זאת, כאשר אולי המצב הרצוי הוא כי חובות ספציפיות מעין אלו ייקבעו על ידי חברת הדירוג, הגוף המקצועי האמון על קביעת הדירוג אשר בקיא בצרכי השוק וביכולות החברות המדרגות.

אמנם נראה הגיוני שברירת המחלל תהיה שהגוף המדרג יהיה אמון על קביעת מועד ונסיבות עדכון הדירוג, אך כפי שהוצג לעיל, אותו הגוף אינו מנותק מניגודי עניינים וייתכן כי שיקול דעתו יהיה מוטא בעת הצורך, כך שלא יפעל לטובת המשקיע או להצגת מצבה העדכני של החברה המדרגת. לכן, על מנת לספק למשקיע תמונה עד כמה שיותר מלאה, נראה שאין מנוס מהתערבות של הרגולטור שתחייב את חברת הדירוג במועדים מסוימים. אותו הרציונל גם מונח ביסוד חובת הדיווח המיידית; אמנם בעולם אידיאלי היינו רוצים לסמוך על החברה המדווחת כי זו תעדכן את ציבור המשקיעים בהתרחשות אירועים משמעותיים, אך מכיוון שלא ניתן להניח כי החברה המדווחת תנדב מידע מיוזמתה גם על מאורעות שלא בהכרח מטיבים עימה, היה צריך שהמחוקק יקבע את אותם המועדים בשבילה ויצור חובה חקוקה על החברה לפעול. טענה זו אף מתחזקת לאור ההנחיות הפנימיות שחברות הדירוג קבעו ביחס לחובתן לעדכן את דירוגן של החברות המדרגות בהינתן אירועים מהותיים, כפי שהוצג לעיל;¹⁰² העדר נכונות חברות הדירוג לחייב את עצמן להגיב ולפעול בהינתן שינויים בחברות המדרגות, תוך השארת מרחב תמרון והימנעות מהגבלתן, מעידים על כך כי הרגולציה הקיימת חסרה וישנה הצדקה להקשחת והגברת הרגולציה.

⁹⁹ המאיה דיווחי חברות
<https://maya.tase.co.il/reports/company?q=%7B%22DateFrom%22:%222020-12-30T22:00:00.000Z%22,%22DateTo%22:%222020-12-30T22:00:00.000Z%22,%22events%22:%5B%5D,%22subevents%22:%5B%5D,%22Page%22:1%7D>
 (31.12.2020) המאיה אתר החברה "דיווחי לימיטס הולדינגס אול-יר"
¹⁰⁰ <https://maya.tase.co.il/company/1631?view=reports>
 (31.12.2020) המאיה אתר החברה "דיווחי לימיטס הולדינגס אול-יר"
¹⁰¹ ס' 15(א)(2) לחוק להסדרת חברות הדירוג.
¹⁰² להרחבה על ההנחיות הפנימיות של חברות הדירוג ראו עמ' 11 למאמר זה.

דוגמה ליעילות המנגנון המוצע, ניתן לראות ככל שזה היה מיושם במקרה 'קבוצת דלק' שנדון לעיל;¹⁰³ טרם תקופת הקורונה, העדכון האחרון שבוצע לדירוגה של 'קבוצת דלק' היה ב-11.07.2019. כאשר המתודולוגיה ששימשה לבחינת אגרת החוב הייתה בהתאם לפעילות החברה – חברת אחזקות הממוקדת בתחום האנרגיה, נכון לאותה הבחינה, ניתן לאיגרת החוב דירוג A2.il וצוין כי אופק הדירוג הינו תחת בחינה עם השלכות שליליות.¹⁰⁴ יש לציין כי על אף ההערה המילולית, דירוג זה אינו נחשב לנמוך במיוחד ובהשוואה למתנס הדירוגים של החברה, ממוקם במקום השישי מתוך 21 דירוגים סך הכל.¹⁰⁵

דירוג זה עמד בעינו ולא בוצע בו כל שינוי עד ל-22.03.2020, אז נקבע כי דירוג הקבוצה הינו Ca.il, מקביל לדירוג האחד לפני הנמוך ביותר. לדירוג הוספה ההערה כי: "ההשלכות אינן וודאיות וכן מתודולוגית הדירוג המיושמת שונתה לדירוג מכשירי חוב ומנפיקים בכשל פירעון ומכשירי חוב פגומים כפי שנקבעה בספטמבר 2017, מתודולוגיה המיועדת למכשירי חוב שההסתברות לכשלם הינה וודאית או ממשית".¹⁰⁶ קרי, המעמד של איגרת החוב הינו כשל פירעון ומהווה "מכשיר פגום", כאשר הסבירות כי המשקיעים יקבלו את התמורה שהובטחה להם, הינה נמוכה ביותר.

