



רשות ניירות ערך ISRAEL SECURITIES AUTHORITY

מחלקת תאגידים . www.isa.gov.il
רחוב כנפי נשרים 22 . ירושלים 95464
טל : 02-6556444 . פקס : 02-6513160

דוח ממצאים בנושא דירוג כתבי התחייבות עם מנגנון לספיגת הפסדים

יחידת חיתום ודירוג

אפריל 2018

רקע

בתקופה האחרונה בחן סגל הרשות מספר נושאים הקשורים בדירוג כתבי התחייבות נדחים עם מנגנון ספיגת הפסדים¹ (המכונים מכשירי COCO) שהתבצע על ידי אחת מחברות הדירוג הרשומות לפי חוק הדירוג.²

מכשירי ה-COCO שהונפקו אושרו ע"י בנק ישראל ומוכרים על ידו כהון רגולטורי³ של הבנק המנפיק. על פי הוראותיו של בנק ישראל⁴ במכשירים אלה קיים מנגנון ספיגת הפסדים אוטומטי במקרה בו יחס ההון הרלוונטי⁵ של הבנק יירד מתחת לסף שנקבע מראש (5%), וכן מנגנון ספיגת הפסדים על פי סמכות המפקח על הבנקים אשר יכול להורות על המרה או מחיקה, עקב הגיעו של הבנק לנקודת אי-קיימות נוכח הדרדרות חמורה במצבו וחשש ליציבותו.⁶

בהתאם לאמור, ספיגת הפסדים במכשירים אלו תיעשה על ידי המרה כפויה שלהם למניות ביחס המרה שנקבע מראש או מחיקתם.

במסגרת הבחינה שבוצעה בחן סגל הרשות, בין השאר, מסמכים פנימיים, דוחות דירוג פומביים ושיטות הערכה רלוונטיות של חברת הדירוג, שיטות הערכה ודוחות דירוג פומביים רלוונטיים של חברות דירוג זרות וכן מקורות מידע נוספים בתחום בארץ ובעולם.

דוח ממצאים זה מפרט את ממצאי סגל הרשות שעלו בבחינה.

¹ Contingent Convertible Bonds - כתבי התחייבות המונפקים דרך כלל על ידי בנקים אשר ערכם יימחק כולו או חלקו, או שיומרו למניות בהתקיים אחד או שני התנאים הבאים: יחס הון הליבה של הבנק יגיע לרף מסויים (במכשירים שהונפקו בישראל עד עתה רף זה עמד על 5%) או שהרגולטור באותה מדינה יורה על כך בתנאים כמפורט להלן.

² חוק להסדרת פעילות חברות דירוג האשראי, התשע"ד - 2014.

³ בנק ישראל מכיר במכשירים אלה כהון רובד 2.

⁴ הדרישה להוספת מנגנון לספיגת הפסדים במכשירים הנכללים בהון הרגולטורי של בנקים מקורה בסטנדרט הבינלאומי (באזל III) והינה אחד מהלקחים שהופקו בעקבות המשבר הפיננסי העולמי של שנת 2008.

⁵ יחס ההון הרלוונטי מתייחס להון הליבה של הבנק (יחס הון עצמי הון רובד 1).

⁶ האירוע המכונן לאי קיימות בתאגיד בנקאי הוא המוקדם מבין השניים הבאים: (1) הודעת המפקח לתאגיד בנקאי שהמרת מכשיר ההון או מחיקתו הינם הכרחיים, מכיוון שבלעדיהם, לדעת המפקח, יגיע התאגיד הבנקאי לנקודת האי-קיימות; (2) החלטה לבצע הזרמת הון מהמגזר הציבורי, או תמיכה שוות ערך, שבלעדיה יגיע התאגיד הבנקאי לנקודת האי-קיימות, כפי שקבע הפיקוח.

נושא מס' 1 - פירוט חלקי בדוחות הדירוג באשר להנחות היסוד שעליהן התבסס

הדירוג

מעיון בדוחות הדירוג של חברת הדירוג למכשירי COCO שהונפקו על ידי מספר בנקים בישראל, נמצא כי קיים בדוחות אלה פירוט חלקי בלבד באשר להנחות היסוד עליהן התבסס הדירוג ולהסברן.

כך למשל, בעוד שהפרשי השנתות (נוטשים) בין דירוג החוב הבכיר של הבנקים לבין מכשירי ה-COCO שדורגו צוינו בדוחות הדירוג, הרי שלא יוחסו השנתות שהופחתו למאפיני המכשיר קרי, לנחיתות של המכשיר מול החוב הבכיר, למנגנון ספיגת ההפסדים האוטומטי או לסמכות המפקח להורות על ספיגת הפסדים.

