

## באתי, דירגתי, הלכתי

### התנהגות חברות הדירוג בעיתות משבר ושינויים מהותיים, והאסדרה המתאימה במצבים אלו

#### מאת

#### נוי המל\*

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

יש לציין שהייתה ציפייה מסוימת בשוק לצניחה ניכרת במחיר הנפט עוד בחודש פברואר בשל העצירה של טיסות בין-לאומיות וההפחתה הרבה בנסיעות, אשר מהוות הגורמים העיקריים לצריכת דלק. על אף זאת החליטה חברת הדירוג הישראלית "מידרוג" להוריד את הדירוג הגבוה של איגרות החוב של "קבוצת דלק" המוחזקת בידי יצחק תשובה מ- $Ca^{2+}$  A2 רק בסוף חודש מרץ, שבועות לאחר שהתחיל משבר הקורונה.

מקרה "דלק" המתואר לעיל, המציג את המועד המאוחר שבו מעודכן הדירוג, אינו חריג בעולם שוק ההון, וכמוהו היו עוד רבים, חריגים יותר וחריגים פחות, ובהם פרשיית "אנרון" המפורסמת, משבר הסאב-פריים הגדול ועוד רבים.

במאמר זה אבקש להתמקד בהתנהגותן של חברות דירוג אשראי של קונצרנים בעיתות משבר ושינויים מהותיים בחברות המדורגות, הן בישראל והן בעולם, אגב עמידה על המתחים הקיימים בשוק ההון בכלל ובהתנהלות חברות הדירוג בפרט, ובתווה להציע פתרונות אפשריים להתמודדות עם מתחים אלו ובכך לייצל את השוק. אציג במאמר סקירה דסקריפטיבית של מאורעות היסטוריים שונים בשוק ההון מנקודת מבט אקטואלית לאור השלכות אותם מאורעות. בסוף אציג את הצעותיי שלפיהן יש לשלב בדין הקיים השתתפות אחריות כבדה יותר על חברות הדירוג באמצעות קביעת מועדים ברורים שיחייבו אותן לערוך דירוג חדש וחייב בהבאה בחשבון מאורעות חריגים בחיי החברה.

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

\* בוגרת תואר ראשון במשפטים ותואר שני במשפט אזרחי בהתמחות במשפט מסחרי ודיני תאגידים, האוניברסיטה העברית בירושלים.

## מבוא

בסוף שנת 2019 התפרץ לחיינו וירוס הקורונה. הווירוס התפשט בעולם כולו, גרם למחלתם של מיליונים וגבה את חייהם של מאות אלפי אנשים. למחלה הקשה היו השלכות כבדות על החברה לרבות הגבלת טיסות בין-לאומיות, ריחוק חברתי ואף סגר מוחלט במדינות רבות, ובהן ישראל. שינויים אלו גרמו לנפילות חדות בבורסות ברחבי העולם ולפגיעה חמורה במחירי הדלק.<sup>1</sup>

בד בבד עם המכה שספגו חברות הדלק הוסיפו איגרות החוב שהנפיקו להיסחר ברחבי העולם. חוזים שהיו מיועדים לפירעון בחודש מאי הגיעו לכדי מצב חסר תקדים שקרה לראשונה בהיסטוריה, ובו נסחרו חוזי הנפט במחירים שליליים ואף הגיעו לשווי שלילי של 37 דולרים.<sup>2</sup>

יש לציין שהייתה ציפייה מסוימת בשוק לצניחה ניכרת במחיר הנפט עוד בחודש פברואר בשל העצירה של טיסות בין-לאומיות וההפחתה הרבה בנסיעות, שהן צורכות הדלק העיקריות.<sup>3</sup> על אף זאת החליטה חברת הדירוג הישראלית "מידרוג" להוריד את הדירוג הגבוה של איגרות החוב של "קבוצת דלק" המוחזקת בידי יצחק תשובה מ-A2 ל-Ca<sup>-</sup> רק בסוף חודש מרץ, שבועות לאחר שהתחיל משבר הקורונה.<sup>4</sup>

תופעת עדכון הדירוג המאוחר אינה חדשה והתרחשה 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 ויציב במשך שבועות ארוכים.<sup>5</sup>

מצב דומה נראה גם לאחר מכן, בשנת 2008 במשבר הסאב-פריים בארצות הברית, כאשר איגרות חוב שהיו מורכבות ממשכנתאות שונות נשאו בדירוג גבוה ויציב, אף

1 שיר רייטר "דאו ג'ונס סגר נפילה של 23.2% מתחילת 2020 – הרבעון הגרוע ביותר מאז 1987 כלכליסט <https://bit.ly/3hzc7mt> (31.3.2020). ראו גם גיא בן סימון "לראשונה בהיסטוריה: מחיר הנפט ירד לטריטוריה השלילית" **גלובס** <https://bit.ly/2XjLWJC> (20.4.2020) [...] 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 יירדו 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 רונית מורגנשטרן "זול יותר ממים: איך ירד מחיר הנפט אל מתחת לאפס" **mako** (21.4.2020) <https://bit.ly/3lqApjt>.

3 שני אשכנזי "משרד האנרגיה: צניחה בכמויות השימוש בדלקים בשנת 2020 בשל משבר הקורונה" **גלובס** <https://bit.ly/2VFV762> (8.2.2021).

4 קבוצת דלק בע"מ "מעלות – הכנסת דירוגי החברה ל-CreditWatch עם השלכות שליליות בשל אי ודאות לגבי מקורות שיעמדו לחברה" **מאיה** <https://bit.ly/2XiOyHD> (12.3.2020); קבוצת דלק בע"מ "מידרוג מורידה דירוג האג"ח מ-A2.il ל-Ca.il ומשנה את כיוון הבחינה לבחינת דירוג ללא כיוון וודאי" **מאיה** <https://bit.ly/3ze2cbV> (23.3.2020).

5 Staff of S. Comm. on Gov. Aff., 107th Cong., Rep. on Financial Oversight of Enron: The SEC & Private-Sector Watchdog 55, 89 (Comm. Print 2002), <https://bit.ly/3loXbZc>

שמלכתחילה היו סיכויי הפירעון שלהן נמוכים, וגם לאחר מכן, כאשר ההתחייבויות לא נפרעו.<sup>6</sup>

אומנם המקרים אשר צוינו לעיל הם חריגים בנוף, וקשה לומר כי זה מצב השגרה בשוק ההון בעולם, אך הם היו מאורעות מכוננים ורקע פורייה לשינויים האסדרתיים ולהסדרה מחדש של רשויות מקצועיות שונות ברחבי העולם. בגופים שלא פעם בחן המחוקק לאחר אותם משברים היו חברות הדירוג, שאליהן הופנתה אצבע מאשימה כיוון שלא איתרו את הבעיות מראש ולא פעלו לצמצום הנזק באמצעות הרמת דגל אדום והורדת הדירוג. במאמר זה אבקש להתמקד בהתנהגותן של חברות דירוג אשראי של קונצרנים בעיתות משבר ושינויים מהותיים בחברות המדורגות אגב עמידה על המתחים הקיימים בשוק ההון בכלל ובהתנהלות חברות הדירוג בפרט ובתקווה להציע פתרונות אפשריים להתמודדות עם מתחים אלו, ובכך לייעל את השוק. אציג במאמר סקירה דסקריפטיבית של מאורעות היסטוריים שונים בשוק ההון מנקודת מבט אקטואלית על השלכותיהם של אותם המאורעות.

סדר הדיון יהיה כדלהלן: תחילה אציג את חברות הדירוג, אסביר כיצד הן פועלות, ואיך תוצרן משפיע על איגרות החוב של החברות המדורגות. בהמשך לזה אסקור את התנהגותן של חברות הדירוג בעיתות משבר בשוק ההון ובעולם ואת ההאשמות שהופנו כלפיהן בגלל אותה התנהגות. לאחר מכן אבחן את האסדרה הקיימת כיום בישראל וכיצד חברות הדירוג פועלות לפיה, ואציג את הקשיים שעולים מכך בהתחשב במאורעות העבר. לבסוף אציג את הצעתי לשלב בדין הקיים השתתפות אחריות כבדה יותר על חברות הדירוג באמצעות קביעת מועדים ברורים שיחייבו אותן לערוך דירוג חדש וחיוב בהבאה בחשבון מאורעות שאינם שגרתיים בחיי החברה, כגון שינוי ניכר בנכסי החברה, שינויי חקיקה או הצטרפות מתחרה לשוק שבו 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 בכורסה, 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 מגוף 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 קיים שוני מהותי בין איגרת חוב של גוף קונצרני לבין איגרת חוב של מדינה, ולכן אתמקד במאמר זה בדירוג איגרות חוב של חברות בלבד.

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, 994–995 (2006)

רוב הפרטים מהציבור מתקשים בניסיון להשתלב בשוק ההון, שכן כאשר אלו מעוניינים לרכוש איגרת חוב, הם נדרשים לשערך את כדאיותה בעמידה על יכולת החברה המנפיקה להחזיר את החוב אשר קנתה ועל רמת הסיכון שהמשקיע הפוטנציאלי עתיד להסתכן בו. 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 שאפשר, 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 פעילותן השפיעה על שוק ההון. לבסוף אציג את האסדרה שחלה במדינות ישראל על חברות הדירוג.

### 1. חברת דירוג – מהי ?

תכלית חברות הדירוג היא לספק לרוכש הפוטנציאלי תמונה מלאה בדבר רמת הסיכון הטמונה באיגרת החוב המוצעת ועל יכולת החברה המנפיקה לפרוע את חובה.<sup>7</sup> על פי זו מדרגות את מידת הסיכון ואת סבירות החזרת החוב, ומציגות את אלו לקונה.

על מנת לספק למשקיע תמונה מלאה ככל האפשר 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 שבה החברה פועלת, מעמדה התחרותי, מבנה הניהול והשליטה של החברה ועוד.

**רמת הסיכון הפיננסי שהתאגיד מסתכן בו** – במסגרתו נבחנים הדוחות הכספיים השונים של החברה אגב התמקדות ברווחיות החברה ובמבנה ההון הקיים,<sup>8</sup> בתביעות משפטיות העומדות נגד החברה או הליכי פשרה שמתקיימים, בערבויות של החברה לגופים אחרים וכך עוד רבים.

