

על אחריותן המשפטית של סוכנויות דירוג אג"ח

מאת
יונתן צל*

תקציר

תכליתן של סוכנויות דירוג אג"ח היא גישור על פערי המידע הקיימים בין גוף המנפיק אג"ח לבין רוכש האג"ח בכל הנוגע בסיכון האשראי המאפיין את המנפיק ואת הנפקותיו. את התכלית הזו סוכנויות דירוג האג"ח מבקשות להשיג על-ידי הערכה אובייקטיבית ומדויקת ככל האפשר של סיכון האשראי האמור. השירותים שסוכנויות הדירוג מספקות מכוונים להקטין את העלויות הכרוכות בעסקה של רכישת אג"ח ולהגביר את יעילותו של שוק החוב. פרשיות אשראי עגומות שאירעו בשני עשורים האחרונים עוררו ביקורות שלפיהן סוכנויות הדירוג כשלו בתפקידן. בפרט הצביעו המבקרים על מערך התמריצים המעוות לכאורה המכווין את פעולתן של סוכנויות הדירוג כעל אחד הגורמים העיקריים לכשלים שהתגלו בתעשיית דירוג האג"ח. בעקבות ביקורות אלה החלו להישמע קריאות להגברת הרגולציה הממשלתית על פעילותן של סוכנויות הדירוג.

מאמר זה מבקש להציע ערוץ אפשרי ומשלים לפיקוח על סוכנויות הדירוג, הוא "ערוץ האחריות המשפטית". לפי העמדה המוצגת במאמר, ייתכן שיהיה אפשר לתמרץ את סוכנויות דירוג האג"ח להפיק דירוגי אג"ח מדויקים ואובייקטיביים באמצעות חשיפתן לאפשרות של נשיאה באחריות משפטית אזרחית מקום שנגרמו למשקיע באג"ח נזקים עקב הסתמכותו על דירוג אג"ח כושל.

לצורך תמיכה בעמדה זו נבחנת סוגיית אחריותן המשפטית האזרחית של סוכנויות דירוג האג"ח על רקע שיקולים קלסיים שהוצעו על-ידי אסכולת הניתוח הכלכלי של המשפט, ביניהם שיקולים של פיזור הנזק, מניעת הנזק הזולה, והחשש מפני דירוג מגננתי ודירוג בְּיִרְנִי (סלקטיבי). כן נידונה בפירוט הטענה בדבר ניגוד העניינים המובנה בהתנהלותן של סוכנויות הדירוג, ומפורטות התשובות שניתנו לטענה זו בספרות. השימוש בכלים כלכליים אלה לצורך ניתוח סוגיית אחריותן המשפטית של סוכנויות דירוג האג"ח מוביל, כך נטען, למסקנה כי חשיפתן של סוכנויות דירוג האג"ח לאפשרות של נשיאה

* בעל תואר ראשון במשפטים ובכלכלה, אוניברסיטת תל-אביב. על הערות ושיחות מועילות ועל תמיכתם בכתובת המאמר אני מבקש להודות לדפנה ברק-ארז, לעלמה דוידזון, לשרון חנס, לרון חריס, לאיתי פיגנבאום, לרוני שוקן ולמשתתפים במפגש "הסמינר", שנערך בפקולטה למשפטים באוניברסיטת תל-אביב. תודה גם לחברי מערכת עיוני משפט לינוי ספקטור, עמיר פינטוב וגיא קינן על הערותיהם המועילות, ותודה מיוחדת לעורכת חן זילברמן, אשר ליוותה מאמר זה החל בצעדיו הראשונים. העמדות המובעות במאמר הינן שלי בלבד, וכך גם כל שגיאה שנפלה בתוכנו.

באחריות משפטית עשויה להכווין את אופן פועלן אל עבר התנהלות שתגביר את יעילותו של שוק החוב.

שיקולים חוקתיים מתחום ההגנה על חופש הביטוי, אשר בעבר נעשה בהם שימוש לצורך הענקת חסינות מסוימת לסוכנויות הדירוג מפני אפשרות של נשיאה באחריות משפטית, נבחנים אף הם במסגרת המאמר, לאור דיני המשפט החוקתי הנוהגים במשפט הישראלי. בחינה זו מראה כי על רקע הדינים החלים במשפט הישראלי בעניין ההגנה על חופש הביטוי, לא יהיה ככל הנראה בשיקולים חוקתיים אלה כדי למנוע את חשיפתן של סוכנויות דירוג האג"ח לאפשרות של נשיאה באחריות משפטית.

לאחר הנחת המסד התיאורטי הדרוש לצורך תמיכה בהפעלת "ערוץ האחריות המשפטית", לשם הכוונת אופן פועלן של סוכנויות דירוג האג"ח, המאמר עובר לדון בעילה אפשרית אחת לתקיפתן של סוכנויות הדירוג בבית המשפט, היא העילה הנזיקית של מצג-שווא רשלני. בחינתה של עילה זו נעשית אף היא על רקע דיני הנזיקין הנוהגים במשפט הישראלי. המסקנה העולה מבחינה זו היא כי עילת מצג-השווא הרשלני עשויה להוות כלי מעשי בידי משקיע המבקש לתבוע את סעדו מאת סוכנויות הדירוג בבית המשפט.

א. מבוא

ב. דירוג אג"ח – רקע כללי

1. מהן סוכנויות דירוג אשראי ומהי תרומתן לשוק החוב?

2. מימון עלויות הדירוג

3. שימוש בדירוג אג"ח במסגרת רגולציה ממשלתית

ג. דירוגי אג"ח כושלים והקריאה לפיקוח על תעשיית דירוג האג"ח

1. פרשת אנרון (Enron)

2. פרשת הסב־פריים

3. הקריאה להגברת הפיקוח על תעשיית דירוג האג"ח

4. אחריות משפטית או רגולציה?

ד. המצב המשפטי הנוהג בעניין אחריות המשפטית האזרחית של סוכנויות

דירוג אג"ח

1. הפסיקה בארצות־הברית

2. הפסיקה בישראל

ה. שיקולים מתחום הניתוח הכלכלי של המשפט

1. ניגוד עניינים

2. מניעת הנזק הזולה

3. פיזור נזק

4. החשש מפני הרתעת־יתר: תופעת הדירוג המגוננת

5. החשש מפני הרתעת־יתר: תופעת הדירוג הברירני (הסלקטיבי)

1. הצעה ליישום בדין הישראלי
1. שיקולים חוקתיים
2. שיקולים מתחום דיני הנזיקין
- ז. מסקנות וסיכום

א. מבוא

סוכנויות דירוג אשראי (או סוכנויות דירוג אג"ח) הן חברות העוסקות בהפצת מידע על-אודות סיכון האשראי המאפיין גופים שונים המנפיקים אגרות-חוב (אג"ח) ועל-אודות סיכון האשראי המאפיין את סדרות האג"ח השונות. תכלית פועלן של סוכנויות הדירוג היא לגשר על פערי המידע הקיימים בין הגוף המנפיק את האג"ח לבין רוכש האג"ח הפוטנציאלי בנוגע לסיכון האשראי המאפיין את המנפיק ואת הנפקותיו. זאת, על-מנת להקטין את העלויות הכרוכות בעסקה של רכישת אג"ח ולהגביר את יעילותו של שוק החוב.