בנוסף, לא ניתן גילוי להשפעת מאפיינים מסוימים הקיימים במכשיר על דירוגו. למשל, לא נמצא גילוי להשפעה שהייתה לסמכות המפקח כאמור על הדירוג אם בכלל ולנימוקי חברת הדירוג לכך.

דוחות הדירוג שנבחנו כללו בעניין זה בעיקרם רק הפניה לשיטות ההערכה ששימשו לדירוג המכשירים.

פירוט חלקי זה אינו מקיים את דרישת תקנה 17(א)(2)(א)(1) לתקנות הדירוג⁷ הקובעת כדלקמן: "בדוח הדירוג... יובא פירוט הנוגע... [ל]הנחות היסוד שעליהן [ה]תבסס הדירוג תוך הסבר הנוגע להנחות היסוד האמורות, למשתנים, למגבלות ולחוסר ודאות בשיטות ההערכה שבהן [נעשה שימוש]."

כאמור נכללה בדוח הדירוג הפנייה לשיטות ההערכה ששימשו לדירוג המכשירים. ואולם, ציון שיטת ההערכה בה נעשה שימוש בתהליך הדירוג, הינה דרישה נפרדת ונוספת לדרישות הגילוי המופיעות בתקנה 17 לתקנות.⁸ עמידה בה אינה יכולה להחליף את כל דרישות הגילוי המופיעות בתקנה. פירוט חלקי זה גם נופל מרמת הפירוט שנמצאה על ידי הסגל בדוחות דירוג בעולם באשר למכשירים דומים ואשר דורגו על ידי חברות דירוג זרות.

בהקשר זה יצוין כי שיטת הערכה בדרך כלל, לא מכתיבה תוצאה אפשרית יחידה לדירוג מכשיר, אלא משאירה פעמים רבות שיקול דעת לקובעי הדירוג באשר להנחות יסוד מסויימות שנועדו בין השאר, לגשר בין כלליות המתודולוגיה לבין המקרה הספציפי ולפיכך הנחות אלה יכולות להשתנות מתאגיד לתאגיד, ממכשיר למכשיר או בשל פרמטר אחר. זהו גם המצב במקרה הנדון. לפיכך, אין בהפניה לשיטת הערכה בדוח הדירוג משום מענה לדרישת התקנות לכלול פירוט והסבר אודות הנחות היסוד שעליהן התבסס הדירוג.

לאור האמור לעיל הודיע סגל הרשות לחברת הדירוג כי בכדי לעמוד בדרישת תקנה 17(א)(2)(א)(1) לתקנות עליה לכלול בכל פרסום עתידי של דירוג מכשירי COCO, את הנחות היסוד שעליהן התבסס הדירוג.

⁷ תקנות הסדרת פעילות חברות דירוג האשראי, התשע"ה - 2014.

⁸ תקנה 17 (א)(3)(א) קובעת כי בדוח הדירוג או בדוח נלווה לדוח הדירוג "תצוין שיטת ההערכה שבה נעשה שימוש בעריכת הדירוג."

נושא מס' 2 - העדר פרטים במסמכי התייעוד של חברת הדירוג באשר לנימוקי ועדת

הדירוג לדירוג שניתן ואופן ביסוס קביעותיה

סגל הרשות לא מצא פירוט במסמכיה של חברת הדירוג, לדיונים המפורטים שלדברי חברת הדירוג קיימה ועדת הדירוג באשר להנחות היסוד ששימשו לדירוג המכשיר. בפרט לא נמצא פירוט לדיונים שחברת הדירוג טענה כי קויימו באשר להערכת סמכות המפקח על הבנקים להורות על המרה כפוייה של המכשיר למניות או על מחיקתו, לפי העניין.

לטענת חברת הדירוג במסגרת הליך הדירוג נדונה סמכותו של המפקח להורות על ספיגת הפסדים במכשיר. כפועל יוצא מדיון זה הונח כי לאור איתנותם הפיננסית הגבוהה של הבנקים שהנפיקו את מכשירי ה-COCO שדורגו על ידי החברה ולאור מאפייני המשטר הרגולטורי בישראל, לעמדת חברת הדירוג הסבירות להפעלת סמכות המפקח בבנקים שדורגו הינה זניחה עד לא קיימת, ולפיכך זאת לא קיבלה ביטוי בהפחתת השנתות שבוצעה למכשירים שדורגו.