יש לציין כי חברת הדירוג מבהירה שאין לראות בדירוגה המלצה להשקיע דווקא באיגרת מסוימת ולא באחרת. לדוגמה, אין דירוג נמוך משמש התחייבות כי החברה המנפיקה בהכרח לא תפרע את חובה, אלא מדובר בסיכון בלבד שלדעת החברה המדרגת סיכויי התממשותו גבוהים יותר.

הריבית בגין ההשקעה מתומחרת לפי הסיכון הקיים ולפי התנהלות החברה עצמה. לכן חברות סולידיות הקיימות שנים רבות שמנהלות את עסקיהן בסיכון נמוך, בהתרחש אסון הן ככל הנראה יוכלו להמשיך לתפקד כרגיל. לפיכך הפרמיה בגין החוב תהיה נמוכה יותר כיוון שצופים ברמת סבירות גבוהה שהיא תצליח להחזיר את החוב. דוגמה לכך הן חברות שיווק

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

8 בין היתר עומדים על היחס בין ההון העצמי של החברה לבין ההתחייבויות הנוספות שקיבלה עליה, יכולת הנוזלות של החברה, טיב הנכסים שעומדים לרשותה ונוזלותם, תזרים המזומנים ועוד. ראו דב סולומון "מעמד הנושים בעסקת איגוח – שאלה של סיווג" מחקרי משפט כה 363, 361 (2009).

מזון, כגון שופרסל ורמי לוי, הנתפסות כחברות יציבות שנפח הפעילות שלהן אף גדל בזמני משבר, דוגמת הקורונה.<sup>9</sup>

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

לפי כל אלו נראה כי לחברות הדירוג תפקיד נכבד בשוק ההון, שכן הן מגנישות מידע לקהל המשקיעים ומספקות לו תמונה מלאה יותר בדבר מצב העניינים, מה שמאפשר למשקיעים נוספים להשתלב בשוק ולהגדיל את כמות הסוחרים בבורסה.

כדי להציג את הדירוג למשקיע ביתר קלות ובברור קיים סולם דירוג המאפשר למשקיע לתעדף את האיגרות השונות. בכך מושגת אחידות, שכן קיים מדד אחד המוסכם בעיקרו, אשר הוא נוח ונהיר לאלה המסתמכים על אותו דירוג. אותו מדד נמדד באמצעות אותיות: הדירוג המרבי מיוצג באותיות AAA (טריפל A), והדירוג הנמוך ביותר מיוצג באות D.<sup>10</sup> מלבד מתן הציון לאיגרת החוב, חברות הדירוג גם מפרסמות את חוות הדעת שהכינו על החברה ומפרטות על סמך מה ניתן הדירוג ומהן ציפיותיהן מהחברה המדורגת, בהתייחסן 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 שבה היא פועלת. על עניין זה ארחיב בהמשך כאשר אציג את האסדרה החלה בישראל על חברות דירוג אשראי.<sup>11</sup>

אשר להשפעת הדירוגים על איגרות החוב בפרט ועל השוק בכלל נטען בכמה מחקרים אמפיריים שונים כי השוק מכיל מידע זה, מגיב לו ומתמחר את כדאיות האיגרות לפי הנתונים שעולים מאותם הדוחות.<sup>12</sup> כך, במחקר ישראלי שאסף נתונים על יותר מ-90

9 ראו יורם גביוון "חג הקורונה": רשתות השיווק נהנו מהמשבר – האינטרנט פגע ברווחיות של רמי לוי" **TheMarker** (2.6.2020); <https://bit.ly/2YPf00y>; דרור גלברמן "מרווחי הקורונה" **mako** (22.5.2020); <https://bit.ly/3Eu1ICm>. כן ראו אביב לוי "חסינות ממפולת: ההתנפלות על סניפי רשתות המזון עושה טוב גם למניותיהן" **גלובס** (17.3.2020); <https://bit.ly/397jEUC>.

10 אציין כי שיטת הדירוג של כל חברה הוא שונה מעט כאשר משתמשים בדרגות אחרות, אך בראייה כללית ההבדלים מינוריים יחסית, ואין המאמר נדרש לדקויות אלו. להרחבה על שיטות הדירוג השונות, ראו Uwe Blaurock, *Control and Responsibility of Credit Rating Agencies*, 11 ELEC. J. COMPAR. L. 1 (2007).

11 ראו להלן בפרק א.3 למאמר זה.

12 להרחבה על מחקרים אמפיריים המעידים כי קיימת קורלציה בין הדירוג אשר ניתן לאיגרות החוב לבין שיעור הריבית אשר נדרשת בגיבן בסחר, ראו למשל Amy K. Rhodes, *The Role of the SEC in the*

חברות שהנפיקו איגרות חוב ישראליות וביקש לבחון את האפקטיביות של כללי הממשל התאגידי,<sup>13</sup> 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 סביר פחות שהסיכון יתממש או כי זה קטן יותר, ולכן הסבירות שהחברה תחזיר את חובה גבוהה יותר. כך החברות יכולות לגייס כספים רבים יותר מהציבור, בעלות מופחתת.<sup>14</sup> לדירוג השפעות נוספות: במרבית האיגרות, אם דירוג יורד מתחת לשעור מסוים, יחויבו החברות המנפיקות בתשלומים שונים כגון פיצויים מוגדלים לרוכשים, הגדלת הריביות הקבועות, קנסות ועוד.<sup>15</sup> כמו כן גם הסחירות בהן יורדת: ייתכן שמשקיעים עצמאים יירתעו מרכישת מוצר שסיכנו גבוה, וגם משקיעים מוסדיים לרוב יימנעו מרכישת איגרות שסיכוי פירעון נמוך.<sup>16</sup> מכל אלו ניכר כי לחברות הדירוג ולהחלטותיהן השפעה על תמחור איגרות החוב ועל האופן שבו השוק סוחר בהן.

## 2. ההיסטוריה של חברות הדירוג ומעורבותן בשוק ההון

דירוג האשראי הראשון שנערך בהיסטוריה בוצע בחברת Moody's האמריקאית לאיגרות חוב שהנפיקה חברת American Rail-Road בשנת 1909.<sup>17</sup> כיום Moody's היא אחת משלושת חברות הדירוג החשובות בעולם.

בתחילת דרכן היו חברות הדירוג מוכרות את דירוגן ישירות למשקיע הפוטנציאלי, והוא גם שהיה נושא בתשלום. מצב זה יצר שני קשיים עיקריים: הראשון, "בעיית הטרימפיסט", מכיוון שלא ניתן למנוע שימוש ממי שאינו משלם בעבור אותו השירות. למשל, אדם אחד רוכש את הדירוג ומעבירו בין המתעניינים בלי שאלו ישלמו גם הם לחברה המדרגת בגין

*Regulation of the Rating Agencies: Well-Placed Reliance or Free-Market Interference?*, 20 SETON HALL LEGIS. J. 293, 355–360 (1996); John Kiff, Sylwia Nowak & Liliana B. Schumacher, *Are Rating Agencies Powerful? An Investigation Into the Impact and Accuracy of Sovereign Ratings* (IMF, Working Paper No. 12/23, 2012), <https://bit.ly/3952hnE>. Alexander B. Matthies, *Empirical Research on Corporate Credit-Ratings: A Literature Review* (Humboldt Univ. of Berlin, SFB 649 Working Paper No. 2013-003, 2013), <https://bit.ly/3980L41>; וכך עוד רבים אשר עמדו על עניין זה.

13 קרן בר-חיה ורועי כץ "הפעולה שעשויה לשפר את התשואה שלכם" **TheMarker** (18.11.2015) <https://bit.ly/3nAtwis>.

14 אציין כי הטענה לא חפה מקשיים. אומנם הריבית פחותה, שכן הדירוג מזרים מידע נוסף לציבור שיסייע לו להעריך את רמת הסיכון, אך לחברה עלויות נוספות, כגון תשלום לחברות הדירוג, שכר בכירים והוצאות רגולטוריות ועוד.

15 Ass'n for Fin. Professionals (AFP), *Rating Agencies Survey: Accuracy, Timelines and Regulation 20 (2002)*, <https://bit.ly/3tHQ110> (להלן: AFP 2002).

16 Edith Weemaels, *The Regulation of Rating Agencies in Europe*, 2013 DQ 105, 106  
17 AFP 2002, לעיל ה"ש 15, בעמ' 19.

השירות שקיבלו; השני, חוסר הגישה של המשקיע הקטן לשוק ההון בכלל ולאגרות החוב בפרט, כאשר מדובר ברוכש אשר אינו מבין בשוק ההון ואין בידו הכלים לאמוד את מצב החברה המנפיקה או את יכולתה לפרוע את החוב.

במהלך שנות השבעים שינו חברות הדירוג את מדיניותן והחלו לגבות את התשלום מהחברה המנפיקה עצמה.<sup>18</sup> השינוי שבגינו החברות המדורגות הן שמעבירות את האינפורמציה לחברות הדירוג והן הנושאות בתשלום בגין השירות, למעשה פיזר את עלות הדירוג על כלל ציבור המשקיעים ובכך מנע את היווצרות בעיית הטרמפיסט שעלתה לעיל. כמו כן זה גם נראה כפתרון היעיל וההגיוני ביותר, שכן לחברה עצמה יש כלל המידע כדי לספק לחברת הדירוג תמונה מלאה בדבר מצבה הפיננסי ועל יכולתה לפרוע את חובותיה, ובכך ניתן להשיג מהליך זה תוצאה אופטימלית. מלבד זאת, נראה כי מתבקש שהחברה היא שתישא בעלויות, שכן היא שזוכה לקבל מימון מגופים שאינם בנקאיים.

תחילת האסדרה הרלוונטית לחברות דירוג הייתה רק לאחר משבר הבורסה בשנת 1929, המכונה "השפל הגדול". בתחילת שנות העשרים של המאה הקודמת התחיל הציבור האמריקאי להשקיע בשוק ההון, והדבר הוביל לעליית שערים ניכרת כשטרם הייתה חקיקה מתאימה שהגנה על הציבור לשם מניעת הטעויות וניצול פערי מידע.<sup>19</sup> לפיכך 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,<sup>20</sup> כחלק מאותם השינויים אסר המאסדר בארצות הברית על בנקים לרכוש מניות ואגרות חוב של חברות ספקולטיביות, והדבר אומץ גם במדינות אחרות.<sup>21</sup> ההנחיה השפיעה גם על מעמד הדירוג, שכן דה פקטו זה שימש אינדיקציה ליכולת הפיננסית של החברה. בהמשך, ההימנעות מרכישת אגרות חוב בעלות דירוג נמוך הושרשה גם בקרב המשקיעים המוסדיים ומשקיעים מעטים מהציבור,<sup>22</sup> ואלו ייחסו חשיבות רבה יותר להחלטות חברות הדירוג. לפיכך המוניטין הבין-לאומי של חברות הדירוג התעצם, ומעורבותן בהנפקה הייתה כתעודת כשרות לחברות אשר קיבלו דירוג גבוה. לפיכך חברה בעלת דירוג נמוך או שלא נעזרה בדירוג כלל, ספק אם תהיה לה את היכולת לגייס הון מהציבור בלי תשלום פרמיה גבוהה מאוד.