פרשיות פיננסיות עגומות שאירעו בעשורים האחרונים הציבו את סוכנויות הדירוג באור הזרקורים. המבקרים הלינו על כך שסוכנויות הדירוג כשלו בהערכתיהן לגבי סיכונים האשראי, ועל כך שמערך התמריצים המעוות המכווין את פועלן גרם להפקת דירוגי אג"ח לא-מדויקים על-ידיהן. בפרט עלתה הטענה כי סוכנויות הדירוג החלו נוקטות פרקטיקה של מכירת דירוגי אג"ח מחמיאים לכל המרבה במחיר. יחד עם ביקורות אלה החלו להישמע קריאות להגברת הפיקוח על סוכנויות הדירוג, אשר התמקדו לרוב בהצעות להגברת הרגולציה הממשלתית על התנהלותן.

מאמר זה מבקש לבחון ערוץ אפשרי נוסף לפיקוח על סוכנויות הדירוג, הוא "ערוץ האחריות המשפטית". השאלה העומדת בבסיס מאמר זה היא אם ניתן לתמרץ את סוכנויות הדירוג להפיק דירוגים מדויקים ואובייקטיביים באמצעות חשיפתן לאפשרות של נשיאה באחריות משפטית אזרחית מקום שנגרמו למשקיע נזקים עקב הסתמכותו על דירוג לא-מדויק. במילים אחרות, המאמר מבקש לבחון את האפשרות להכווין את התנהגותן של סוכנויות הדירוג אל עבר התנהגות יעילה מבחינת הרווחה החברתית הכוללת באמצעות מנגנון של "הרתעה יעילה".

המאמר פותח בסקירת הרקע הכללי של תעשיית דירוג האג"ח (פרק ב). סקירה זו עומדת על מהותן של סוכנויות הדירוג ועל תרומתן הפוטנציאלית ליעילותו של שוק החוב. כמו-כך היא דנה במבנה התעשייתי של תעשיית דירוג האג"ח, באופן הדירוג, ובשימוש שהרגולטור הממשלתי עושה בדירוגי האג"ח המופקים על-ידי סוכנויות הדירוג. סקירת הרקע הכרחית לצורך הבנת התמריצים המניעים את סוכנויות הדירוג ולצורך הבנת כוחן ומעמדם בשוק החוב. לאחר-מכן המאמר עובר לדון בפרשיות שבמסגרתן הואשמו סוכנויות הדירוג בהפקת דירוגים כושלים שגרמו נזקים קולוסליים (פרק ג). המאמר מדגים את הביקורות שהועלו נגד סוכנויות הדירוג באמצעות סקירה של שתי פרשיות מרכזיות שאירעו בשני העשורים האחרונים – פרשת אנרון (Enron) ומשבר הסב-פריים. המאמר מתמקד לאחר-מכן בהצעות שהועלו בעקבות משברי הדירוג להגברת הפיקוח על

סוכנויות הדירוג. הוא מזכיר את ההצעות החוזרות ונשנות להגברת הפיקוח הרגולטורי על סוכנויות הדירוג, ומציע את "ערוץ האחריות המשפטית" כערוץ אפשרי ומשלים למשימה של הכוונת התנהגותן של סוכנויות הדירוג. משם עובר המאמר לבחון את הדין הנוהג לגבי סוגיית אחריותן המשפטית של סוכנויות הדירוג (פרק ד). במסגרת זו מנותחים המקרים שבהם נידונה שאלת אחריותן המשפטית האזרחית של סוכנויות הדירוג בין כותלי בית-המשפט, הן בישראל הן בארצות-הברית. הפרק הבא (פרק ה) עוסק בשיקולים תיאורטיים הלקוחים מתחום הנייתוח הכלכלי של המשפט, אשר מתווים, לעמדת המאמר, את המדיניות המשפטית הראויה בסוגיית חשיפתן של סוכנויות הדירוג לאחריות משפטית. בהמשך לכך נבחנת (בפרק ו) העמדה המוצגת במאמר על רקע הדינים החוקתיים החלים במשפט הישראלי בעניין ההגנה על חופש הביטוי. לקראת סיום מוצגת עילה אפשרית להטלת אחריות משפטית על סוכנויות הדירוג, היא העילה הנזיקית של מצג-שווא רשלני. פרק ז מפרט את המסקנות העיקריות העולות מן המאמר, ומסכם.

ב. דירוג אג"ח – רקע כללי

1. מהן סוכנויות דירוג ומהי תרומתן לשוק החוב?

סוכנויות דירוג אשראי הן חברות אשר עיקר עיסוקן בהספקתם של שני סוגי שירותים. הראשון הוא הערכת טיב האשראי הכללי של תאגיד או מדינה המנפיקים אגרות-חוב. למעשה, מדובר בהערכת הסיכוי לכך שהגוף המנפיק יצליח, באופן כללי, לעמוד בתשלומים על חובו. שירות זה מכונה לרוב "דירוג מנפיק" (Issuer Rating). סוג השירותים השני הוא הערכת הסיכוי לכך שגוף מנפיק לא יצליח לעמוד בתשלומים ביחס לסדרת אגרות-חוב מסוימת שהנפיק (מצב המכונה "מחדל-פירעון", ובאנגלית: default) או לא יצליח לעמוד בתשלומים אלה בזמן המיועד להם. שירות זה מכונה לרוב "דירוג הנפקה" או "דירוג אג"ח" (Issue Rating).¹ סוכנויות הדירוג אוספות את המידע הזמין לגבי הגוף המנפיק, לגבי השוק שהוא פועל בו ולגבי הנסיבות הכלכליות של התעשייה שהוא משתייך אליה, ומגלמות אותו לכלל סימון פשוט שתכליתו לאפשר למשקיעים ולמלווים הבנה טובה יותר של הסיכון הטמון במתן הלוואה לאותו גוף או ברכישת אג"ח שהונפקו על-ידיו. דירוג המנפיק או דירוג אג"ח הם אם כן חזות-דעת של סוכנות דירוג באשר לסיכויי של לווה מסוים לפרוע, במועדים הנדרשים, את חובותיו באופן כללי או את החוב הנובע מסדרת

1 אדם רויטר ספר האג"ח – התיאוריה, הפרקטיקה וניהול סיכונים 280-281 (מהדורה שלישית, 2005); U.S. SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION, REPORT ON THE ROLE AND FUNCTION OF CREDIT RATING AGENCIES IN THE OPERATION OF THE SECURITIES MARKET 5 (2003), www.sec.gov/news/studies/credratingreport0103.pdf (להלן: SEC REPORT); Stephane Rousseau, *Enhancing the Accountability of Credit Rating Agencies: The Case for a Disclosure-Based Approach*, 51 MCGILL L.J. 617, 622 (2006). לצורך הנוחות יכונה לאורך המאמר השירותים שסוכנויות דירוג האשראי מספקות "דירוג אג"ח", מלבד במקומות שבהם יש משמעות להבחנה בין השירות של דירוג מנפיק לבין השירות של דירוג סדרת אג"ח.

