



רשות ניירות ערך

ISRAEL SECURITIES AUTHORITY

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

י ניסן תשע"ה
30 מרץ 2015

לכבוד
נחמה אורנשטיין, עו"ד
אליעזר קינדרמן, עורכי דין
מגדלי פז, שוהם 5
רמת גן 52521

באמצעות דואר אלקטרוני
ופקס : 03-7534441

ג.נ.,

הנדון: בקשת הנחיה מקדמית - אי תחולת הוראות חוק להסדרת פעילות חברות דירוג האשראי
סימוכין: מכתבכם מיום 02.02.2015

במענה לבקשת הנחיה מקדמית של [REDACTED] (להלן - "הפונה"), בעניין תחולת חוק להסדרת פעילות חברות דירוג האשראי (להלן - "החוק") על שירותי דירוג אותם מעניק מר [REDACTED] באופן אישי (להלן - "המדרג") [REDACTED] [REDACTED] ("קבוצת הפונה"), כפי שזו הובאה במכתבכם שבסימוכין, להלן עמדת סגל רשות ניירות ערך (להלן "סגל הרשות") בהתייחס לעניין שבנדון. העמדה המפורטת במכתב זה משקפת את פרשנות סגל הרשות בקשר עם הוראות החוק. עמדה זו מבוססת על המסכת העובדתית שנפרשה על ידכם במכתב ועליה בלבד, ובהנחה כי זו משקפת את כל הנתונים הרלבנטיים לנדון.

1. רקע

- 1.1. החוק, שפורסם ברשומות ביום 27.3.2014, חל על אדם העוסק בדירוג כהגדרתו בחוק. בין היתר נקבעו דרישות שונות בהן תידרש חברת דירוג לעמוד. כן נקבעו הוראות שונות הנוגעות להבטחת עצמאותן של חברות הדירוג ולהתמודדות עם ניגודי העניינים בפעילותן. החוק אף הקנה לרשות ניירות ערך סמכויות פיקוח ואכיפה על פעילותן של חברות הדירוג. המונח "דירוג" מוגדר בסעיף 1 לחוק כ-"הערכת יכולת הפירעון של תאגיד כישות או הערכת סיכויי הפירעון של מכשיר פיננסי שהונפק, על פי סולם השוואתי שנקבע לעניין יכולת עמידה בהתחייבויות, בהתאם לשיטת הערכה שקבעה חברת הדירוג".
- 1.2. עניינו של סעיף 54 לחוק הוא סייג לתחולה ופטור מהוראות החוק. סעיף קטן (א)(1) קובע כי הוראות החוק לא יחולו על דירוג הנערך לצרכיו הפנימיים של עורך הדירוג ואינו מפורסם לציבור.

1.3. הנחיה מקדמית זו מפורסמת כתגובה לפנייה שהתקבלה ברשות ניירות ערך ביום 2.2.2015 ושעניינה בקשה לקבלת אישור לפיו הוראות החוק לא יחולו לגבי הערכות דירוג שהמדרג מעניק לפונה באופן בלעדי.

1.4. במסגרת הפנייה תוארו מאפייני עיסוקו של המדרג כפי שיפורט להלן :

1.4.1. המדרג מספק לפונה שירותי ניתוח יכולת החזר חוב של תאגידים בהסתמך על מודל אנליטי עצמאי שפותח על ידו לניתוח אגרות חוב קונצרניות (להלן "המודל").

1.4.2. המודל כולל עשר דרגות של אגרות חוב קונצרניות, הנעים בין 1 (הדרגה הנמוכה ביותר) ל-10 (הדירוג הגבוה ביותר).

1.4.3. מיקומן של אגרות החוב בסולם הדירוג נקבע בהתאם להערכת יכולת החזר החובות של התאגידים ביחס לכל אגרת חוב שהונפקה על ידם, בהתאם למדדים חשבונאיים המוצגים בדוחות הכספיים של התאגידים והדיווחים השונים של התאגידים, בתוספת ניתוח איכותי סובייקטיבי של יכולת פירעון החוב המתבצע על ידי המדרג.

1.5. עוד צוין, כי הדירוג אינו מפורסם לציבור וכי המדרג יתחייב בפני הפונה כי השירותים הניתנים על ידו לפונה ולקבוצתה יהיו בלעדיים, דהיינו, הערכת יכולת הפירעון של אגרות החוב שהמדרג ימסור לקבוצת הפונה, תעשה באופן ייחודי על סמך המודל, וקבוצת הפונה תהיה היחידה שתהיה רשאית לעשות שימוש בדירוג.

1.6. עם זאת, המדרג יהיה רשאי להעניק שירותי הערכת יכולת פירעון של אגרות חוב לגוף אחר, ובלבד שיעשה כן בהתבסס על סולם השוואתי אחר.

1.7. לבסוף צוין כי המודל ותוצריו ישמשו את צרכיה הפנימיים של קבוצת הפונה בלבד, והוא לא יועבר על ידה לגורם חיצוני כלשהוא.

2. עמדת סגל הרשות

2.1. ההחלטה הקבועה בסעיף 54(א) לחוק נועדה לאפשר לגופים לערוך דירוגים עצמאיים לצורך ניהול השקעותיהם מבלי שיושטו עליהם עלויות הרגולציה.

2.2. בבחינת תכלית ההחלטה כאמור עולה כי לא קיים הבדל מהותי בין עריכת הדירוג לצורך ניהול ההשקעה על ידי בעל תפקיד בחברה, לבין עריכתו על ידי גורם חיצוני, ככל שהלה אינו עורך דירוגים גם עבור גופים נוספים. בשני המקרים נערך הדירוג לצורך ניהול ההשקעות הפנימי של החברה ואין נפקא מינה לעניין זה אם עורך הדירוג הוא עובד שכיר של החברה או קבלן עצמאי.

2.3. לאור האמור לעיל, בהינתן העובדות שתוארו בפנייתכם, בכפוף לכך שהמדרג מתקשר בשירותי דירוג עם הפונה בלבד, ואף אחד מהצדדים לא יפרסם את הדירוגים, הרשות תראה בדירוגים שיינתנו על ידי המדרג, ככאלה שנעשו על ידי הפונה לצרכיה הפנימיים בלבד. לפיכך, בהתאם להוראות סעיף 54(א) לחוק הדירוג, לא יחולו הוראות החוק על הפעילות האמורה.

3. סגל הרשות אינו מביע עמדתו לגבי סוגיות אחרות העשויות לעלות מהאמור בפנייתכם. בנוסף, מכיוון שעמדה זו מבוססת על העובדות המתוארות במכתבכם, יש להבהיר כי כל שינוי בעובדות, בנסיבות או בתנאים המתוארים בהם, ובפרט אם המדרג יבקש להעניק שירותי הערכת יכולת פירעון של אגרות חוב או מכשיר פיננסי לגוף נוסף מלבד קבוצת הפונה, עשוי לחייב מסקנה אחרת מזו המובאת במכתב תשובה זה.

4. הרינו להודיעכם, כי בהתאם לנוהל טיפול בפניות מקדמיות לרשות ניירות ערך (פורסם באתר האינטרנט של הרשות בחודש יוני 2008), הפנייה המקדמית והתשובה לה עשויים להתפרסם באתר הרשות.

בכבוד רב,

חנוך הגר, עו"ד דוד אדר, רו"ח

מחלקת תאגידים