18 ראו Timothy E. Lynch, *Deeply Persistently Conflicted: Credit Rating Agencies in the Current Regulatory Environment*, 59 CASE W. RES. L. REV. 227, 239–240 (2009). ראו גם Weemaels, לעיל ה"ש 16.

19 מאור אבן חן *האיסור הפלילי על שימוש במידע פנים – ניתוח כלכלי התנהגותי* 73, 192 (2008).  
20 David Howden, *Review of 'The Great Crash of 1929: A Reconciliation of Theory and Evidence'* by Ali Kabiri, 7 PROCESOS DE MERCADO 515 (2018).  
21 ALI KABIRI, *THE GREAT CRASH OF 1929: A RECONCILIATION OF THEORY AND EVIDENCE* (2014).

22 Eddy Wymeersch & Marc Kruithof, *Regulation and Liability of Credit Rating Agencies under Belgian Law* 8–9 (Ghent Univ. Fin. L. Inst., Working Paper No. 2006-05, 2006), <https://bit.ly/2YNBCtt>.

22 Claire A. Hill, *Regulating the Rating Agencies*, 82 WASH. U. L. Q. 43 (2004).

בתקופה זו לא הייתה אסדרה שחלה ישירות על חברות הדירוג, ועיקר ההסדרה בעניינן בוצעה באמצעות חוקים שחייבו גופים שעמם עבדו, כגון החברות המדורגות וגופים שהסתמכו על הדירוג, כמו משקיעים מוסדיים, וכן באמצעות דינים כלליים כמו עקרונות המשפט הפרטי, חוק החוזים, דיני הנזיקין ועוד. הבעייתיות הטמונה בחברות הדירוג והצורך באסדרה ישירה שתחייב אותן התגלו בעיתות המשבר שחוה שוק ההון בעשורים האחרונים.

עם המשברים העיקריים אשר זעזעו את שוק ההון העולמי והרלוונטיים לעת האחרונה אפשר למנות את תרמית חברת "אנרון", חברת אנרגייה אמריקאית שנוסדה בשנת 1985. בשנות התשעים היא צמחה במהירות כך ששווייה הוערך בשנת 2000 ב-101 מיליארד דולר, וזו נחשבה לחברה השביעית בגודלה בארצות הברית.<sup>23</sup> ב-8 בנובמבר 2001 דיווחה החברה כי רווחיה הוערכו יתר על המידה – ב-586 מיליון דולר – וכי היה צריך לצרף לדוחותיה החשבונאיים חברה פרטית אשר נמצאת בהחזקתה המלאה, וזו למעשה נשאה בכל הוצאות החברה. כחודש לאחר מכן כבר החלה החברה בהליכי חלול פירעון.<sup>24</sup>

הקשיים בהתנהלות חברות הדירוג ויכולתן להגיב לשינויים מהותיים בשוק הורגשו במידה ניכרת בתקופה זו: ממועד דיווח החברה על השינויים ברווחיה עברו שלושה שבועות עד שדירוגן עודכן, כאשר לאורך כל אותה התקופה דורגה חברת "אנרון" דירוג מושלם – AAA – על ידי שלוש חברות הדירוג הגדולות בארצות הברית ללא כל אזהרה למשקיע אשר הסתמך על דירוג זה.<sup>25</sup> שלושה שבועות לאחר מכן קבע הדירוג החדש כי איגרות אלו אינן ראויות למסחר.<sup>26</sup> כמו כן הועלו טענות גם בדבר טיב הדירוג ואופן ביצועו, וכן נשאלה השאלה המתבקשת: איך ייתכן שחברות הדירוג שהיו אמורות לבדוק את קרבי החברה לא עלו על פגמים כה מהותיים בדוחותיה?<sup>27</sup>

כאשר רשויות המדינה החלו לחקור את תרמית "אנרון" וכיצד זו התאפשרה, נתבקשו חברות הדירוג להגן על דירוגן בסנאט שבארצות הברית ולהסביר את מחדלן. נציגי חברות הדירוג טענו כי האשמה הייתה של חברת "אנרון" ומנהליה בלבד, וכי אלו פעלו בערמומיות בעניין מערכת הבדיקה שלהן כשהם מכירים את הפרמטרים. לדבריהם, המאורע ייזכר כפעילות "מכוונת שנעשתה בזדון להצגת מידע מטעה".<sup>28</sup>

23 LOREN FOX, ENRON THE RISE AND FALL 2 (2003)

24 THEODORE F. STERLING, ENRON SCANDAL 137–138 (2002)

25 JOHN C. COFFEE, JR., GATEKEEPERS: THE PROFESSIONS AND CORPORATE GOVERNANCE 18–19, 34 (2006)

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

27 אציין, כי עוד גופים רבים הואשמו ברשלנות על שלא חשפו את תרמית חברת "אנרון" קודם לכן. בין היתר הופנו האשמות כלפי הרשות לניירות ערך האמריקאית, מערך הבנקים אשר נתן הלוואות לחברה והיה חשוף לתזרימיה, רואי החשבון שעבדו יד ביד עם החברה ולימים התברר כי סייעו במצג השווא, החתמים שסייעו בהנפקות, וכך עוד רבים הפועלים בשוק ההון פעילות שוטפת. להרחבה על ביקורות אלו, ראו John C. Coffee Jr., *Understanding Enron: "It's about the Gatekeepers, Stupid"*, 57 BUS. LAW. 1403 (2002).

28 Timothy J. Sinclair, *Global Monitor: Bond Rating Agencies*, 8 NEW POL. ECON. 147, 156 (2003).



אומנם יש אמת בטענות חברת הדירוג, שכן הגיוני להניח כי המסמכים החשבונאיים שלפניהם תקינים ואינם מקיימים את היסודות לעבירות פליליות, אך השאלה מדוע הדירוג עודכן רק לאחר שלושה שבועות ככזה שאינו ראוי למסחר, עודנה עומדת בעינה. נראה כי בהתחשב בעובדה שזו קריסה של חברה כה גדולה וחשובה לשוק האמריקאי, שאף גרמה למשבר בשוק ההון ולחוסר אמון של הציבור במערכת, היה ראוי כי אלו יגיבו מייד בין בהורדת הדירוג ובין בהוצאת אזהרה בדבר מצבה של החברה והכנסתה ל-CreditWatch.

לאחר מכן, בעת משבר הסאב-פריים בארצות הברית בשנת 2008, ניתנו הלוואות בסיכון גבוה מהמקובל ללווים שאינם מתאימים לקבלת משכנתה בתנאי השוק בשל אי-יציבות כלכלית בעברם או בשל היעדר יכולת להוכיח הכנסה קבועה בהווה.<sup>29</sup> ההלוואות גובו באיגרות חוב בשוק ההון, וכאשר הלווים לא פרעו את ההלוואה בזמן, לא היה אפשר לפרוע את איגרות החוב. הדבר הביא לתגובת שרשרת רחבה כאשר בתי השקעות הפסידו כספים רבים, וגם הציבור שכספיו הושקעו באותן החברות הפסידו את חסכונותיו. בנקים לא קיבלו את כספיהם בחזרה ונאלצו לסגור את דלתותיהם, ואנשים נותרו ללא קורת גג. לצד אלו המדינה התערבה על מנת להחיות את השוק באמצעות הזרמת כספים לשוק, הורדת הריבית ועוד.<sup>30</sup>

אותן איגרות חוב שהיו מגובות במשכנתאות היו מלוות בדירוג ולאורך מרבית חייהן היה הדירוג בציון המרבי, AAA. לפיכך הטענות שהועלו נגד 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 ארצות הברית, נקבע כי "שלוש חברות הדירוג החשובות היו בין הגורמים המרכזיים אשר אפשרו את התרחשות המשבר הפיננסי. [אותן] איגרות החוב אשר היו במרכז המשבר לא היו יכולות להימכר ללא חותמת האישור [של חברות הדירוג]. המשקיעים הסתמכו עליהן ולעיתים בעיוורון".<sup>31</sup> כמו כן גם בקרב הציבור האקדמי והעסקי עלו טענות על כשלים רבים בהתנהלותן של חברות הדירוג. התגלה כי אלו לא בחנו כלל את איגרות החוב לעומקן ומה היו אותן הלוואות אשר ניטלו בניגון, ופעלו בניגוד עניינים כשאלו נתנו לאיגרות דירוג גבוה על מנת שהלקוח לא יעבור לחברת דירוג אחרת.<sup>32</sup>

אומנם מאורעות אלו נראים כמקרים נקודתיים וקיצוניים בהיסטוריה של שוק ההון, שאינם בבחינת דוגמה לשגרת היום-יום וההתנהגות הנהוגה של השחקנים השונים, אך עדיין ניתן לראות כי גם בזמנים קיצוניים פחות ובמאורעות שאינם קשורים ישירות לשוק ההון, כדוגמת מגפת מחלת הקורונה אשר פרצה לחיינו במרץ 2020, יש כדי להעיד על

29 JAIME PEREZ LUQUE, THE SUBPRIME CRISIS: LESSONS FOR BUSINESS STUDENTS 13 (2017) 30 גל שבתאי "משבר הסאב-פריים עשור אחרי: הטעויות והתיקונים" גלובס (29.10.2018) <https://bit.ly/3EIKhDK>

31 U.S. FIN. CRISIS INQ. COMM'N, THE FINANCIAL CRISIS – INQUIRY REPORT xxv (2011), <http://bit.ly/2Fcbxam>

32 T.E., *Free Speech or Knowing Misrepresentation*, ECONOMIST, ראו <https://econ.st/39aL2Ba>; Rupert Neate, *Rating Agencies Suffer 'Conflict of Interest'*, Says Former Moody's Boss, GUARDIAN (Aug. 22, 2011), <https://bit.ly/3EgTVrj>

אי-עמידה על דיוק הדירוג מצד חברות הדירוג והתנהגות אשר מוטלת בספק בנוגע למועד שבו עודכן הדירוג של החברה הנסחרת.