אג"ח מסוימת, בהתאמה.² סוכנויות הדירוג מקפידות להבהיר כי "אין לראות בדירוג משום הבעת דעה לגבי מחיר ניירות הערך בשוק הראשוני או המשני" וכי "אין לראות בדירוג משום הבעת דעה על כדאיות קניה, מכירה או החזקה בנייר ערך כלשהו".³

השירותים שסוכנויות הדירוג מספקות מכוננים להקטין את העלויות הנובעות מבעיות האסימטרייה במידע והחסרים במידע המאפיינות את שוק החוב.⁴ בעסקת הלוואה טיפוסית המלווה מעביר סכום כסף ללווה (הקרן), ואילו הלווה מתחייב לשלם למשקיע ריבית (המחושבת כאחוז מסוים מהקרן) בפרקי-זמן סדירים שנקבעו מראש, ולהחזיר למלווה את סכום הקרן בנקודת-זמן מוסכמת בעתיד.⁵ המלווה חושף את עצמו, אם כן, לסיכון האשראי המאפיין את נוטל ההלוואה. הוא מסתכן בכך שבשלב מסוים יקלע הלווה למצב כלכלי שלא יאפשר לו את השלמת התחייבויותיו לפי הסכם ההלוואה. ככל שאי-הוודאות של המלווה באשר ליכולתו העתידית של הלווה לפרוע את חובותיו גבוהה יותר כן הוא ידרוש פיצוי גדול יותר – קרי: ריבית גבוהה יותר – בגין ההסכמה להעניק את ההלוואה.⁶ אם רוכש האג"ח (שהוא למעשה מלווה לכל דבר ועניין) מחזיק במידע מועט לגבי סיכון האשראי המאפיין את הגוף המנפיק, הוא ידרוש ריבית גבוהה יותר תמורת ההסכמה לרכוש אג"ח מכפי שהיה דורש אילו היה בידיו מידע מוצק לגבי יכולת הפירעון של הלווה.⁷ למחסור במידע לגבי סיכון האשראי המאפיין את הלווה יש השלכה שלילית על

INTERNATIONAL ORGANIZATION OF SECURITIES COMMISSION, TECHNICAL COMMITTEE, 2
REPORT OF THE ACTIVITIES OF CREDIT RATING AGENCIES 1 (2003), www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD153.pdf (להלן: IOSC REPORT).

3 זו הודעת מיאון האחריות (disclaimer) הטיפוסית המופיעה בסופם של מסמכי הדירוג המופיעים באתר של סוכנות הדירוג הישראלית "מעלות" (www.maalot.co.il/results.asp?stored=0). הודעת מיאון האחריות של סוכנות הדירוג הישראלית "מידרוג" מנסחת בצורה רומה (ראו www.midroog.co.il). ראו גם: TIMOTHY J. SINCLAIR, THE NEW MASTERS OF CAPITAL: AMERICAN BOND RATING AGENCIES AND THE POLITICS OF CREDITWORTHINESS 7 (2005); Amy K. Rhodes, *The Role of the SEC in the Regulation of the Rating Agencies: Well Placed Reliance or Free-Market Interference?* 20 SETON HALL LEGIS. J. 293, 315–316 (1996).

4 ראו: Gregory Husisian, *What Standard of Care Should Govern the World's Shortest Editorials? An Analysis of Bond Rating Agency Liability*, 75 CORNELL L. REV. 411, 415–422 (1990); Frank Partnoy, *The Siskel and Ebert of Financial Markets? Two Thumbs Down for the Credit Rating Agencies*, 77 WASH. U. L.Q. 619, 632 (1999).
5 PATRICK J. BROWN, AN INTRODUCTION TO THE BOND MARKETS 1 (2006).

6 שם, בעמ' 115.

7 יש לסייג אמירה זו: עשויים להיות מקרים שבהם המלווה הפוטנציאלי, הלוקה במידע חסר לגבי יכולותיו הכלכליות של הלווה הפוטנציאלי, ייחס ללווה הפוטנציאלי סיכון אשראי פחות מזה שהיה מייחס לו אילו החזיק במידע מלא לגבי אותו לווה. אולם מכיוון שהלווה הטיפוסי מחזיק במידע רב יותר לגבי יכולות האשראי שלו מאשר המלווה הטיפוסי, הוא נמצא בעמדה המאפשרת לו לחשוף את המידע שברשותו באופן ברירני, וכך ליצור מצג של סיכון אשראי פחות מזה הקיים במציאות. המלווה הפוטנציאלי מודע לתמריץ של הלווה הטיפוסי ליצור מצג של סיכון אשראי נמוך, ולכן הוא נוטה לייחס ללווה סיכון אשראי מוגבר

שני הצדדים לעסקת ההלוואה הפוטנציאלית: המלווה, המבקש לקבל פיצוי הולם בעבור הסיכון שהוא נוטל, עשוי להימנע מעסקת הלוואה שהיה מבצע אילו היה בידו מלוא המידע בדבר סיכון האשראי המאפיין את הלווה, וזאת משום שהוא מחזיק בהערכת-יתר של סיכון זה; והלווה, בהתאם לכך, נאלץ להציע ריבית גבוהה יותר בעבור ההלוואות שהוא נוטל, על-מנת לשכנע מלווים פוטנציאליים להתגבר על חששם ולהלוות לו את הסכומים שהוא מעוניין לגייס.⁸ לפיכך עלויות גיוס החוב שלו עולות. אילו היה בשוק מידע מדויק לגבי סיכון האשראי המאפיין את הלווה, מלווים פוטנציאליים היו מצליחים למצוא ביתר קלות עסקות הלוואה התואמות את העדפות הסיכונים שלהם, ולא היו מחמיצים עסקות בשל הערכות-יתר של סיכון האשראי. במקביל, הגופים הלווים לא היו סובלים מעלויות מנופחות של גיוס חוב, והריבית שהם היו נדרשים לשלם הייתה הולמת את היקף סיכון האשראי האמיתי המאפיין אותם.⁹