כך, הירידה הקיצונית בדירוג הקבוצה בוצעה ללא כל התראה מוקדמת לקהל המשקיעים אשר הסתמכו על דירוגה של חברת הדירוג 'מידרוג', ובהתאם ייתכן כי בחרו שלא למכור את אגרת החוב שהחזיקו ברשותם או לחלופין, אף לקנות עוד.

אציין כי באותה התקופה בין שני הדירוגים, קרי החל מה-11.07.2019 ועד ל-23.03.2020, 'קבוצת דלק' פרסמה במערכת המאיה 168 דיווחים, מתוכם 34 דיווחים בוצעו בשבועיים שלפני הדירוג האחרון.¹⁰⁷ ייתכן כי אפילו די בדיווחים תכופים מצד החברה העוסקים במצבה הכלכלי, על מנת להדליק לחברת הדירוג נורה אדומה.

לעומת זאת, באם היה מיושם המנגנון המוצע בפרק זה, לפיו ירידה בשווי החברה הנסחרת העולה על 20% היה מחייב את החברה המדרגת בעדכון הדירוג, או לכל הפחות בהתייחסות לעדכנותו,¹⁰⁸

¹⁰³ להרחבה על עניין קבוצת דלק ראו במאמר זה פרק 2.2 ההיסטוריה של חברות הדירוג ומעורבותן בשוק ההון, עמ' 9.

¹⁰⁴ מידרוג קבוצת דלק בע"מ – מעקב (11.07.2019) <https://midroogcoil.blob.core.windows.net/midroog-public-website-reports/%D7%A7%D7%91%D7%95%D7%A6%D7%AA%20%D7%93%D7%9C%D7%A7%20%D7%91%D7%A2%D7%9E%20%D7%93%D7%95%D7%97%20%D7%91%D7%97%D7%99%D7%A0%D7%AA%20%D7%93%D7%99%D7%A8%D7%95%D7%92%20%D7%93%D7%95%D7%97%20%D7%9E%D7%95%D7%A0%D7%A4%D7%A7%2011072019.pdf>

¹⁰⁵ מידרוג סולמות והגדרות הדירוג של מידרוג (יולי 2017) <https://www.midroog.co.il/PublicInformation/Article?lang=he&id=7ead859c-98a0-46df-84a9-e810448a47c4>

¹⁰⁶ מידרוג קבוצת דלק בע"מ – מעקב (מרץ 2020) <https://midroogcoil.blob.core.windows.net/midroog-public-website-reports/%D7%A7%D7%91%D7%95%D7%A6%D7%AA%20%D7%93%D7%9C%D7%A7%20%D7%91%D7%A2%D7%9E%20%D7%A2%D7%A7%D7%91%20%D7%A9%D7%A0%D7%AA%D7%99%20%D7%93%D7%95%D7%97%20%D7%9E%D7%95%D7%A0%D7%A4%D7%A7%202023.3.2020.pdf>

¹⁰⁷ קבוצת דלק "דיווחי חברות" אתר מאיה <https://maya.tase.co.il/reports/company?q=%7B%22DateFrom%22:%222019-07-10T21:00:00.000Z%22,%22DateTo%22:%222020-03-22T22:00:00.000Z%22,%22Page%22:1,%22entity%22:1095,%22events%22:%22%5B%5D,%22subevents%22:%22%5B%5D%7D>

¹⁰⁸ להרחבה על ההצעה להחיל קריטריון המחייב בעדכון הדירוג בעקבות שינוי בשווי החברה, ראו עמ' 19–20 למאמר זה.

אזי חברת הדירוג הייתה חייבת בבחינת מצב 'קבוצת דלק' כבר במהלך חודש פברואר. זאת, טרם הידרדרותה הנוספת והמהירה של ערך הקבוצה.