כך, טענות דומות עלו בעניין הדירוג אשר ניתן לחברות גדל"ן אמריקאיות אשר הנפיקו איגרות חוב בישראל, כדוגמת חברת "אול-יר". בראשית ימיה נסחרה איגרת החוב של החברה בתשואה נמוכה המעידה על סיכון נמוך, כאשר דירוגה אשר ניתן ב-23 בינואר 2018 היה A2.<sup>33</sup> עם זאת לאחר תקופה מסוימת עלתה התשואה על איגרת החוב במידה ניכרת, דבר המעיד על עלייה בסיכון פירעון איגרת החוב, והחברה אף הציגה בדוחותיה הרעה ביחסיה הפיננסיים כאשר המינוף של החברה עלה ככל שזו לקחה הלוואות רבות יותר. 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-27.12.2018.<sup>34</sup> כמעט שנה לאחר מועד מתן הדירוג הראשון, כאשר ברקע חלה הידרדרות במצבה של החברה בעקבות גילויים על העברות כספים שגויות לבעל השליטה ויחס מינוף גבוה לאורך תקופה ארוכה העולה על שלושה חודשים.<sup>35</sup> נכון ל-3.1.2021, דירוג איגרת החוב של החברה הוא C.il, הדירוג הנמוך ביותר של חברת "מידרוג",<sup>36</sup> וזו נמצאת בהליכים להסדר חוב כשחובה למחזיקים באיגרות החוב הוא כ-2.35 מיליארד שקלים.<sup>37</sup> 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.<sup>38</sup> דוגמה נוספת, שתלווה אותנו לאורך המאמר, ניתן לראות באיגרות החוב של מכליות הדלק של "קבוצת דלק". בשנת 2008 היה העולם "צמא" לנפט כדי לאפשר צמיחה של המסחר, והמחיר למכלית נפט היה 140 דולר לחבית. זו הייתה תקופה של מחסור חמור אשר הצטמצם עם השנים, וכיום ערכה יציב והיא נסחרת בעלות של כ-30 דולר לחבית.

בעקבות משבר הקורונה צנחה הצריכה של הדלק דרסטית בשל הטלת סגר כמעט מוחלט במדינות רבות ברחבי העולם, כאשר הן הצריכה הפרטית והן השימוש המסחרי הופסקו כמעט לחלוטין. טיסות בין-לאומיות, נסיעה בכלי רכב פרטיים ושימוש מסחרי של מפעלים – כל אלו פסקו למשך שבועות ארוכים.<sup>39</sup> היה מצופה אפוא כי הדירוג של איגרות

33 אול-יר הולדינגס לימיטר "מידרוג קובעת דרוג A2 לאגח ב-ד שהנפיקה החב ו(A2P) להנפקת אגח בעד 690 מ'ש ע.נ" מאיה (23.1.2018) <https://bit.ly/3zcCV1C>.

34 אול-יר הולדינגס לימיטר "מידרוג מורידה את דירוג אגח ב-ה של החברה מ-A<sup>2</sup> ל-A<sup>3</sup>, מותירה את אופק הדירוג יציב" מאיה (27.12.2018) <https://bit.ly/3ludMdQ>.

35 להרחבה על הידרדרות מצבה של החברה, ראו גיל ינאי "כישלון האג"ח האמריקאיות: עד כמה רלוונטיות חברות הדירוג?" גלובס (12.2.2019) <https://bit.ly/3hzOytr>.

36 אול-יר הולדינגס לימיטר "מידרוג מורידה את דירוג המנפיק ואגח ב-רד מ-C.il ל-Baa2.il ודירוג אגח ג רה מ-Caa3.il ל-Baa1.il" מאיה (1.12.2020) <https://bit.ly/3EfKj09>.

37 עומרי כהן "אול-יר מאחרת בתשלומים גם לנושים המובטחים שמחזיקים בשעבוד על נכסיה" גלובס (10.12.2020) <https://bit.ly/3CeVX9K>.

38 אקונומיסט "כל מה שצריך לדעת על הנפט ומדוע הוא מזעזע את הכלכלה העולמית" TheMarker (29.1.2016) <https://bit.ly/3AiBMXK>.

39 ראו "צניחה היסטורית בכמויות השימוש בדלק בשל הקורונה ומגבלות התנועה" משרד האנרגיה <https://bit.ly/3ke4wes> (5.4.2020); ערן אזרן "משרד האנרגיה: צניחה היסטורית בשימוש בדלק בגלל

החוב של חברות הדלק ירד במידה ניכרת, או לכל הפחות הן ייכנסו לרשימת המעקב בשל אותם נתונים. אך זה לא קרה.

אף שלא היה שינוי ניכר בדירוג, כבר ב-12.2.2020, כאשר המגפה הייתה בשיאה בסין וטרם הגיעה לשטחי ישראל, היה אפשר לראות ירידה ניכרת של שער החברה של "קבוצת דלק", כאשר חודש לאחר מכן ב-12.3.2020 היה שיעורו כ-12% בלבד משערה חודש קודם לכן.<sup>40</sup> רק באותו המועד, 12.3.2020, הודיעה חברת הדירוג "מידרוג" שהיא מכניסה את החברה לרשימת המעקב,<sup>41</sup> ורק ב-23.3.2020, עשרה ימים לאחר מכן, הורד דירוג החברה מ-A2.il ל-Ca2.il.<sup>42</sup> תגובתה המאוחרת של חברת הדירוג מעידה על חוסר ערנותה, וככל הנראה משקיעים רבים הסתמכו על חוות דעתן וניזוקו, שכן לא מכרו את איגרותיהם במועד שבו הייתה הפגיעה פחותה.

### 3. האסדרה החלה על חברות דירוג האשראי בישראל והבעיות הקיימות

החקיקה המסדירה את עניינין של חברות דירוג האשראי בישראל היא החוק להסדרת פעילות חברות דירוג האשראי, התשע"ד-2014 (להלן: החוק).<sup>43</sup> טרם חקיקה זו לא היה חוק שהסדיר את האסדרה בחברות הדירוג ישירות, וזו הייתה מוסדרת בעקיפין<sup>44</sup> באמצעות דברי חקיקה אחרים כמו תקנות הפיקוח על שירותים פיננסיים שקבע שהדירוג המכריע הוא הנמוך ביותר הקיים,<sup>45</sup> הסדרה של רישום חברות הדירוג בחזור של הממונה על שוק ההון, ביטוח וחסכון<sup>46</sup> ועוד. ליד חקיקה זו קיימות תקנות להסדרת פעילות חברות דירוג האשראי,<sup>47</sup> הנקבעות בידי שר האוצר המסדיר את פעילותן בפירוט רב יותר וברור יותר. החוק להסדרת פעילות חברות הדירוג מתייחס הן לפן הטכני של הדירוג, כגון פרוצדורות הרישום של חברת הדירוג, דרך פרסום הדירוג והאיגרות שבהן 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).<sup>48</sup>

- 40 הקורונה והגבלות התנועה "TheMarker (5.4.2020) <https://bit.ly/3tHUoOh>. ראו גם יובל בגנו וג'ון בן זקן "כתוצאה ממגבלות התנועה: ירידה של 26% בצריכת דלקים בישראל במהלך מרץ" מעריב <https://bit.ly/3nutY1A> (5.4.2020).
- 41 בתאריך 12.2.2020 היה ערכה של החברה 45,260 אלף ש"ח, ואילו חודש לאחר מכן ב-12.3.2020 היה ערכה של החברה 5,440 אלף ש"ח ("דלק קבוצה – מערכת גרפים" הבורסה לניירות ערך תל-אביב <https://bit.ly/395hSue>).
- 42 קבוצת דלק בע"מ "מעלות הכנסת דירוגי החברה ל-CreditWatch עם השלכות שליליות בשל אי ודאות לגבי מקורות שיעמדו לחברה" מאיה (12.3.2020) <https://bit.ly/2VGgeVQ>.
- 43 קבוצת דלק בע"מ "מידרוג מורידה דירוג", לעיל ה"ש 4.
- 44 חוק להסדרת פעילות חברות דירוג האשראי, התשע"ד-2014 (להלן: חוק להסדרת חברות הדירוג).
- 45 דברי ההסבר להצעת חוק להסדרת פעילות חברות דירוג האשראי, התשע"ג-2013, ה"ח 1086, 1096 (להלן: הצעת החוק להסדרת חברות דירוג).
- 46 ס' 1 (ההגדרות) ו-2 לתקנות הפיקוח על שירותים פיננסיים (קופות גמל) (כללי השקעה החלים על גופים מוסדיים), התשע"ב-2012.
- 47 חזור שוק ההון 2004/1 "כללים לאישור חברה מדרגת" (29.3.2004).
- 48 תקנות הסדרת פעילות חברות דירוג האשראי, התשע"ה-2014.
- 49 הצעת החוק להסדרת חברות דירוג, בעמ' 1097.

לפי החוק, רק חברה רשומה יכולה לתת שירותי דירוג, ולשם כך היא חייבת בתנאי רישום, לרבות דרישות ארגוניות ותפעוליות, מהימנות נושאי משרה בכירה וכשירות מקצועית.<sup>49</sup> אפשר שהרישיון יילקח מהחברה אם בעל השליטה או נושא משרה בכירה בחברה מורשעים בביצוע עבירה, מוגש נגדם כתב אישום או מתקיים הליך משמעתי, ועליהם להודיע על כך לרשות עוד באותו היום.<sup>50</sup> ההנחה היא כי יש באלו כדי לפגוע במהימנות החברה, והדבר מצריך לבחון את המשך דרכה.<sup>51</sup>

בדבר החקיקה פעל המחוקק למניעת ניגודי עניינים בין נושאי משרה בחברה המדרגת לבין נושאי משרה בחברה המדורגת.<sup>52</sup> כך נקבע כי החברה המדרגת חייבת לפעול משיקולים מקצועיים בלבד והיא אינה 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.<sup>53</sup> מגבלות אלו נועדו לנטרל עד כמה שאפשר את ניגוד העניינים המובנה בשיטת הדירוג, שכן מבקש הדירוג, המשלם בגינו וזה שמעוניין כי הדירוג יהיה גבוה ככל האפשר, חד הם.<sup>54</sup>

ניתן לראות כי החשש שתיווצר תלות בין רכישת שירותי הדירוג לבין מתן דירוג גבוה אכן קיים. למשל, בעניין "קבוצת דלק", אשר נדון לעיל,<sup>55</sup> כשלושה שבועות לאחר שחברת הדירוג "מידרוג" הורידה את דירוגה הורדה ניכרת, בחרה הקבוצה לסיים את התקשרותה עם החברה והחלה לקבל שירותים מחברת הדירוג המתחרה – "מעלות".<sup>56</sup>

נוסף על זה, החקיקה קובעת את מעטפת שיטת ההערכה, כגון התנאים הפרוצדורליים לשם ביצועה,<sup>57</sup> אך חברת הדירוג קובעת שיטת הערכה עצמאית שלפיה תפעל. כך, סעיף 15(א)(2) לדבר החקיקה אומנם מציינ כי במסגרת הנהלים שעל חברת הדירוג לפרסם היא צריכה לבחון את הדירוג ולעדכנו "בעקבות סוגי אירועים הנוגעים לתאגיד המדורג או למכשיר הפיננסי שנקבע לגביו הדירוג",<sup>58</sup> מתוך הרציונל שעדכון הדירוג של החברה אכן ישקף את מצבה הנוכחי של החברה המדורגת,<sup>59</sup> 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. נראה כי נוהל זה עולה בקנה אחד עם כלל שיקול הדעת העסקי,<sup>60</sup> אשר

49 פרק ב' לחוק להסדרת חברות הדירוג.