סוכנויות דירוג האשראי מנסות לגשר על פער המידע המתואר, ומתיימרות לספק הערכה מדויקת ואובייקטיבית של סיכון האשראי המאפיין גוף מסוים או של הסיכון הנובע מסדרת אג"ח מסוימת.¹⁰ תכליתן של סוכנויות הדירוג היא אם כן לצמצם את עלויות העסקה הגבוהות ככל שאלה נובעות מחסרים במידע הקיימים בשוק החוב. על-ידי התמצקות בהערכת סיכונים אשראי, על-ידי הבטחת יכולתן לשמור על יחסי אומן וחשאי עם הגופים המנפיקים ועל-ידי שמירה על המוניטין הגבוה שהן נהנות ממנו לעניין דיוק הערכותיהן, סוכנויות הדירוג מצליחות להגביר את יעילותו של שוק החוב.¹¹ סוכנויות הדירוג מסייעות גם בהגברת הרווחה החברתית, בכך שהן מונעות מצב שבו משקיעים שונים מבצעים השקעה חוזרת של משאבים לצורך הערכת סיכון האשראי המאפיין אותו גוף מנפיק או אותה סדרת אג"ח.¹²

יצוין כי בעיית החסר במידע יכולה באופן תיאורטי לבוא על פתרונה גם על-ידי כך שהמשקיעים באג"ח יערכו בעצמם את המחקר הנדרש לצורך הערכת סיכון האשראי המאפיין מנפיק אג"ח מסוים או סדרת אג"ח מסוימת. אולם עלויותיו של מחקר כזה גבוהות מאוד, ולרוב העלות השולית הכרוכה בו תעלה על הרווח השולי שממנו יינה המשקיע עקב השקעה באג"ח המדובר. לכן למשקיע הטיפוסי לא יהיה תמריץ, ככל הנראה, לערוך

מזה שהלווה מנסה להציג. ראו: CREDIT RATINGS AND COMPLIMENTARY SOURCES OF CREDIT QUALITY INFORMATION 11 (Basel Committee on Banking Supervision Working Papers No. 3, 2000), www.bis.org/publ/bcbs_wp3.pdf

8 Husisian, לעיל ה"ש 4, בעמ' 418.

9 BROWN, לעיל ה"ש 5, בעמ' 117.

10 סדרות אג"ח שונות המונפקות על-ידי אותו גוף מנפיק עשויות להתאפיין ברמות סיכון שונות זו מזו (ולפיכך ייתכן שיוכו בדירוג שונה), משום שכל סדרת אג"ח מחזיקה במאפיינים שונים. מאפיין חשוב לעניין הערכת הסיכון הנובע מסדרת אג"ח פלונית הוא, למשל, אורך חייה של ההלוואה. ראו עמי גינזבורג "על דירוגי אג"ח: מ-AAA ועד TheMarker "D", 16.11.2008, 40, 41-40.

11 Husisian, לעיל ה"ש 4, בעמ' 419.

12 שם, בעמ' 420.

מחקר כזה.¹³ נוסף על כך, יש הסבורים כי התוצר הסופי של מחקר הבוחן את הסיכון הנובע מהשקעה בנייר-ערך מסוים (לרבות באג"ח) נושא מאפיינים של מוצר ציבורי.¹⁴ לפי עמדה זו, משקיעים פוטנציאליים יימנעו בדרך-כלל מעריכת מחקר כזה בעצמם או מהשתתפות בעלויות המחקר, וימתנו לעריכת המחקר על-ידי אחרים.¹⁵ הדוגלים בעמדה זו טוענים כי אילו נותרה המשימה של השלמת חסרי המידע המאפיינים את שוק האג"ח בידי המשקיעים עצמם, לא היה שוק זה נהנה מכמות אופטימלית של מידע.¹⁶

דירוג אג"ח אינו הכרזה סטטית. מרגע הדירוג הראשוני, סוכנויות הדירוג עוקבות אחר הגופים המנפיקים וסדרות האג"ח המונפקות.¹⁷ הן מזהירות את המשקיעים כאשר התפתחויות הנוגעות בגופים המנפיקים עשויות להביא לידי שינוי הדירוג (על-ידי הכרזה על המנפיק כנכלל ב-Watch-List של סוכנות הדירוג),¹⁸ ומעדכנות את הדירוגים, כלפי מעלה או מטה, אם הן מעריכות כי התפתחויות אלה מבשרות על שינוי בסיכון האשראי הנובע מגוף מנפיק מסוים באופן כללי או מסדרה מונפקת ספציפית.¹⁹

2. מימון עלויות הדירוג

סוכנויות הדירוג הן כמובן חברות מסחריות אשר פועלות למטרת רווח. בעבר הפיקו סוכנויות הדירוג את רווחיהן מדמי מנוי שמשקיעים פרטיים וגופים מסחריים שילמו להן תמורת קבלת הפרסומים העיתיים של דירוגי האג"ח.²⁰ אולם שיטה זו החלה להיזנח בהדרגה בתחילת שנות השבעים של המאה העשרים, וכיום סוכנויות הדירוג מפיקות את עיקר רווחיהן מתשלומים שמועברים אליהן מן הגופים המדורגים.²¹ לפי מהלך העניינים הרגיל, גוף אשר מעוניין להנפיק סדרת אג"ח פונה אל סוכנות דירוג (או אל סוכנויות אחדות),

- 13 שם, בעמ' 417-418; Partnoy, לעיל ה"ש 4, בעמ' 653.
- 14 למאמר הכלכלי הקלסי הרהן בבעיית המוצר הציבורי ראו: Paul A. Samuelson, *The Pure Theory of Public Expenditure*, 36 REV. ECON. & STAT. 387 (1954).
- 15 Husisian, לעיל ה"ש 4, בעמ' 415-416. הוסיסיאן מתייחס לטענה אפשרית שלפיה מחקר לגבי ניירות-ערך אינו נושא מאפיינים של מוצר ציבורי, משום שניתן להדיר את השימוש בו מאחרים. אולם הוא פוסל טענה זו בנימוק שקשה להגביל את השימוש במידע הנוגע בנייר-ערך מסוים למשתמש יחיד, משום שלאנשים רבים יש מניע להדליף מידע זה. שם, בעמ' 415, ה"ש 24.
- 16 שם, בעמ' 415.
- 17 יאיר אורגלר "דירוג אגרות חוב" ביטוח בישראל 211, 21, 24 (1994).
- 18 שם; Rousseau, לעיל ה"ש 1, בעמ' 625.
- 19 אורגלר, לעיל ה"ש 17, בעמ' 24; SINCLAIR, לעיל ה"ש 3, בעמ' 8, 41-42; Rhodes, לעיל ה"ש 3, בעמ' 315.
- 20 Richard Cantor & Frank Packer, *The Credit Rating Industry*, FRBNY Q. REV., Summer-Fall 1994, at 1, 4.
- 21 שם. ההערכה המקובלת היא כי לפחות 75% מרווחיהן של סוכנויות הדירוג מופקים מדמי הדירוג שמשולמים להן על-ידי הגופים המנפיקים. SINCLAIR, לעיל ה"ש 3, בעמ' 29.