כמו כן, גם יישום של כלי אחר שהוצע במסגרת פרק זה, שינויים מהותיים בשוק בו החברה פועלת, היה יכול להביא לבחינה מוקדמת של 'קבוצת דלק' ולעדכון הדירוג בשלב יותר מוקדם.¹⁰⁹ כך, בתחילת חודש מרץ חברות תעופה רבות ביטלו את הטיסות שלהן לישראל ובהתאם לא צרכו דלק מהחברה בין הנחיתה לבין ההמראה ליעד הבא.¹¹⁰ שינויים אלו בתחום התעופה, בעלי השפעה מהותית על חברות הדלק השונות ובהכרח יביאו לפגיעה בהיקף פעילותן.

בדוחות הדירוג שפורסמו על ידי חברת הדירוג, זו אומרת כי אירועי הקורונה, ההאטה בצריכת הדלק ובהתאם בתפוקת הנפט, וכמו כן גם הירידה במחיר המניה של שותפות 'דלק קידוחים' – שותפות מוגבלת, היו אלו שהביאו לביצוע הדירוג מחדש. עם זאת, אין החברה מתייחסת מפורשות לשינוי במתודולוגיה אשר שימשה אותה קודם לכן או מסבירה מדוע הדירוג בוצע רק במועד זה ולא קודם.

כך, פתרון זה למעשה אינו שולל את עצמאות החברה המדרגת, שכן זו תוכל להצהיר כי אין אותו האירוע משפיע על דירוג החברה המדורגת, כאשר ביכולתה גם לקבוע כי יש לעקוב אחר התפתחויות המאורע ולהכניס את החברה לרשימת מעקב בלבד. בדרך זו משיגים את המטרה העיקרית של ההצעה – הצגת דירוג עד כמה שיותר עדכני של החברה ומניעת ניגודי עניינים בתוך חברת הדירוג, באמצעות קביעת אמות מידה ניטרליות האדישות להשפעות זרות. ההצעה בעצם אף מחזקת את משאלת המחוקק ומגשימה את מטרתן האובייקטיבית של חברות הדירוג באופן המיטבי.

ג. סיכום

חברות הדירוג הינן גופים פיננסיים כאשר שירותי הדירוג מסופקים על ידי קומץ חברות ברחבי העולם. על אף כמותן המועטה, אלו משפיעות על שוק ההון כשהחלטותיהן מכוינות התנהגות של גופים גדולים ומשמעותיים כגון בנקים, משקיעים מוסדיים, החברות המדורגות ועוד. בעקבות השפעה רבה זו, נטען פעמים רבות כי היה בכוחן למנוע משברי עבר בשוק ההון, כאשר ייתכן שבהעדרן אלו כלל לא היו יכולים להתממש. לכן, ראוי שהרגולציה שתחול על אותן החברות ונורמת ההתנהגות אשר תצופה מהן, תהייה יותר נוקשה ומאיימת, במטרה שאלו יבצעו את עבודתן נאמנה וישקפו למשקיע תמונת מצב עד כמה שיותר מלאה אודות יכולת הפירעון של החברה.

בהתאם, במאמר זה חקרתי את התנהגות חברות הדירוג בעתות משבר ושינויים מהותיים במצב החברות המדורגות, והרגולציה המתאימה אשר יש להחיל במצבים אלו.

מאלו, הצעתי היא כי על המחוקק להסדיר את חובת העדכון בחקיקה ראשית או בתקנות, כאשר יש לקבוע פרמטרים קשיחים כדוגמת אימוץ מנגנון הדיווח המיידי בו חייבות חברות מדורגות, שינוי משמעותי בשווי בו החברה נסחרת בבורסה, ושינויים מהותיים בשוק בו החברה פועלת.

¹⁰⁹ להרחבה על ההצעה להחיל קריטריון המחייב בעדכון הדירוג בהינתן שינויים מהותיים בשוק בו החברה פועלת, ראו עמ' 20 למאמר זה.

¹¹⁰ שירות כלכליסט ו-Ynet "בגלל הקורונה: לופטנה, סוויס ואוסטריאן איירליינס עוצרות את הטיסות לישראל" כלכליסט – דיווח שוטף 05.03.2020 <https://www.calcalist.co.il/local/articles/0,7340,L-3798670,00.html>

בהתקיים אלו, תקום חובה על חברות הדירוג לעדכן את דירוג החברה המדורגת תוך פרק זמן מוגדר שיקבע על ידי המחוקק.