50 שם, בס' 6(א).

51 יש לציין, כי נוהג זה מחייב גם גופים פיננסיים אחרים המפוקחים על ידי הרשות (ראו הצעת החוק להסדרת חברות דירוג, בעמ' 1101–1100).

52 פרק ה' לחוק להסדרת חברות הדירוג.

53 שם, בס' 16(ב)(1), 16(ב)(2), ו-16(ב)(4)(א).

54 הצעת החוק להסדרת חברות דירוג, בעמ' 1106.

55 להרחבה על עניין "קבוצת דלק", ראו לעיל בפרק 2. למאמר זה.

56 קבוצת דלק בע"מ "הודיעה למדרוג על סיום ההתקשרות עימה, אג"ח של החב תמשכנה להיות מדורגות ע"י מעלות" מאיה (16.4.2020). <https://bit.ly/3Cc1Ap0>.

57 פרק ד' לחוק להסדרת חברות הדירוג.

58 שם, בס' 15(א)(2).

59 הצעת החוק להסדרת חברות דירוג, בעמ' 1105.

60 כלל שיקול הדעת העסקי פותח במקור במדינת דלוור (Delaware) בארצות הברית תחת הכינוי BJR (Business Judgement Rule) בפסק הדין בעניין Van Gorkom (ראו Smith v. Van Gorkom, 488).

אומץ בשיטת המשפט הישראלית רשמית בפסק דין **ורדינקוב**.<sup>61</sup> כך, אין המחוקק מכניס עצמו לנעלי הצדדים וקובע עבורם כיצד עליהם לפעול או אם פעולתם הייתה ראויה, שכן המחוקק או השופט אינם הגורם המוסמך לנהל את החברה, אלא תפקידם לבחון אם התקיימו התנאים הפרוצדורליים המספקים תשתית ראויה לקיום החלטה מושכלת. לפיכך על כל חברה לקבוע מה הם אותם סוגי האירועים שבהם היא חייבת בעדכון הדירוג של החברה המדורגת. כך, חברת הדירוג "מעלות" העידה במדריך הדירוג באתרה:

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.<sup>62</sup>

כלומר, אומנם נראה כי קיימת פה מגבלה על החברה המחייבת אותה להגיב לשינויים בשוק, אך הלכה למעשה החברה לא קבעה מה הם אותם סוגי מקרים ולא הבהירה מה הם הקריטריונים אשר יובילו לקביעה כי מדובר באירוע מהותי. כך החברה אפשרה למעשה לעצמה חופש וגמישות בחובה לעדכן את הדירוג.

גם בנוהלי חברת הדירוג "מידרוג" ובקוד האתי שלה נקבע כי אירועים אשר יחייבו את החברה בהגשת דוח מיידי הם בקשה לרישום, החלטת החברה על הפסקת הדירוג, טעות במידע המופיע בדירוג וטעות ביישום שיטת הערכה, ולעניינו:

שינוי מהותי הנודע 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.<sup>63</sup>

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

נראה כי היעדר קריטריונים קשיחים וברורים בחוק או בתקנות הוא בעייתי, שכן בהיעדר כללים מנחים, אחידים וברורים לחברות הדירוג נוצר פתח רחב שיכול להיות מנוצל לרעה, אם בדחיית מועד עדכון הדירוג, ואם בהצגת דירוג שאינו עדכני, אשר מציג תמונה לא נכונה של מצב החברה באותו המועד. כמו כן אפילו בהיעדר חוסר תום לב, גם שוני בדרך ביצוע

(A.2d 858 (Del. 1985) שלפיו, אם חברי הדירקטוריון מקבלים החלטה בתום לב, ללא ניגוד עניינים ובאופן מיועד, אזי מדובר בהחלטה שהתקבלה בשיקול דעת עסקי סביר, ובית משפט ייטה שלא להתערב בתוכן ההחלטה. לפיכך, נראה כי הכלל מדגיש את קיום הצד הפרוצדורלי של קבלת ההחלטה, כגון עיון מקדים בחומרי ההכנה, משך זמן הצגת הנושא לפני הדירקטוריון וקיום הישיבה בעניין, נוכחות חברי הדירקטוריון ועוד.

61 ע"א 7735/14 **ורדינקוב נ' אלוכיץ**, פס' 74 לפסק דינו של השופט עמית (נבו 28.12.2016).

62 "המדריך לדירוג אשראי" **Maalot** <https://bit.ly/3nwyr3O>.

63 מידרוג **נוהלי מידרוג והקוד האתי** 70–71 (יוני 2020) <https://bit.ly/3nBlh5p>.

הדירוג בין החברות יכול לפגוע בקהל המשקיעים, שכן הסתמכות על פרמטרים שונים תציג תמונה לא אחידה בפער מהותי בין חברות בעלות מצב עובדתי דומה.

בדבר עדכון הדירוג של חברה החקיקה קובעת כי חברות הדירוג חייבות לעדכן את דירוגן לפחות אחת לשנה,<sup>64</sup> ועליהן לפרסם נוהל העוסק בעדכון הדירוג בעקבות אירועים הנוגעים לתאגיד המדורג.<sup>65</sup> כלומר, אומנם מוטלת חובה על חברות הדירוג לעדכן את הדירוג שקבעו, אך אין קביעה מפורשת באשר למה הם אותם אירועים שבהם על חברת הדירוג לפעול, כאשר ספק אם די בעדכון על בסיס שנתי. למרות היעדר ההגבלה בחקיקה הראשית החוק מסמיך את הרשות לקבוע מועדים שבהם חברת הדירוג חייבת בעדכון.<sup>66</sup> אך על אף ההסמכה בחוק טרם נקבעו הנחיות בעניין.<sup>67</sup>

מבחינת אחריות החברה המדרגת יש שני אפיקים עיקריים המנויים בחוק: אכיפה מנהלית<sup>68</sup> ואכיפה אזרחית.<sup>69</sup> את האכיפה המנהלית מבצעת הרשות לניירות ערך הממונה על חברות הדירוג.<sup>70</sup> מסמכויותיה להטיל על חברת הדירוג עיצום כספי בגין הפרת הוראות החוק, כאשר תקופת ההתיישנות בעניינים אלו היא שלוש שנים.<sup>71</sup> כמו כן ועדת האכיפה המנהלית ברשות יכולה להתחיל בהליכי אכיפה מנהלית כאשר מופרת הוראה מההוראות המפורטות בתוספת השלישית, ובהן ביצוע דירוג בלא רישום מוסדר, התחזות לחברת דירוג, אי-עמידה בכללי הגילוי הנאות שהחוק דורש, הכללת פרט מטעה בדירוג או בדיווח ועוד.<sup>72</sup> אין בתוספת התייחסות לאי-עדכון הדירוג או להיעדר התאמתו למצבה הנוכחי של החברה. במסלול האכיפה האזרחית החוק קובע כי חברת דירוג חייבת בנזיקין רק אם הייתה רשלנות חמורה בהליך הדירוג או בקביעת הדירוג.<sup>73</sup> אם חברת הדירוג שגתה שגיאה סבירה או אם הייתה תמת לב, היא לא תהיה חייבת בגין הנזקים אשר אירעו בעקבות דירוגה או התנהגותה. נוסף על זה, בשונה מתקופת ההתיישנות הרגילה, שהיא בת שבע שנים,<sup>74</sup> תקופת ההתיישנות של תביעות אזרחיות נגד חברת דירוג מוגבלות לתקופה של ארבע שנים בלבד.<sup>75</sup>

64 ס' 15(א)(1) לחוק להסדרת חברות הדירוג.

65 שם, בס' 15(א)(2).

66 שם, בס' 11(ג).

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

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

69 שם, בפרק ט'.

70 שם, בס' 21.

71 שם, בס' 25(א).

72 שם, בס' 39 ובתוספת השלישית.

73 שם, בס' 44(א).

74 ס' 15(1) לחוק ההתיישנות, התשי"ח-1958.