ושוכר את שירותי הדירוג שלה תמורת תשלום.²² לאחר שכירת שירותיה על-ידי הגוף המנפיק, סוכנות הדירוג פותחת בתהליך איסופו של המידע הנחוץ לצורך פעולת הדירוג. מידע זה מגיע הן מהגוף המנפיק עצמו והן ממקורות מידע עצמאיים שסוכנות הדירוג פונה אליהם. לאחר איסוף המידע וניתוחו, מפיקה סוכנות הדירוג את הדירוג המבוקש. על שיטת דירוג זו, שלפיה רווחיה של סוכנות הדירוג תלויים בתשלומים המועברים אליה מן הגוף המדורג, נמתחה ביקורת רבה. במסגרת ביקורת זו הועלה החשש מפני ניגוד העניינים שסוכנות הדירוג עלולה למצוא את עצמה בו עקב כך שהיא נדרשת להפיק הערכות אובייקטיביות ומדויקות ככל האפשר של סיכוני האשראי המאפיינים את הגופים אשר "אחראים לפרנסתה".²³ ביקורת זו מהווה את אחד השיקולים הנכבדים העומדים בבסיס הדיון בדבר חשיפתן של סוכנויות הדירוג לאפשרות של נשיאה באחריות משפטית, וככזו היא תידון בהרחבה בהמשך מאמר זה.²⁴

3. שימוש בדירוג אג"ח במסגרת רגולציה ממשלתית

רגולטורים ממשלתיים המופקדים על מלאכת הסדרתם של שוקי ניירות-הערך במדינות השונות לא נותרו אדישים לנוכח האפשרות לגייס את הכלי של דירוג אג"ח למאמציהם. בארצות-הברית שולבו לראשונה דירוגי אג"ח ברגולציה שערך הרגולטור האמריקני על שוק החוב כבר בשנת 1931.²⁵ בשנת 1975 חלה התפתחות משמעותית בשימוש שעושה הרגולטור האמריקני בדירוגי אג"ח, כאשר רשות ניירות-הערך האמריקנית (SEC) התקינה את Rule 15c3-1.²⁶ כלל זה, שעסק בהיקפן של עתודות ההון הנדרשות מברוקרים הסוחרים באג"ח, קבע הקלות לברוקרים המחזיקים באג"ח שדורגו ב"דרגת השקעה"²⁷ על-ידי לפחות שני *Nationally Recognized Statistical Rating Organizations*, או בקיצור:

22 המחיר שסוכנויות הדירוג גובות תמורת דירוג של סדרת אג"ח תלוי בסוג ההנפקה ובשווייה. בעבור דירוג של אג"ח קונצרני ארוך-טווח סוכנויות הדירוג גובות שכר בסדר-גדול של כ-2-3 נקודות-בסיס מהקרן (נקודת-בסיס שווה למאית האחוז) בעבור כל שנה שבה פעולת הדירוג נמשכת. מחירי הדירוג ניתנים למיקוח, והגופים המנפיקים מנצלים לעיתים תכופות את אפשרות המיקוח הזו. Cantor & Packer, לעיל ה"ש 20, בעמ' 4.

23 ראו, למשל, SINCLAIR, לעיל ה"ש 3, בעמ' 29, 150-152; Rousseau, לעיל ה"ש 1, בעמ' Claire A. Hill, *Regulating the Rating*; 629, 634-635, Rhodes, לעיל ה"ש 3, בעמ' 309; *Agencies*, 82 WASH. U. L.Q. 43, 50-51 (2004). הדיון בביקורת זו זכה לאחרונה בכמה רחבה גם על-גבי דפי העיתונות הכלכלית. ראו, למשל, גיא רולניק "מי הם הלקוחות של סלינגר ולסקוב" הארץ 23.6.2004 ג11; בלומברג "הרשות לניירות ערך בארצות-הברית עשויה לאסור על חברות דירוג האשראי לעסוק בייעוץ להנפקות אג"ח מגובות בנכסים" *TheMarker* 10.6.2008, 32; Gretchen Morgenson, *Credit Agency Heads Grilled by*; 32, 10.6.2008. *Lawmakers*, N.Y. TIMES, Oct. 23, 2008, at B1.

24 ראו להלן תת-פרק ה1.

25 SINCLAIR, לעיל ה"ש 3, בעמ' 42; Cantor & Packer, לעיל ה"ש 20, בעמ' 6.

26 Rule 15c3-1, 17 C.F.R. § 240.15c3-1 (1991).

27 הדירוגים הנכללים בגרדי הקבוצה "דרגת השקעה" (Investment Grade) הם הדירוגים שבין AAA או Aaa לבין BBB- או Baa3 (אופני הסימון של סוכנויות הדירוג S&P ו-Moody's).

28. NRSRO בעת התקנת הכלל המדובר פעלו בשוק האמריקני רק שלוש סוכנויות דירוג בפרישה ארצית – Fitch ו-Moody's, S&P – ולכן היה ברור כי הדיבור NRSRO Recognized מכון אליהן. לפיכך לא ראתה ה-SEC לנכון להגדיר את המונח NRSRO ביתר דיוק.²⁹ והנה, על-אף השימוש הנפוץ שהחלה ה-SEC לעשות בדיבור NRSRO,³⁰ משמעותו של דיבור זה נותרה עמומה במשך זמן רב, ולא הוגדרה בדבר חקיקה אמריקני כלשהו חרף כניסתן של "שחקניות" חדשות רבות לשוק דירוג האג"ח.³¹ לבסוף, בשנת 2006, נחקק ה-Credit Rating Agency Reform Act, אשר חייב את ה-SEC להגדיר אמות-מידה ברורות ואחידות להענקת מעמד של NRSRO לסוכנות דירוג, והסמיך את ה-SEC להפעיל רגולציה על אופן התנהלותה הפנימית של סוכנות דירוג שזכתה במעמד זה.³² חשוב להבהיר כי החוק אוסר על ה-SEC להפעיל רגולציה על מתודולוגיית הדירוג שננקטת על-ידי סוכנות הדירוג, ומתיר רק לפקח על התנהלותה ביחס לסוגיות כגון תיעוד ומניעת ניגוד עניינים.³³

גם מתקין התקנות בישראל נוקט פרקטיקה של היעזרות בדירוגי אג"ח לצורכי רגולציה. בשנת 1994 הוכנסו לראשונה דירוגי האג"ח לגדריה של חקיקת-המשנה הישראלית, כאשר בתיקון שהתקבל בתקנות מס ההכנסה (כללים לאישור ולניהול קופות גמל), התשכ"ד-1964, הוענקו הקלות לקופות-גמל ולקרנות השתלמות המשקיעות בסדרות אג"ח שדורגו בטווח של "דרגת השקעה".³⁴ התיקון משנת 1994 פתח את הפתח

