



חברות דירוג האשראי - ממשבר הסב-פריים ועד לקורונה

עו"ד רמי סופר, ראש מחלקת חברות, מימון ותשתיות

עת משבר היא נקודת מבחן חדה לחברות דירוג האשראי. במהלכה, הן נקלעות לדילמות מורכבות ואף לחשיפות משפטיות. מתי מעט, צפו את התרחיש הקיצוני אליו נקלעה האנושות בחודשים האחרונים. הצפייה מחברות הדירוג לתכלול תרחיש קיצוני שכזה בגורמי הסיכון שנשקלו על-ידן, נראית, על פניה, מוגזמת. אולם, מעת שהחל המשבר מתגלגל מסין ועד לכל פינה מיושבת אחרת בכדור הארץ, מתעוררות שאלות רבות בהקשר זה. האם הדירוגים שהעניקו חברות הדירוג ערב המשבר היו ונתרו נכונים? האם חברות הדירוג הגיבו בזמן לתפוחות שהתחוללו והאם תגובתן הייתה שקולה וסבירה? האם הן השכילו לנתח את האופן בו עשוי האירוע להשפיע על חברות ממגזרים שונים ועל חברות שונות מאותו מגזר פעילות, או על מכשירים פיננסיים שונים?

לשאלות אלו יש השלכות ברורות ביחס למשקיעים - יחידים וגופים מוסדיים - שנסמכים על הדירוגים בקבלת החלטות השקעה, אולם בה בעת גם על החברות המדורגות עצמן, וביתר שאת בעת משבר. בישראל פועלות שתי חברות דירוג המפוקחות על ידי רשות ניירות ערך. חברות הדירוג עוסקות במתן חוות דעת בעניין יכולת העמידה של בעל חוב (המנפיק) בהתחייבויותיו, או ביחס לסיכון חדלות הפירעון הגלום במכשיר הפיננסי עצמו המוצע על ידי המנפיק וכל זאת באופן יחסי למנפיקים או למכשירים פיננסיים מקבילים. בכך, מסייעות חברות הדירוג לגשר על פערי המידע שבין מלווים ללווים לגבי יכולת פירעון החוב של הלווים. להלכה, ואולי גם למעשה, ככל שהדירוג מדויק יותר, אזי יש למלווים ידע טוב יותר ביחס לגורמי הסיכון והדבר אמור להביא להפחתת הריבית הנדרשת מן המלווים. החשיבות של שקלול והפחתת עלויות גיוס החוב הינה מובנית מאליה. שימוש נפוץ נוסף בדירוגיהן של חברות הדירוג נעשה בהסכמי הלוואה ואגרות חוב. הפחתת הדירוג מתחת לרף מוסכם נקבעת במקרים רבים כעילה להעלאת הריבית או להעמדת הלוואה לפירעון מיידי.

בישראל, בעקבות משבר 'הסב-פריים' בשנת 2008, חוקק בשנת 2014 החוק להסדרת פעילות חברות דירוג האשראי¹, שהכפיף את הפיקוח על פעילותן לרשות ניירות ערך. החוק הקנה לחברות הדירוג הגנה בתביעה אזרחית של משקיעים, במידה והן פעלו בתום לב ולא הוכח כי פעלו **ברשלנות חמורה**. החוק קובע חזקה לפיה חברת הדירוג פעלה שלא בתום לב אם הפרה את חובות העדר ניגוד העניינים או עצמאות הדירוג שפורטו בחוק.

החשש מפני ניגוד עניינים הוא אחת הסוגיות המטרידות ביותר בכל הנוגע לתפקודן של חברות הדירוג - שכן, החברות המדורגות הן אלו המשלמות את שכרן של חברות הדירוג. החוק קובע כללים שנועדו למזער את הבעיה, אולם נראה שאין לה פתרון מושלם מאחר והיא מובנית במודל התגמול שלהן.

בארה"ב, בעקבות משבר 'הסב-פריים', נאלצו חברות הדירוג המובילות לשלם במסגרת הסדרי פשרה סכומים של מאות מיליוני דולרים, וזאת כשהטענה המרכזית שהועלתה נגדן הייתה שהן דרגו את המכשירים הפיננסיים שהיו בבסיס המשבר בצורה שלא הציגה נכונה את הסיכון שגלום בהם.