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

בשנים האחרונות ניסו לבצע אכיפה אזורית באמצעות הגשת תובענות ייצוגיות כדי להטיל אחריות על חברות דירוג בגין מתן דירוג שאינו משקף נכונה את יכולת הפירעון של החברה, אך אלו ברוב המקרים לא אושרו בבית המשפט או לא הסתיימו בהסכמי פשרה.<sup>76</sup> לדוגמה, התביעה הראשונה נגד חברות דירוג שעסקה ברשלנותן הייתה בעניין **דויטש** לאחר משבר הסאב-פריים.<sup>77</sup> שם עסקו באיגרות חוב מובנות שגובו על ידי בנק ליהמן ברדרס, וניתן להן דירוג AAA. כאשר בנק ליהמן ברדרס קרס, צנח שווי איגרות החוב עוד באותו היום ב-44%, ורק אז שונה דירוג איגרות החוב ל-D, משמע הדבר הוא כשל בפירעון הקרן. התובעים טענו כי היו סימנים מוקדמים אשר הצדיקו הורדה של הדירוג, וכי היה אפשר למנוע נזקים אלו. עוד טענו שחברת הדירוג לא הציגה את העלייה בסיכונים בעקבות אותם המאורעות. לבסוף הגיעו הצדדים להסכם פשרה שאושר בבית המשפט לאחר שזה הפחית את שכר הטרחה של עורכי הדין ואת התגמול שניתן לצדדים.<sup>78</sup> נראה כי הסיבה העיקרית למיעוט האכיפה האזורית היא חוסר מענה בדבר החקיקה, אשר דה פקטו אינו מקנה לניזוקים אפיק שבו יכולים לתבוע סעד בגין פגיעות שהן תוצר של דירוג שאינו משקף את הסיכון האקטואלי על מצב החברה, מכיוון שחברות הדירוג חבות באחריות רק אם אלו פעלו ברשלנות חמורה, כאשר אין בחוק שום התייחסות לפרמטרים המחייבים את החברות בעדכון הדירוג. הדבר בסמכות הרשות אך טרם הוסדר על ידיה. ניכר כי עניינים רבים וחשובים מוסדרים בחקיקה, אך קשה לומר כי החקיקה מצליחה לכלול את כל הקשיים הקיימים ואת כל מגבלותיהן של חברות הדירוג, כפי שהם הוצגו בחלק הקודם.<sup>79</sup> כך, נראה כי הדרך להתמודד עם קושי זה היא חקיקה מפורשת, אם בחקיקה ראשית ואם 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 כשחלים שינויים מהותיים. כך, אלו יאפשרו לתובעים לפנות ישירות לבית המשפט ולקבל תרופה בגין הנזקים שנגרמו להם בעקבות אותו מצג לא עדכני. על בעיות אלו ועל הדרכים להתמודד איתן ארחיב בהמשך הרשימה.

## ב. הדין המוצע

לאור האמור לעיל נראה כי המחוקק מתקשה להטיל אסדרה 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

76 בין היתר, הוגשה בקשה לתובענה ייצוגית שבה נטען כי "מידרוג" לא סיפקה גילוי למצבה הפיננסי הקשה של החברה ערב הגיוס, ראו ת"צ (כלכלית ת"א) 11403-05-16 **מונרוב נ' מידרוג בע"מ** (נבו 11.4.2019). לתובענה ייצוגית נוספת שבה טענו המבקשים כי חברת הדירוג התעלמה מהבטוחות שהועמדו לטובת הפירעון, ראו ת"צ (כלכלית ת"א) 31720-11-14 **לביא נ' מידרוג בע"מ** (נבו 15.5.2016).

77 נעם שרביט "לראשונה: בקשה לתביעה ייצוגית נגד S&P מעלות בטענה לרשלנות בדירוג אג"ח" **גלובס** <https://bit.ly/3E1WGYk> (5.4.2009).

78 ת"צ (מחוזי ת"א) 1383/09 **דויטש נ' סטנדרד פורס מעלות בע"מ** (נבו 16.5.2016).

79 ראו לעיל בפרק א.2 למאמר זה.

פעולת החברות בזמן אמת, ואי-קביעת כללי התנהגות המחייבים את החברות לפעול במועדים מסוימים.

ייתכן אפוא שהאסדרה המתאימה תהיה השתתפות אחריות כבדה יותר על חברות הדירוג באמצעות קביעת מועדים ברורים שיחייבו אותן לערוך דירוג חדש. בין היתר ייקבעו לוחות זמנים המבחינים בין שגרה לבין חירום, הן ענפיים כדוגמת פיצוץ בועת הנדל"ן והן רוחביים כדוגמת הקורונה. גם חיוב חברות הדירוג להתייחס למאורעות לא שגורתיים בחיי החברה לאלתר, כגון שינוי ניכר בנכסי החברה, שינויי חקיקה או הצטרפות מתחרה לשוק שבו היא פועלת, וכן הלאה.

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

כפי שהוצג לעיל,<sup>80</sup> אף שהחוק מסמיך את הרשות במפורש להתקין תקנות המחייבות את חברות הדירוג לעדכן את דירוג איגרות החוב במועדים מסוימים, אלה טרם נקבעו בתקנות. לבד מעדכון שנתי אין דין המחייב את חברות הדירוג לפעול כשהדבר נתון לשיקול דעתן בלבד. הצעתי היא לקבוע מנגנונים קשיחים המבוססים על מקרים ברורים, כאשר בהתקיימם יהיו חברות הדירוג מחויבות בביצוע דירוג מחדש בתוך זמן קצוב, לצד חובה כללית שתחייב את חברות הדירוג להפעיל שיקול דעת בהיווצר מצבים שונים שאינם קבועים בפרמטרים, אך הם כן אירועים חריגים בחברות המדורגות אשר 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 המידי שבו חייבות חברות מדווחות; (2) שינוי ניכר בשווי שבו החברה נסחרת בבורסה; (3) שינויים מהותיים בשוק שבו החברה פועלת.

לפי דעתי, המקור העיקרי אשר יש להשתמש בו על מנת שתהיה אינדיקציה לחברות הדירוג על שינויים מהותיים בשוק, ולפיו לחייב אותן לבחון את מצבה של החברה ואף להתאים את הדירוג, הוא **מנגנון הדיווח המידי**, הקבוע בתקנות ניירות ערך.<sup>81</sup> ההצדקה לשימוש במנגנון זה נעוצה בהיגיון הבסיסי הטמון בו, ומטרתו היא להביא לגילוי מרבי על מנת ליצור שוק יעיל אשר מחיר הפריטים שנסחרים בו מגיב מייד לשינויים ומושפע מהם, והפרטים הפעילים בו חשופים למידע מלא ועדכני.<sup>82</sup> הבהרת אותם השינויים אגב פרסומם ברבים הלכה למעשה מספקת לקהל המשקיעים בסיס מידע נאות המאפשר להם לקבל החלטות רציונליות, והם אף יכולים להעיד על יכולת החברה לפרוע את חובותיה.<sup>83</sup> דוגמה מובהקת לכך ניתן לראות בעת האחרונה כאשר חברת בזק הודיעה כי היא מכירה בהפסדים נוספים בסכום של יותר מ-150 מיליון שקל מאז שנת 2017, ולפי זה היא מתקנת

80 להרחבה על עניין קבוצת דלק, ראו לעיל בפרק 3.א. למאמר זה.

81 תקנות ניירות ערך (דוחות תקופתיים ומידיים), התש"ל-1970.

82 ראו יוסף גרוס **דירקטורים ונושאי משרה בעידן הממשל התאגידי** 400 (מהדורה חמישית 2018) (להלן: גרוס **דירקטורים**).

83 ע"א 5320/90 א. צ. ברנוביץ נכסים והשכרה בע"מ נ' רשות ניירות ערך, פ"ד מו(2) 818, 830-831 (1992).



את דוחותיה בעבר.<sup>84</sup> הפסדים ניכרים אלו וההכרה בהם ככל הנראה יחייבו את החברה להגיב באמצעים מחמירים, ובהמשך יכולים לפגוע ביכולותיה של בזק לפרוע התחייבויות ישנות. סביר להניח כי בשל דברים אלו משקיעים רבים אשר היו מעוניינים להשקיע בחברה, הן בניירות הערך שלה והן באיגרות החוב, היו נרתעים מהחשש הלגיטימי והסביר כי הפעולות הללו יביאו לפגיעה בשווי המניה וביכולת הפירעון של חובות החברה.

מנגנון הדיווח המידי נועד גם להגביר את אמון הציבור בשוק ההון, כדי שזה יוכל להשקיע את כספו בבטחה כשהוא רוחש אמון מלא לגופים השונים הפועלים במסגרתו,<sup>85</sup> כאשר מתאפשר פיקוח מרבי על פעילות מנהלי החברה ובעלי השליטה בה.<sup>86</sup> נראה כי הצדקות אלו מתקיימות גם בענייננו כאשר מטרת הדירוג היא לספק לקהל המשקיעים תמונה מלאה ועדכנית ככל האפשר בדבר מצב החברה ויכולת האשראי שלה, כדי שזה יוכל לכלכל את צעדיו לפי המצב הקיים ולא על בסיס מידע חלקי או לא ברור.

באירועים המחייבים את החברה בדיווח מידי אשר יכולים להיות רלוונטיים לענייננו יש הגשת בקשה לפשרה בתביעה נגד החברה המדורגת,<sup>87</sup> מיזוג של החברה המדורגת<sup>88</sup> או תוכנית רכישה כדי שהחברה לא תהיה עוד ציבורית,<sup>89</sup> אירוע או עניין החורגים מעסקי התאגיד הרגילים<sup>90</sup> ועוד. לדוגמה, שינוי ניכר במצבת הנכסים של החברה יכול לתת אינדיקציה למחזיקים באיגרות החוב בדבר יכולת הפירעון של החברה ומצבה, כאשר מכירה של נכס בעל חשיבות יכולה להעיד על צורך כלכלי של החברה המדורגת, שייכתן שתזרימה דל ולא יספיק לפעילותה השוטפת.

פרמטר נוסף שלדעתי ראוי שיחייב בדירוג חדש הוא **שווי החברה** בבורסה לפי המידע שמופיע באתר המאיה, או עלייה בתשואה של איגרת החוב שנסחרת מעל לשיעור מסוים, שכן אם חל שינוי מהותי בשווי החברה המדורגת בפרק זמן קצר, יש בכך כדי להעיד על שינוי מהותי בחברה או בסביבתה, שיכול להתבטא בקושי ביכולת הפירעון, או לחלופין בשיפור ניכר. למשל, בעניין "אול-יר", אשר נדון לעיל,<sup>91</sup> העידה התשואה הגבוהה אשר הובטחה בגין איגרת החוב של החברה כי החברה בסכנת חדלות פירעון ולא תוכל לפרוע את התחייבויותיה.

גם בעניין "קבוצת דלק",<sup>92</sup> כאשר שער החברה ירד עד לכדי 12% מהשווי חודש קודם לכן, אותה הירידה לשוק כי יש שינוי גדול ברווחי החברה אשר יכול להביא אותה לכדי

84 אביאור אבו "תיקון דוחותיה של בזק לאחור: הפחתה של 150 מיליון שקל ברווח הנקי מ-2017" **כלכליסט** <https://bit.ly/3Cd6Zft> (21.12.2020).

85 ע"א 1928/93 **רשות ניירות ערך נ' גבור סברינה מפעלי טקסטיל בע"מ**, פ"ד מט(3) 177 (1995). ראו גם יוסף גרוס **דיני ניירות ערך ובורסה** 38 (1973).

86 גרוס **דירקטורים**, לעיל ה"ש 82, בעמ' 400.

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

88 שם, בס' 31א.

89 שם.

