



רשות ניירות ערך
ISRAEL SECURITIES AUTHORITY
מחלקת תאגידים www.isa.gov.il

הודעת סגל

תמריצים לעידוד "דירוג כפול" על ידי תאגידים מדווחים

ט"ז תמוז תש"פ
08 יולי 2020

רקע

בתקופה האחרונה פוקד את העולם אירוע גלובלי בעל השלכות מאקרו כלכליות משמעותיות שמקורו בהתפשטות נגיף הקורונה במדינות רבות ברחבי העולם וישראל ביניהן ("משבר הקורונה"). משבר זה, ומגבלות התנועה והפעילות שהוטלו בישראל ובמדינות העולם האחרות בניסיון למנוע את התפשטות הנגיף, הציבו בפני המשק אתגרים רבים, ובאו לידי ביטוי בירידה חסרת תקדים בפעילות העסקית, הן מבחינת עוצמתה והן מבחינת המהירות בה התרחשה. בעת האחרונה ננקטות פעולות שונות על ידי ישראל ומדינות העולם במטרה להתמודד עם ההשלכות הכלכליות של משבר הקורונה, לרבות הורדת ריביות, תכניות לרכישה כמותית של אג"ח ממשלתיות, מענקים, הלוואות מסובסדות, הנחות במסים, ועוד. השבועות האחרונים התאפיינו בתנועות חדות במחירי ניירות ערך בשלל בורסות מרכזיות ברחבי העולם ובבורסה לניירות ערך בתל אביב, תוך עלייה בתודעתיות במחירי סחורות ונכסי סיכון שונים. נוסף על אלו, ניתן לחזות בתחילתה של תופעת הורדה של דירוגי אג"ח או הפסקת דירוג, וקיימת סבירות כי היא תימשך בעתיד הקרוב, על רקע ההשלכות הריאליות של המשבר המתפתח.

דירוג תעודות התחייבות על ידי שתי חברות דירוג ("דירוג כפול")

דירוג כפול הינו תופעה רווחת במרבית השווקים המפותחים בעולם. דוחות דירוג של יותר מחברת דירוג אחת מתפרסמים לעתים כתוצאה מדרישה של משקיעים מוסדיים או אחרים ולעתים באופן וולונטרי על ידי המנפיקים עצמם, אשר סבורים כי הדבר ירחיב את בסיס המשקיעים הפוטנציאליים שלהם. מבחינה שביצע סגל הרשות ביחס לצפון אמריקה ומערב אירופה עולה כי במונחי שווי כספי, כ-87% מסך שווי סדרות האג"ח שהונפקו מדורגות לפחות ע"י אחת מ-3 חברות דירוג (מתוך 3 החברות המובילות - S&P, Moody's ו-Fitch), וכ-77% מסך שווי הסדרות כאמור, מדורגות ע"י לפחות שתי חברות דירוג (מתוך 3 החברות המובילות - S&P, Moody's ו-Fitch).

לעומת זאת בישראל לא התפתחה משמעת שוק משמעותית בנושא דירוג כפול והוא מאומץ על ידי מיעוט התאגידים. כך, 46% מהשווי הכספי של סדרות האג"ח שהונפקו לציבור מדורגות בדירוג

כפול - היקף שווי זה מיוחס לסדרות אג"ח שהונפקו על ידי - 15% בלבד מכלל התאגידים המדווחים שהנפיקו אג"ח, כאשר מרביתם שייכים לענף הפיננסי (בנקים וחברות ביטוח).

לדירוג כפול מספר יתרונות:

- דירוג כפול מעניק מידע זמין וחוות דעת נוספת על מצבה הפיננסי של החברה המדורגת ומשפר את יכולת קבלת החלטות ההשקעה ותמחור סיכון האשראי הגלום באגרות החוב.
- דירוג כפול מספק שתי חוות דעת המבוססת על מתודולוגיות שונות ובכך משקף הבדלים מתודולוגיים ואחרים בין דעות שונות. כך למשל, בעוד שחברת מידרוג מדרגת ישירות לפי סולם דירוג מקומי, חברת מעלות מדרגת ראשית לפי סולם דירוג גלובלי, כאשר בשלב השני הדירוג הגלובלי שהתקבל מומר לדירוג מקומי לפי טבלת המרה המפורסמת באתר מעלות.¹
- הורדת דירוג על ידי אחת מבין שתי החברות המדרגות מהווה תמרור אזהרה ומסייעת למשקיע לכלכל את צעדיו. עניין זה מקבל משנה תוקף בתקופת משברים בשוק ההון בכלל ובתקופות של אי ודאות משמעותית בפרט.
- דירוג כפול מקטין את החשש מפני ניגוד העניינים המובנה הגלום בפעילות חברות דירוג בישראל ובעולם ('rating shopping'), בשים לב למאפייני ההתקשרות בין חברה מדרגת לחברה המדרגת. בנוסף, הוא משפר את תהליכי ה- Price Discovery בשווקים הרלבנטיים במיוחד בשוק החוב הישראלי שמאופיין במסחר באופן רציף.²
- הסתמכות משקיעים על דירוג אגרות חוב בישראל משפיעה במידה רבה על עיצוב שטרי נאמנות בקרות אירועי כשל, קביעת אמות מידה פיננסיות ועילות להעמדה לפרעון מיידי המבוססות על שינויים בדירוג אגרות החוב, כך שקביעת מנגנוני הגנה נכונים בשטרי הנאמנות הכוללים התחייבות לשימוש בדירוג כפול עשויה לשפר את מצבם של המשקיעים.
- עידוד תחרות בשוק הדירוג - שווקים שהצליחו לייצר סטנדרט שוק של מספר דירוגים לסדרת אג"ח מייצרים בסיס עסקי עבור פעילות של חברות דירוג נוספות בבואן לבחון את הכדאיות הכלכלית של פעילותן בשוק היעד.