ואולם, לא נמצא איזכור במסמכים שהועברו לידי סגל הרשות, בין היתר, לטענה זו.

חברת הדירוג טענה תחילה שלגישתה תקנות הדירוג אינן דורשות מחברת דירוג לתעד את דיוני ועדות הדירוג.

סגל הרשות השיב כי לעמדתו הדין מחייב לכלול במסגרת מסמכי התייעוד את השיקולים המרכזיים עליהם התבססו הגורמים בחברה אשר משפיעים על הדירוג ובראשם ועדת הדירוג. חוק הדירוג מסדיר בחקיקה ראשית את פעילות חברות הדירוג. תכליות החוק, כפי שהוצגו בתמצית בדברי ההסבר לחוק, הינן אסדרת פעילותן של חברות הדירוג והכפפתן לפיקוח הרשות, וזאת במטרה להגן על ציבור המשקיעים ולהבטיח שהליך הדירוג והדירוג עצמו יהיו אמינים, איכותיים ובלתי תלויים.

לשם הבטחת תכליות החוק מוסדר מערך הפיקוח על חברת הדירוג בחוק כך שהחברה נתונה לפיקוח של מספר גורמים, פנימיים וחיצוניים. מערך פיקוח זה נועד להבטיח קיומם של הליכים אפקטיביים, לבחינה ובקרה של עבודת הגורמים בחברה המשפיעים על הדירוג שניתן ובראשם ועדת הדירוג.

בראש ובראשונה כפופה חברת הדירוג כאמור לפיקוח מצד גורמים פנימיים. אלה כוללים את דירקטוריון החברה וועדותיו ואת "האחראי למילוי חובות חברת הדירוג" (להלן: "האמ"ח"). תפקידיו של דירקטוריון חברת הדירוג כוללים, בין היתר, פיקוח על ציות החברה להוראות החוק לרבות פיקוח על עצמאותן ואי תלותן של פעולות הדירוג המתקיימות בחברה ועל ניתוקן מכל השפעה כלכלית. תפקידו העיקרי של האמ"ח הוא הבטחת קיום החובות המוטלות על חברות הדירוג מכוח החוק.

בנוסף, כפופות חברות הדירוג לפיקוח הרשות. במסגרת זו, על הרשות להבטיח את ניהולה התקין של חברת הדירוג ואת השמירה על עניינם של ציבור המשקיעים, וכן לפקח על מילוי חובותיה של חברת הדירוג לפי החוק. תפקידה זה של הרשות טומן בחובו באופן אינהרנטי, בחינה - המבוצעת ברובם ככולם של המקרים בדיעבד - על התנהלותה ועבודתה של חברת הדירוג.

יוצא אם כן כי החוק רואה בדירקטוריון, באמ"ח וברשות מפקחים או שומרי סף אשר תפקידם להבטיח את עמידת חברת הדירוג בהוראות החוק ובהן, בין היתר, דרישות כי חברת הדירוג תפעל

לפי שיטות הערכה באופן שיטתי ועקבי בדירוגים בעלי מאפיינים דומים, תהיה עצמאית, תפעל לפי שיקולים מקצועיים בלבד ותמנע מניגודי עניינים.

ברי כי על מנת למלא את התפקידים האמורים, ולפקח באופן אפקטיבי על חברות הדירוג, על סגל הרשות, כמו גם על דירקטוריון החברה ועל האמ"ח, לדעת מהם השיקולים שעמדו בבסיס קביעת דירוג מסוים, כפי שאלה באו לידי ביטוי בהליך הדירוג ובדיוני ועדת הדירוג בפרט. בהעדר מידע רלבנטי זה, לא יהיה בידם למלא את תפקידם על פי דין ויתערער בסיס מבנה הפיקוח כפי שעוגן בחוק.⁹

סגל הרשות הודיע לחברת הדירוג כי עליה לכלול בעתיד במסמכיה הפנימיים את השיקולים המרכזיים עליהם התבססו הגורמים בחברה אשר משפיעים על הדירוג, ובראשם ועדת הדירוג, בעת קביעת הדירוג, וכן את הנימוקים והביסוס באשר לשיקולים אלה. כל זאת, על מנת להבטיח קיום של הליכי בקרה אפקטיביים על דירוג האשראי כנדרש בחוק ובשים לב לתכליותיו.

* * *

⁹ יודגש כי לא נגזר מן האמור צורך לקיים תיעוד מילולי מלא של דיוני ועדת הדירוג.