90 שם, בס' 36.

91 להרחבה על עניין "אול-יר", ראו לעיל בפרק א.2 למאמר זה.

92 להרחבה על עניין קבוצת דלק, ראו שם.

פעולות שלא הייתה מבצעת בשגרה, כגון מכירת נכסים, דחיית פירעון איגרות חוב, גיוס הון ועוד.

לו היה קיים מנגנון מחייב הקובע כי אם שווי החברה יורד ירידה ניכרת בפרק זמן קצר, הייתה חברת הדירוג מחויבת לבחון מייד את אותה ירידה בשווי, את הסיבות שגרמו לה, ואם צפויה פגיעה נוספת או השלכה על תחומים אחרים, ובעקבות זאת היה הדירוג אשר היה מוצג לציבור מעודכן לפי אותם שינויים והשלכות. כך, ככל שהיה מנגנון מעין זה בזמן עניינה של "קבוצת דלק", כאשר ב-12.2.2020 היה שערה 45,260 אלף ש"ח, ושבוועיים לאחר מכן ב-26.2.2020 היה שערה 37,100 אלף ש"ח. אומנם הירידה אינה קיצונית כפי שהייתה בשיא המשבר, אך היא הייתה ניכרת בהתחשב בכך שדובר בכמעט 20% בתוך שבועיים בלבד. אפילו אם חברת הדירוג סברה שהירידה אינה מחייבת את התוצאה כי "קבוצת דלק" לא תוכל לעמוד בהתחייבויותיה ואין צורך בדירוג חדש, נראה כי עצם התממשות הפרמטר מעיד על שינויים מהותיים, ואף ייתכן כי ראוי להכניס את החברה ל-CreditWatch.<sup>93</sup> נראה אפוא כי הדירוג המאוחר היה יכול להימנע.

אציין כי גם הסתמכות על פרמטר החיצוני לחברת הדירוג שהוא ניטרלי ועצמאי היא יעילה מאוד, שכן חברת הדירוג חשופה לאותם השינויים והמידע סביבם, ולכן יכולה לפעול עצמאית לעדכון הדירוג כשחל שינוי גדול, בלא כל צורך בשיתוף פעולה מצד החברה, ובכך נמנע חשש לניגוד עניינים או לאי-גילוי של החברה המדורגת על אודות אותם עניינים.

פרמטר נוסף שלדעתי ראוי לשלב הוא **שינויים מהותיים בשוק שבו החברה פועלת**. לדוגמה, עם התפרצות הקורונה סגרו מדינות רבות את שערין ומנעו כניסת אנשים שאינם תושבי או אזרחי המדינה כדי למנוע את כניסת המחלה לשטחן.<sup>94</sup> להחלטה כזאת צפויה השפעה, והיא אכן השפיעה בפועל, על גופים שונים העוסקים בתחומים תיירותיים כגון חברות תעופה, מלונות ועוד. לפיכך יש לקבוע כי בעת שינוי ניכר בשוק שבו החברה המדורגת פעילה יחייב הדבר בעדכון הדירוג, שכן הוא משמש אינדיקציה לרווחיה העתידיים ולכן מעיד על יכולת פירעון התחייבויותיה.

אציין כי אין חובה שאותם המאורעות יארעו ישירות בחברות המדורגות עצמן, ושגם שינויים עקיפים בתחומים שונים יכולים להשפיע רבות על מצב החברה. לדוגמה, אם בעקבות שינוי רגולטורי כלשהו תהיה עלייה במחירי הדלק, אזי השינוי הזה ישית עלויות נוספות על חברות המשתמשות בכמויות גדולות של דלק לאורך פעילותן השוטפת, כדוגמת חברות תעופה וחברות תחבורה. השינוי הרגולטורי לא התייחס במפורש לאותן החברות, אך השפעותיו באו לידי ביטוי גם ברווחיות ובעלויות של אותן החברות.

93 CreditWatch הוא שירות שנותנת חברות דירוג המאפשר לעקוב אחר דיווח האשראי של חברה מדורגת, כאשר חברת הדירוג צופה כי יהיה שינוי מהותי בדירוג האשראי שלה בטווח הזמן הקרוב (ראו [www.creditwatch.com](https://www.creditwatch.com) (last visited Sep. 14, 2021)).

94 ראו מערכת ערוץ החופש "זו סגירת השמיים הכי גדולה בהיסטוריה" [mako](https://www.mako.net) (30.1.2020); <https://bit.ly/3AfHOZ4>; מיכל רז-חיימוביץ' "שמיים סגורים: עוד ועוד חברות תעופה מפסיקות לטוס לישראל, גם הטיסות לארה"ב בסכנה" **גלובס** (7.3.2020); <https://bit.ly/3CdJfb1>; הדר קנה וחגי עמית "שמיים סגורים: רוצה לחזור לישראל? שלם 3,000 דולר" **TheMarker** (22.3.2020). <https://bit.ly/3CfZG6G>.

לו היה מנגנון זה קיים קודם לכן, הוא היה יכול להשפיע רבות על מאורעות העבר ולהוביל לכך שבידי המשקיעים בשוק הייתה תמונה מלאה ומדויקת בדבר 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, והיא תסתפק במועדים הקבועים ולא תפעיל שיקול דעת נוסף. אכן, קיים חשש כי אותם מועדים יהיו מעין רשימת תיוג (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 בבחינת רשימה ממצה אלא מחייבת בלבד, כאשר לצידם על החברה להפעיל את שיקול דעתה ולבחון גם אירועים נוספים אשר לדעתה יכולים להשפיע על יכולתה הכלכלית של החברה המדרגת. נוסף על זה, כיום אין שום הגבלה בחוק המחייבת את החברה בביצוע עדכון לדירוג, ולפי אופן הפעלת שיקול הדעת של חברות הדירוג עד כה,<sup>95</sup> נראה כי עדיף מענה חלקי אשר מצליח לענות על קשת רחבה של מקרים מאי-הסדרת התחום כלל.

נוסף על זה, אומנם נראה כי מקרים אלו נמנים בגבולות האירועים המוגדרים במדיניות חברות הדירוג ככאלו המחייבים בעדכון דירוג החברה המדרגת כפי שהצגתי לעיל,<sup>96</sup> אך הלכה למעשה מדיניות זו רחבה מאוד. אין הגדרה ברורה הקובעת מה עולה לכדי אירוע חריג "הנוגע בתאגיד", ולכן אין חברות הדירוג מחויבות בתגובה מיידית ואף בתגובה כלל. בעקבות זאת נוצר לחברות הדירוג פתח המאפשר להן גמישות בבחירתן אם לעדכן את דירוג החברה אם לאו.

כמו כן ראוי כי גם קיומם של מאורעות קונקרטיים יחייב את חברת הדירוג בעדכון הדירוג, בשונה מהמצב כיום שבו יש קווי מדיניות כלליים בלבד המכוונים את חברת הדירוג. בכך תיווצר קרקע יציבה לביצוע עדכון הדירוג אשר תטיל חובה על החברות לפעול בעקבות התרחשות אותם מקרים, ולא רק אירועים לא מוגדרים המאפשרים גמישות רבה והיעדר ודאות לשוק המסתמך על אותו הדירוג.

ביקורת נוספת שיכולה להיות להצעה לרועץ היא כי למעשה מצופה מחברת הדירוג להתחקות על פעולות שנעשו בפומבי ואף מפורסמות באתר המאיה. לכן לא ברור מה יהיה ערכו המוסף בדירוג של ההשלכות של אותם הפרסומים, וספק אם הציבור בכלל יגיב מלבד התגובה של הפרסום שביצעה החברה עצמה. אכן, יש בביקורת זו מן האמת, אך יש לזכור כי נוסף על המשקיעים החזקים הקוראים תדיר באתר המאיה ומבינים את המשמעויות של הדיווחים השונים, שחקנים אשר מכירים את "חוקי הפורמט", עומדים שחקנים פשוטים יותר ללא היכולות להבין את אותו מידע ואת ההשלכות שלו עליהם. כיוון שאחת ממטרות שוק ההון היא להנגיש את השימוש בו לכלל קבוצות האוכלוסייה, נראה כי יש צורך להבהיר את משמעות הדיווחים השונים המפורסמים באתרים השונים באופן שיהיו נהירים לכלל המשקיעים, קל וחומר בשל תכליתה של חברת הדירוג, שהיא לפשט ולהסביר את המצב בשוק ההון.

95 להרחבה על הפעלת שיקול הדעת של חברות הדירוג לאורך ההיסטוריה, ראו לעיל בפרק 3. למאמר זה.

96 להרחבה על מדיניות חברות הדירוג "מעלות" ו"מידרוג", ראו שם.

כמו כן יש להתייחס גם למהות הדיווח ולהשפעתו. ככל הנראה רוב המשקיעים, שהם האנשים הרגילים מן הציבור, לא בהכרח ידעו כיצד אותו שינוי אשר אירע בחברה יכול להשפיע על יכולותיה של החברה לפרוע את התחייבויותיה. לצורך העניין, אם חברת נדל"ן שלא עשויות נכסים ברחבי העולם מוכרת נכס מביץ רבים, הדבר אומנם יהיה חייב בדיווח מידי, אך ככל הנראה לא ישפיע על יכולת הפירעון של החברה ויהיה לא יותר מפעילות רגילה ושגרתית בחייה של אותה החברה. לעומת זאת כאשר מדובר בחברה שיש לה נכסים ספורים וסך הכנסותיה יורדות, וביום בהיר אחד היא מחליטה למכור נכס שהוא נכס חשוב במצבת נכסיה, ישמש הדבר נורה אדומה, שגם אם תדווח, לא בהכרח זו תידלק לעיני המשקיע הפשוט. לצרכים אלו בדיוק נועדו אותן חברות דירוג, להפנות את תשומת לב המשקיעים מהר ככל האפשר ולהבהיר להם שקרו דברים חריגים, גם אם הם ניצבים לנגד עיניהם.

מלבד זאת, יש לעמוד על כמויות המידע הקיימות בשוק ההון ועל ההשלכות של הדבר על המשקיע, אגב התייחסות ליכולתו המוגבלת להכיל את כל המידע ולכלכל את השפעתו. למשל, ב-31.12.2020 היו יותר מ-200 דיווחים מידיים שפורסמו באתר המאיה,<sup>97</sup> וחברת "אול-יר" לבדה פרסמה 11 דיווחים שונים רק באותו היום.<sup>98</sup> לפיכך ספק אם משקיעים סטנדרטיים שאין עיסוקם בשוק ההון יהיו בכלל מסוגלים לעבור על כל המידע המציף את השוק ועל פי זה להעריך ולכמת את השפעתו.