-
- בהתאמה). דירוגים נמוכים יותר נכללים בקבוצה "דרגה ספקולטיבית" (Speculative Grade), וסדרות האג"ח המקבלות דירוגים נמוכים אלה מכונות לעיתים Junk Bonds.
- 28 SINCLAIR, לעיל ה"ש 3, בעמ' 42.
- 29 Cantor & Packer, לעיל ה"ש 20, בעמ' 8.
- 30 יש לחדר ולהבהיר כי מבחינת תקנות ה-SEC, לדירוגי אג"ח יש משמעות רק אם הם ניתנו על-ידי סוכנות דירוג שהוכרה כ-NRSRO. שם. לדוגמות נוספות לתקנות של ה-SEC אשר עושות שימוש בדיבור NRSRO ראו SEC REPORT, לעיל ה"ש 1, בעמ' 6-8.
- 31 SINCLAIR, לעיל ה"ש 3, בעמ' 42-44.
- 32 Credit Rating Agency Reform Act of 2006, Pub. L. No. 109-291, 120 Stat. 1327 (2006).
- 33 ראו: Securities Exchange Act of 1934 § 15E(c)(2), 15 U.S.C. § 78a (2000) (תיקון עקיף מכוח ה-Credit Rating Agency Reform Act of 2006). בהתאם להוראות החוק התקינה ה-SEC, בשנת 2007, את כללי ה-Oversight of Credit Rating Agencies Registered as Nationally Recognized Statistical Rating Organizations, 72 Fed. Reg. 33,564 (June 18, 2007) (to be codified at 17 C.F.R. pts. 240 & 249b).
- 34 תקנות מס הכנסה (כללים לאישור ולניהול קופות גמל) (תיקון), התשנ"ה-1994, ק"ת 327. לעיון בסיבות הכללת דירוגי אג"ח ברגולציה הישראלית ובאופן השימוש הראוי בדירוגים אלה, מנקודת-מבטו של הרגולטור, ראו מירי בן-יהושע "השימוש הרצוי בדירוג אג"ח על-ידי משקיעים מוסדיים" רבעון לבנקאות לא(124) 84 (1993). תקנות אלה שונות פעמים רבות למן אותו תיקון "תקדימי", אולם עדיין נעשה שימוש נרחב מאוד בדירוגי אג"ח במסגרת אותן תקנות לצורך הסדרת אופן השקעתם של גופים מוסדיים.

לשימוש הנרחב שהרגולטור הישראלי עושה כיום בדירוגי אג"ח.³⁵ אמות-המידה להכרה בסוכנות דירוג כ"חברה מדרגת" לצורך התקנות וכן ההליך לקבלת מעמד זה מעוגנים בחוזר הממונה שעניינו "כללים לאישור חברה מדרגת".³⁶ חוזר זה מציב אמות-מידה שעניינן מניעת ניגוד עניינים, הבטחת מומחיותה של החברה וחוסנה הכלכלי, דרישה למעקב אחר התפתחויות העשויות להשפיע על הדירוגים, דרישות לעניין אופן פרסומם של הדירוגים, דרישות לעניין כשירותם של נושאי-המשרה והדירקטורים בחברה המדרגת, דרישות הנוגעות בהרכבה ובפעולתה של הוועדה המדרגת, ועוד.

ג. דירוגי אג"ח כושלים והקריאה לפיקוח על תעשיית דירוג האג"ח

בעשור האחרון נמתחה ביקורת קשה על תפקודן והתנהלותן של סוכנויות דירוג האג"ח, ובמקביל נשמעה קריאה להגברת הפיקוח על פעולתן. זאת, אף שמחקרים אמפיריים מראים כי הערכותיהן של סוכנויות הדירוג באשר להסתברות (היחסית)³⁷ לאירוע של מחדל-פירעון בקרב מנפיק מסוים או הנפקה מסוימת תואמות על-פירוב את התפלגותם של מחדל-הפירעון שאכן אירעו במציאות בקרב ההנפקות או המנפיקים המדורגים.³⁸ נוסף על כך, הכל מסכימים כי ייתכנו מצבים שבהם הנפקה פלונית, אשר זכתה בדירוג גבוה יותר מהנפקה פלמונית, תחווה אירוע של מחדל-פירעון, בעוד שההנפקה הפלמונית לא תחווה אירוע כזה. הדירוגים הם יחסיים, ובאים "לסדר" את ההנפקות השונות (והמנפיקים השונים) לפי רמות סיכון האשראי המאפיינות אותן, אולם הדירוגים אינם מהווים הבטחה לכך שהנפקה בעלת דירוג גבוה לא תחווה מחדל-פירעון כל עוד הנפקה בעלת דירוג נמוך יותר לא חוותה אירוע זה. הציפייה מדירוגי אג"ח היא, אם כן, שאחוז מחדל-הפירעון בקרב הנפקות שזכו בדירוג גבוה יהיה קטן מאחוז מחדל-הפירעון בקרב הנפקות שקיבלו דירוג נמוך יותר. כאמור לעיל, מחקרים אמפיריים מראים שהדירוגים עומדים ככלל בציפייה זו.

הביקורת על סוכנויות הדירוג לא נמתחה, אם כן, בעקבות מצבים שבהם הנפקה מסוימת שנחשבה לבטוחה חוותה אירוע של מחדל-פירעון (או להפך). הביקורת נמתחה עקב מצבים שבהם עלתה הטענה כי סוכנויות הדירוג עצמו עיניהן או נותרו אדישות לשינויי נסיבות שהיו אמורים להוביל לעדכון דירוגיהן של סדרות אג"ח (שנחשבו בראשונה לבטוחות

35 כן, למשל, ניתן למצוא שימוש בדירוגי אג"ח בתקנות הפיקוח על עסקי ביטוח (דרכי השקעת ההון והקרנות של מבטח וניהול התחייבויותיו), התשס"א-2001; בתקנות ניירות ערך (פרטי התשקיף – מבנה וצורה), התשכ"ט-1969; ועוד.

36 "כללים לאישור חברה מדרגת" חוזר שוק ההון 2004/1 (התשס"ד) www.mof.gov.il/hon/2001/hon_dep/memos/2003-1a.doc. שתי סוכנויות הדירוג הישראליות שהוכרו כ"חברה מדרגת" לפי כללים אלה הן "מידרוג" (חברה-בת של Moody's) ו"מעלות" (חברה-בת של S&P).

37 כזכור, דירוגי האג"ח אינם הערכה של הסיכון המוחלט המאפיין הנפקה מסוימת, אלא של הסיכון היחסי למחדל-פירעון של הנפקה זו ביחס להנפקות אחרות. זו הכוונה בדיבור "הסתברות יחסית".

38 ראו, למשל, Brown, לעיל ה"ש 5, בעמ' 118-119.

מאוד) כלפי מטה – אדישות שאילצה את סוכנויות הדירוג, בבוא העת, לעדכן באופן דרסטי ופתאומי (כלפי מטה) את דירוגיהן של סדרות אג"ח מסוימות; וכן בעקבות מצבים שבהם עלתה הטענה כי סוכנויות הדירוג נחפזו, בשל בצע-כסף, לדרג מכשירים פיננסיים שהן לא היו מוכשרות לדרגם, ויצרו בכך מספר עצום של דירוגים שגויים.