¹ חוק להסדרת פעילות חברות דירוג האשראי, תשע"ד-2014

החוק בישראל הקנה כאמור לחברות הדירוג הגנה בכך שנדרשת, כתנאי לחבותן, הוכחת רשלנות חמורה, אך הוא אינו מבהיר מהו ההבדל בין רשלנות שכזו לרשלנות גרידא. בתי המשפט בישראל שדנו בתביעות כנגד חברות הדירוג (מקרים ספורים בלבד)², קבעו שלחברות דירוג קיימת חובת זהירות כלפי המשקיעים שהסתמכו על חוות-דעתן בהחלטות ההשקעה שלהם. יחד עם זאת, נזהרו בתי המשפט שלא להרחיב חובה זו יתר על המידה וקבעו כי במידה וחברות הדירוג פעלו בתום-לב, תוך מודעות למכלול העובדות ותוך יישום העובדות על-פי כללי המדיניות שלהן עצמן - לא ניתן לקבוע כי הן התרשלו. זאת, גם בהנחה שניתן היה לפעול בדרך אחרת ולבצע דירוג תוך שימוש במתודולוגיה שונה. על בסיס אמות מידה בסיסיות אלו ניתן להעריך כי ככל שיובאו עניינים אלו להכרעה שיפוטית בעתיד, יקבע כי חברת הדירוג התרשלה התרשלנות חמורה אם לא אספה את כל המידע הנדרש לצורך עריכת הדירוג, או עצמה עיניה בפני מידע רלוונטי שהיה בפניה, או ניתחה מידע זה בדרך הסוטה בצורה קיצונית מהאופן שבו הייתה אמורה לנתח מידע שכזה חברת דירוג סבירה.

גם לאחר הוכחה כי חברת הדירוג פעלה תוך רשלנות חמורה, נותרות מספר משוכות העומדות בפני תובעים פוטנציאליים, ובכלל זה הוכחת הקשר הסיבתי שבין הפרת החובה של חברת הדירוג לאירוע הנזק והוכחת שיעורו. מורכבותה של תביעה שכזו הינה אולי הסיבה לכך שבארה"ב, במקרים רבים, תביעות כאלו הוגשו על-ידי גופים מוסדיים, שביקשו בדרך זו להגן על השקעות שירדו לטמיון ואולי גם על המוניטין שלהם. כמו כן, נדונו נושאים אלו במסגרת בקשות לתביעות ייצוגיות במקרים של חדלות פירעון בו המשקיעים תובעים את החברה המנפיקה ומנסים להיפרע גם מרואי החשבון שלה ומחברות הדירוג (או ממבטחיהם).

סוגייה חשובה נוספת שמתעוררת בעת הזו הינה, האם הפחתת הדירוג יכולה להקנות לחברות המדורגות עצמן עילת תביעה כנגד חברות הדירוג. עניין זה הובא לפתחו של בית המשפט המחוזי בשנת 2008 בעיצומו של משבר הסב-פריים, בהליך לצו מניעה הצהרתי זמני בו ביקשה חברה מדורגת לבטל הפחתת דירוג שהוחלה לגביה³. לחברה היו שלל טענות כנגד חברות הדירוג והיא נסמכה על חוות דעת של כלכלן בר-סמכא. החברה טענה כי החלטותיהן של חברות הדירוג להפחתת הדירוג היו בלתי סבירות ונטולות כל הצדקה כלכלית וכי חברות הדירוג הפרו חובות נאמנות ואמון כלפיה וכן הפרו התחייבויות לבדוק את נתוניה העדכניים, טרם הפחתת הדירוג. בית המשפט פטר עצמו מלהכריע לגופן בטענות אלו והסתפק בהנמקה הלקונית, לפיה עמדת החברה והמומחה מטעמה "אינה קובעת" וכי זהו עניין שנמסר לשיקול דעתה המקצועי של חברת הדירוג.

ספק אם בית משפט שיידרש לסוגייה זו בעתיד יסתפק בהנמקה מעין זו. מכאן, שגם בסוגייה זו של אחריות חברת הדירוג כלפי חברות המדורגות עצמן ולא רק כלפי המשקיעים, טרם נאמרה המילה האחרונה ונראה כי בעקבות המשבר הנוכחי שאלות אלו עשויות לעמוד שוב במבחן.

הסקירה לעיל הינה בבחינת תמצית. המידע הכלול בה נמסר למטרות אינפורמטיביות בלבד ואין במידע כדי להוות ייעוץ משפטי. לקבלת פרטים נוספים, אנא פנו לעו"ד רמי סופר, שותף וראש מחלקת חברות, מימון ותשתיות, בדוא"ל: rami.sofer@goldfarb.com /או בטלפון: 03-6089369.

² ת"צ 31720-11-14 לביא נ' מידרוג בע"מ

³ בש"א (ת"א) 23686/08 TMI Limited נ' "מעלות" החברה הישראלית לדירוג ניירות ערך בע"מ