מכשול נוסף העומד בפני ההצעה הוא עד כמה היא חיונית לנוכח הנחיות סעיף 15(א)(2) לחוק שלפיהן חברת הדירוג תעדכן את הדירוג בעקבות סוגי אירועים הנוגעים לתאגיד,<sup>99</sup> כאשר ייתכן שהמצב הרצוי הוא כי חובות ספציפיות מעין אלו ייקבעו על ידי חברת הדירוג, הגוף המקצועי האמון על קביעת הדירוג אשר בקיא בצורכי השוק וביכולות החברות המדרגות.

אומנם נראה הגיוני שברירת המחדל תהיה שהגוף המדרג יהיה אמון על קביעת נסיבות עדכון הדירוג ומועדו, אך כפי שהוצג לעיל, אותו גוף אינו מנותק מניגודי עניינים, וייתכן כי שיקול דעתו יהיה מוטא בעת הצורך, ולא יפעל אפוא לטובת המשקיע או להצגת מצבה העדכני של החברה המדרגת. לכן על מנת לספק למשקיע תמונה מלאה עד כמה שאפשר, נראה שאין מנוס מהתערבות של המאסדר שתחייב את חברת הדירוג במועדים מסוימים. אותו רציונל מונח גם ביסוד חובת הדיווח המיידית. אומנם בעולם אידיאלי היינו רוצים לסמוך על החברה המדווחת כי זו תעדכן את ציבור המשקיעים בהתרחשות אירועים חריגים, אך מכיוון שלא ניתן להניח כי החברה המדווחת תספק מידע מיוזמתה גם על מאורעות שלא בהכרח מיטיבים עימה, היה צריך שהמחוקק יקבע את המועדים האלה בשבילה וייצור חובה חקוקה על החברה לפעול. טענה זו אף מתחזקת בשל ההנחיות הפנימיות שחברות הדירוג קבעו בנוגע לחובתן לעדכן את דירוגן של החברות המדרגות בהינתן אירועים חריגים, כפי שהוצג לעיל.<sup>100</sup> היעדר נכונות מצד חברות הדירוג לחייב את

97 דיווחי חברות מהיום "מאיה" (31.12.2020) <https://bit.ly/3zcaHEq>

98 אול-יר הולדינגס לימיטד "דיווחי החברה" מאיה (31.12.2020) <https://bit.ly/3AfFxNt>

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

100 להרחבה על ההנחיות הפנימיות של חברות הדירוג, ראו לעיל בפרק א.3 למאמר זה.

עצמן להגיב ולפעול כשחלים שינויים בחברות המדורגות אגב השארת מרחב תמרון והימנעות מהגבלתן, מעיד כי האסדרה הקיימת חסרה ויש הצדקה להקשחתה ולהגברתה. דוגמה ליעילות המנגנון המוצע ניתן לראות במקרה "קבוצת דלק" שנדון לעיל אילו פעל בו המנגנון הזה.<sup>101</sup> טרם תקופת הקורונה היה העדכון האחרון שבוצע לדירוגה של "קבוצת דלק" ב-11.7.2019 כאשר המתודולוגיה ששימשה לבחינת איגרת החוב הייתה לפי פעילות החברה – חברת החזקות הממוקדת בתחום האנרגיה – נכון לאותה הבחינה, ניתן לאיגרת החוב דירוג A2.il, וצוין כי אופק הדירוג הוא בבחינה עם השלכות שליליות.<sup>102</sup> יש לציין כי על אף ההערה המילולית דירוג זה אינו נחשב לנמוך במיוחד, ובהשוואה למתנס הדירוגים של החברה, הוא ממוקם במקום השישי מתוך 21 דירוגים בסך הכול.<sup>103</sup> דירוג זה עמד בעינו ולא בוצע בו כל שינוי עד ל-22.3.2020, אז נקבע כי דירוג הקבוצה הוא Ca.il, מקביל לדירוג האחד לפני הנמוך ביותר. לדירוג הוספה ההערה הזאת: "הורדת הדירוג משקפת את הערכת מידרוג לכשל פרעון צפוי ברמת וודאות גבוהה. לאור זאת, דירוג אגרות החוב נקבע בהתאם למתודולוגית הדירוג של מידרוג לדירוג מכשירי חוב ומנפיקים בכשל פירעון ומכשירי חוב פגומים".<sup>104</sup> כלומר, המעמד של איגרת החוב הוא כשל פירעון והוא "מכשיר פגום", והסבירות שהמשקיעים יקבלו את התמורה שהובטחה להם נמוכה ביותר.

הירידה הקיצונית בדירוג הקבוצה בוצעה ללא כל התראה מוקדמת לקהל המשקיעים אשר הסתמכו על דירוגה של חברת הדירוג "מידרוג", וייתכן אפוא כי בחרו שלא למכור את איגרת החוב שהחזיקו ברשותם, או לחלופין – אף לקנות עוד. אציין כי באותה התקופה בין שני הדירוגים, כלומר החל מה-11.7.2019 ועד ל-23.3.2020, פרסמה "קבוצת דלק" במערכת המאיה 168 דיווחים, ומתוכם 33 בוצעו בשבועיים שלפני הדירוג האחרון.<sup>105</sup> ייתכן כי אפילו די בדיווחים תכופים מצד החברה העוסקים במצבה הכלכלי על מנת להדליק אצל חברת הדירוג נורה אדומה. לעומת זאת אילו יושם המנגנון המוצע בפרק זה, שלפיו ירידה בשווי החברה הנסחרת העולה על 20% היה מחייב את החברה המדרגת בעדכון הדירוג, או לכל הפחות בהתייחסות לעדכנותו,<sup>106</sup> אזי חברת הדירוג הייתה חייבת בבחינת מצב "קבוצת דלק" כבר במהלך חודש פברואר, טרם הידרדרותו הנוספת והמהירה של ערך הקבוצה. גם יישום של כלי אחר שהוצע בפרק זה, שינויים מהותיים בשוק בו החברה פועלת, היה יכול להביא לבחינה מוקדמת של "קבוצת דלק" ולעדכון הדירוג בשלב יותר מוקדם.<sup>107</sup> כך, בתחילת חודש מרץ ביטלו חברות תעופה רבות את הטיסות שלהן לישראל ולא צרכו אפוא

101 להרחבה על עניין קבוצת דלק, ראו לעיל בפרק א.2 למאמר זה.

102 מידרוג **קבוצת דלק בע"מ: בחינת דירוג** (יולי 2019) <https://bit.ly/3EiH9bO>.

103 "סולמות והגדרות הדירוג של מידרוג, יולי 2017" **מידרוג** <https://bit.ly/3EiRaWy>.

104 מידרוג **קבוצת דלק בע"מ: מעקב** (מרץ 2020) <https://bit.ly/3hB2Lq3>.

105 קבוצת דלק בע"מ "דיווחי חברות מהיום" **מאיה** (11.7.2019–23.3.2020) <https://bit.ly/3Ek3Wnv>.

106 להרחבה על ההצעה להחיל קריטריון המחייב בעדכון הדירוג בעקבות שינוי בשווי החברה, ראו לעיל בפרק ב למאמר זה.

107 להרחבה על ההצעה להחיל קריטריון המחייב בעדכון הדירוג בהינתן שינויים מהותיים בשוק שבו החברה פועלת, ראו שם.

דלק מהחברה בין הנחיתה לבין ההמראה ליעד הבא.<sup>108</sup> שינויים אלו בתחום התעופה הם בעלי השפעה מהותית על חברות הדלק השונות, ובהכרח יביאו לפגיעה בהיקף פעילותן. בדוחות הדירוג שפרסמה חברת הדירוג נאמר כי אירועי הקורונה, ההאטה בצריכת הדלק, ומכאן בתפוקת הנפט, וכמו כן הירידה במחיר המניה של שותפות "דלק קידוחים – שותפות מוגבלת", הם 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.

פתרון זה אינו שולל למעשה את עצמאות החברה המדרגת, שכן זו תוכל להצהיר כי אין אותו אירוע 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 עדכני ככל האפשר של החברה ומניעת ניגודי עניינים בתוך חברת הדירוג, באמצעות קביעת אמות מידה ניטרליות האדישות להשפעות זרות. ההצעה אף מחזקת את משאלת המחוקק ומגשימה את מטרתן האובייקטיבית של חברות הדירוג באופן המיטבי.

### ג. סיכום

חברות הדירוג הן קומץ קטן של גופים פיננסיים המספקים שירותי דירוג ברחבי העולם. על אף היותן מעטות הן משפיעות על שוק ההון כשהחלטותיהן מכווונות התנהגות של גופים גדולים וחשובים כגון בנקים, משקיעים מוסדיים, החברות המדורגות ועוד. בשל השפעה רבה זו נטען פעמים רבות כי היה בכוחן למנוע משברי עבר בשוק ההון, וייתכן שבהיעדר נוכחותן של חברות הדירוג, אותם המשברים כלל לא היו יכולים להתממש. לכן ראוי שהאסדרה שתחול על אותן חברות ונורמת ההתנהגות אשר תצופה מהן יהיו נוקשות ומאיימות יותר, כדי שהן תבצענה את עבודתן נאמנה ותשקפנה למשקיע תמונת מצב מלאה ככל האפשר בדבר יכולת הפירעון של החברה.

במאמר זה חקרתי את התנהגותן של חברות הדירוג בעיתות משבר ושינויים מהותיים במצב החברות המדורגות ואת האסדרה המתאימה אשר יש להחיל במצבים אלו.

לפי אלה הצעתי היא כי המחוקק יסדיר את חובת העדכון בחקיקה ראשית או בתקנות, וכי ייקבעו פרמטרים קשיחים כדוגמת אימוץ מנגנון הדיווח המיידית שחברות מדווחות יחויבו בו, שינוי ניכר בשווי שבו החברה נסחרת בבורסה ושינויים מהותיים בשוק שבו החברה פועלת. בהתקיים אלו, תקום חובה על חברות הדירוג לעדכן את דירוג החברה המדורגת בתוך פרק זמן מוגדר שיקבע המחוקק.

108 שירות כלכליסט Ynet "בגלל הקורונה: לופטהנזה, סוויס ואוסטריאן איירליינס עוצרות את הטיסות לישראל" כלכליסט (5.3.2020). <https://bit.ly/3AecTFQ>