להלן יידונו בקצרה שתי פרשיות אשר מדגימות את שתי הביקורות שהוזכרו לעיל. פרשת אנרון, אשר עוררה דיון ציבורי סוער בדבר טיב התנהלותן של סוכנויות הדירוג, מדגימה את מקור הביקורת הראשון, שעניינו אדישותן של סוכנויות הדירוג לנסיבות שהיו אמורות להוביל לעדכון הדירוגים. פרשת הסב-פריים, אשר את עיקר האשמה בהתרחשותה תלו רבים בהתנהלותן של סוכנויות הדירוג, מדגימה את מקור הביקורת השני, שעניינו החשש מפני היחפותן של סוכנויות הדירוג לבצע דירוגים של מכשירי חוב חדשניים.

1. פרשת אנרון (Enron)

קורות התרסקותה הכלכלית של ענקית האנרגיה האמריקנית אנרון זכו בספרות בתיאורים ובהסברים אינ-ספור. בין הגופים שבהם הוטחה האשמה לנזקיו של משבר אנרון נכללו גם סוכנויות דירוג האג"ח.³⁹ בביקורתם על סוכנויות הדירוג הצביעו המבקרים על כך שדירוגי האג"ח שהוענקו לסדרות האג"ח שהונפקו על-ידי אנרון לא הופחתו לטווח הדירוגים המשתייכים ל"דרגה ספקולטיבית" חרף הודעותיה של אנרון בדבר הפחתת דיווח הכנסות והפחתת הון בעלים בהיקפים אדירים, וחרף ידיעות בדבר הסתרת הפסדים על-ידי אנרון, בדבר פתיחת חקירה של ה-SEC נגדה ועוד.⁴⁰ הפחתת הדירוגים לגדריה של קבוצת הדירוגים הספקולטיביים נעשתה, לבסוף, רק ארבעה ימים לפני שהגישה אנרון בקשה לפשיטת-רגל (bankruptcy).⁴¹

מבקריהן של סוכנויות הדירוג אינם טוענים כי סוכנויות אלה לא הגיבו על התמורות שחלו במצבה של אנרון במהלך החודשים האחרונים ל"חיה", אולם אופי התגובה – תמים, איטי, הססני, מתון וצופה פני עבר – הניע מבקרים רבים לקבוע כי סוכנויות הדירוג התגלו בפרשה זו בערותן. היל (Hill) מציינת שברור לכל כי מסלול ההתרסקות של אנרון – מבראות פיננסית (המצדיקה דירוגים בטווח של "דרגת השקעה") לחולות-פירעון – נמשך תקופה ארוכה יותר מארבעה ימים. היא ממשיכה וטוענת כי נהיר שהוא ארך אף יותר משישה שבועות – הזמן שחלף בין הורדת הדירוגים הראשונית שביצעו סוכנויות הדירוג לבין הגשת הבקשה לפשיטת-רגל על-ידי אנרון.⁴² פרטנוי (Partnoy)

39 לדיון מפורט בהשתלשלותה של פרשת אנרון מנקודת-מבטן של סוכנויות הדירוג ראו: Claire A. Hill, *Rating Agencies Behaving Badly: The Case of Enron*, 35 CONN. L. REV. 1145, 1148–1149 (2003).

40 שם.

41 שם, בעמ' 1149.

42 שם.

מונה את סוכנויות הדירוג כאחד מ"שומרי-הסף" אשר התנהלותם הקלוקלת תרמה, לדעתו, להתהוות נזקיה של פרשת אנרון.⁴³

ברוח שהוכן בעקבות פרשת אנרון על-ידי ועדת הסנט האמריקני לעניינים ממשלתיים נמתחה ביקורת קשה על סוכנויות הדירוג.⁴⁴ לדעת כותבי הדוח, סוכנויות הדירוג כשלו בהתנהלותן מול אנרון בכמה מובנים: ראשית, בכך שהן קיבלו ללא עוררין את כל המידע שהעבירה אליהן אנרון, מבלי לבחון את מהימנותו; שנית, בכך שדירוגיהן התבססו על שיקולים קצרי-טווח, כגון תזרים מזומנים, להבדיל משיקולים ארוכי-טווח, כגון התנהלותה החשבונאית החשודה של החברה המדורגת; שלישית, בכך שהן לא ראו את עצמן כאחראיות לפעולותיהן, על-אף כוח השוק המשמעותי שהן מחזיקות בידן, אלא התנערו מאחריות לדירוגיהן הכושלים באמצעות הטענה כי הדירוגים מהווים ביטוי המוגן חוקתית מכוח התיקון הראשון לחוקה האמריקנית.⁴⁵

2. פרשת הסב־פריים

מלבד דירוג של אג"ח קונצרניות, אג"ח מוניציפליות ואג"ח מדינה, סוכנויות הדירוג מספקות גם שירות של דירוג אגרות-חוב המגובות בתזרימי מזומנים מנכסים מניבים, או בקיצור: אג"ח מובנות.⁴⁶ המוצרים המובנים שעמדו בלב-ליבה של פרשת הסב־פריים היו אג"ח מגובות משכנתות סב־פריים לדירוג ונגזרות חדשניות של אג"ח אלה.⁴⁷ הלוואות סב־פריים הן הלוואות ללווים המתאפיינים בהכנסה נמוכה, בעושר פחות ובפרופיל

Hearings before the United States Senate Committee on Governmental Affairs, 43
Testimony of Frank Partnoy, Professor of Law, University of San Diego School of
Law 16–18 (Jan. 24, 2002), available at papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_
.id=302332

STAFF OF SENATE COMMITTEE ON GOVERNMENTAL AFFAIRS, 107TH CONG., FINANCIAL 44
OVERSIGHT OF ENRON: THE SEC AND PRIVATE-SECTOR WATCHDOGS 84–89 (2002)
(להלן: STAFF REPORT). ההפניות הרלוונטיות לדוח המדובר לקוחות מתוך Hill, לעיל ה"ש 39, בעמ'
.1149

שם. השימוש של סוכנויות הדירוג ובתי-המשפט האמריקניים בטענות חוקתיות הנוגעים 45
בחופש הביטוי, על-מנת לפטור את סוכנויות הדירוג מאחריות משפטית בגין דירוגים
כושלים, יידון בהרחבה בתת-פרקים 11 ו-10 להלן.

להסבר על-אודות מהותן של אג"ח מובנות ועל אופן הדירוג של מכשירי חוב אלה ראו דורית 46
סלינגר "דירוג אג"ח מגובות בתזרימי מזומנים" אחוזים 6, 86 (1998).

Subprime Residential Mortgage-Backed Securities (או בקיצור: Subprime RMBSs) 47
ו-Collateralized Debt Obligations (או CDOs) המבוססות על Subprime RMBSs. ראו:
John Patrick Hunt, *Credit Rating Agencies and the 'Worldwide Credit Crisis': The
Limits of Reputation, the Insufficiency of Reform, and a Proposal for Improvement*,
2009 COLUM. BUS. L. REV. 109 (2009).