מאידך, לדירוג כפול עלולים להיות גם חסרונות, בעיקר במישור העלויות שמושגות על התאגידים ובמבנה שוק הדירוג הישראלי הנוכחי, המבוסס על פעילות בשוק של שתי חברות דירוג בלבד. כמו כן דירוג כפול עלול לגרום דווקא לתת פעילות מצד חברות הדירוג, שכן בדרך כלל כאשר קיים דירוג כפול, הדירוג יהיה זהה בין שתי חברות הדירוג או שונה בדרגה אחת לכל היותר.

בבחינת מכלול השיקולים שלעיל, רשות ניירות ערך מעודדת את התאגידים, וכן את המשקיעים המוסדיים (ובכללם קרנות הנאמנות שבפיקוח הרשות), להעדיף דירוג כפול לסדרות אגרות חוב באופן שיספר את המידע הזמין ברשות המשקיעים וככלי תומך החלטה לצורך הערכת יכולת ההחזר של התאגידים והסיכון הגלום בהשקעה באגרות החוב.

מטבע הדברים יש גם חשיבות לכך שהדירוג הכפול יובטח למשך כל תקופת החוב, וכי המשקיעים ידאגו לכך בין היתר באמצעות השפעתם על עיצוב מיטבי של שטרי הנאמנות.

¹בהתאם לטבלת ההמרה כאמור, הדירוג הגלובלי (A-) הינו שווה ערך לדירוג המקומי הגבוה ביותר (iIAAA).
² ולא במתכונת של Over The Counter בעסקאות שבין משקיעים מוסדיים כפי שמקובל במרבית השווקים המפותחים בעולם.

לאחרונה פרסמה רשות ניירות ערך מסמכים בנושא אגרות חוב היברידיות ומוצרי איגוח, לגביהם היא הציגה את החשיבות היתרה שיש בדירוג כפול במועד ההנפקה.

על מנת לעודד את השוק להרחיב את השימוש בדירוג כפול, הרשות מציעה מספר תמריצים לתאגידים שיבחרו דירוג כפול על פני דירוג יחיד. התמריצים יאפשרו לתאגידים לפשט ולקצר הליכי גיוס, להפחית עלויות רגולטוריות ולקצר את ה-time to market.

תמריצים שתעניק רשות ניירות ערך לתאגידים שיבחרו לאמץ דירוג כפול

1. הרחבת לוחות הזמנים להגשת תשקיף - תאגידים המדורגים בדירוג כפול יוכלו להגיש בקשה לפרסום תשקיף 45 ימים לפני תום הרבעון, חלף 60 ימים לפני תום הרבעון, כך שתינתן לתאגידים אלו תקופה של 15 ימים נוספים להיערך להגשת התשקיף ביחס לשאר התאגידים.

2. צמצום משך בדיקת תשקיף/דוח הצעת מדף - תשקיפי מדף, תשקיפי הנפקה והצעות מדף של תאגידים המדורגים בדירוג כפול יבדקו בהליך מזורז יותר תוך קביעת קצובי זמן קצרים לבדיקה וטיפול מהיר בסוגיות מקצועיות על ידי סגל הרשות.

3. קיצור מועדי המכרז לציבור - במידה שתאגיד יגיש בקשה לקיצור מועדים להתחלת מכרז לציבור, בשיקולי הקיצור יילקח בחשבון קיומו של דירוג כפול.

לצד התמריצים האמורים יודגש כי דירוג אינו מהווה תחליף לניתוח כלל המידע הניתן על ידי התאגידים המדווחים לשם קבלת החלטות השקעה.

אנשי קשר : רו"ח אילן ציוני ; עו"ד סיון חן ; איתי כהן
טלפון : 02-6556444, פקס : 02-6513160