אשראי מסוכן יותר בהשוואה ללווים טיפוסיים.⁴⁸ לפיכך מכשירי חוב מובנים המבוססים על משכנתות סב־פריים (ונגזרותיהן) עשויים להציע תשואה גבוהה למחזיק בהם. מאמר זה אינו מתיימר לערוך סקירה מקיפה של משבר הסב־פריים (המכונה לעיתים "משבר האשראי העולמי"), אלא רק להצביע על הביקורת שהועלתה נגד סוכנויות דירוג האשראי לאחר פרוץ המשבר, ואשר הפנתה אצבע מאשימה כלפיהן כאחד הגורמים להתרחשות המשבר. ביקורת זו גורסת כי סוכנויות הדירוג כשלו, למן שנת 2004, בנסיונן להעריך את סיכון האשראי המאפיין את המוצרים המובנים החדשניים והנגזרות החדשניות שהתבססו על אג"ח מגובות משכנתות סב־פריים לדירוג.⁴⁹ לפי ביקורת זו, סוכנויות הדירוג העניקו למוצרים מובנים אלה דירוגים מופרזים, אשר איכותם הירודה החלה להתגלות בשנת 2007, כאשר החלו להתרחש מחדלי־פירעון מרובים בהלוואות סב־פריים רבות.⁵⁰ טענת המבקרים החשובה ביותר לענייננו היא הטענה כי במקרה של דירוג המוצרים המובנים הנזכרים לעיל, נבעו כשלי הדירוג לא מהקושי של סוכנויות הדירוג לצפות את ההסתברות למחדלי־פירעון בקרב לווי סב־פריים או מהונאת הסוכנויות על־ידי לווי הסב־פריים או הגופים המלווים, אלא מהעובדה שסוכנויות הדירוג פשוט לא ידעו איך לדרג את המוצרים המורכבים והחדשניים שהן התבקשו לדרג.⁵¹ כלומר, הטענה היא שמתודולוגיית הדירוג שהופעלה על־ידי סוכנויות הדירוג פשוט לא התאימה להערכת סיכוני האשראי המאפיינים מספר רב של מוצרים מובנים חדשניים.⁵²

3. הקריאה להגברת הפיקוח על תעשיית דירוג האג"ח

פרשיות פיננסיות עגומות כגון פרשת אנרון ופרשת הסב־פריים שנידונו לעיל, אשר נטען לגביהן כי דירוגי אג"ח כושלים היוו את אחד הגורמים המרכזיים להתרחשותן, עוררו קריאות בקרב מחוקקים, רגולטורים ואנשי אקדמיה להגברת הפיקוח על פעולתן של סוכנויות הדירוג.⁵³

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 (2006).

49 Hunt, לעיל ה"ש 47, בעמ' 123.

50 שם.

51 שם, בעמ' 124. ראו גם בלומברג, לעיל ה"ש 23.

52 לסקירת הכשלים הטמונים בהפעלת מתודולוגיית הדירוג המסורתית לצורך הערכת סיכון האשראי המאפיין אג"ח המגובות ב־RMBS ראו: Joseph R. Mason & Joshua Rosner, *Where Did the Risk Go? How Misapplied Bond Ratings Cause Mortgage Backed Securities and Collateralized Debt Obligation Market Disruptions* 34–48 (Working Paper series, 2007), available at papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1027475. לסקירת הכשלים הטמונים בהפעלת מתודולוגיית הדירוג המסורתית לצורך הערכת סיכון האשראי המאפיין מוצרים מובנים מסוג CDO ראו שם, בעמ' 60–62.

53 ראו, למשל, SINCLAIR, לעיל ה"ש 3, בעמ' 169; Arthur Levitt, *Who Audits the Auditors?*, N.Y. TIMES, Jan. 17, 2002, at A29.

בשימועים שנערכו לפני הסנט האמריקני לאחר פרשת אנרון הוקדש חלק נכבד מהדיון לשאלת תפקודן של סוכנויות הדירוג ולאפשרויות להגברת הפיקוח על התנהלותן. רוב העדים שהופיעו מול ועדת הסנט לעניינים ממשלתיים סברו כי רפורמה בסוגיית השימוש הרגולטורי במונח NRSRO עשויה להביא מזרז לתחלואים שתעשיית דירוג האג"ח לוקה בהם, ולמנוע הישנות של כשל דירוג מהסוג שנצפה בפרשת אנרון. אחדים מהעדים קראו לרפורמה אשר תחייב סוכנויות דירוג המבקשות מעמד של NRSRO להכפיף את עצמן לפיקוח מוגבר מצד ה-SEC.⁵⁴

לאחר השימועים שנערכו מול ועדת הסנט לעניינים ממשלתיים, הפיק צוות הוועדה דוח מסכם.⁵⁵ לשיטתם של מחברי הדוח, העדר רגולציה ופיקוח פורמליים על סוכנויות הדירוג וכן קיומן של הגבלות לגבי אחריותן המשפטית (מכוח סייגים הקבועים ברגולציה ומכוח ההגנה החוקתית על חופש הביטוי) הובילו למצב שבו אי-אפשר לדרוש מסוכנויות הדירוג ליטול אחריות להתנהלותן הכושלת.⁵⁶ הפתרון, לדעת מחברי הדוח של ועדת הסנט, היה טמון בהתייג אישור בקשה של סוכנות דירוג לקבלת מעמד של NRSRO בתנאים שיהוו, הלכה למעשה, פתח לפיקוח רגולטורי של ה-SEC על התנהלותה של סוכנות הדירוג.⁵⁷

קריאות אלה להגברת מעורבותה של ה-SEC בפיקוח על התנהלותן של סוכנויות הדירוג, אשר התעוררו לאחר פרשת אנרון, הותירו בסופו של יום את רשמיהן על המחוקק האמריקני. בחוק ה-Sarbanes-Oxley, שנחקק ביולי 2002,⁵⁸ הטיל הקונגרס על ה-SEC דרישה "לחקור את תפקידן ותפקודן של סוכנויות הדירוג".⁵⁹ דרישה זו באה לידי מימוש כאשר בשנת 2003 פרסמה ה-SEC מסמך המסכם את המחקר שנערך בעניין סוכנויות הדירוג לפי הוראתו של חוק ה-Sarbanes-Oxley.⁶⁰ מסמך זה היווה את נקודת הפתיחה שהובילה לרפורמה שחולל המחוקק האמריקני בהגדרת המונח NRSRO ובפיקוח על סוכנויות הדירוג שזכו במעמד זה.⁶¹ אולם לא חלף עשור מעת היענותם של המחוקק

54 SINCLAIR, לעיל ה"ש 3, בעמ' 169-170. על השימוש שהרגולטור האמריקני עושה במונח NRSRO ראו לעיל בתת-פרק 3.

55 STAFF REPORT, לעיל ה"ש 44.

56 לסיכום ממצא של הדוח ראו SEC REPORT, לעיל ה"ש 1, בעמ' 17-18.

57 שם, בעמ' 18.

58 Sarbanes-Oxley Act 2002, Pub. L. No. 107-204, 116 Stat. 745 (2002) (להלן: Sarbanes-Oxley Act).

59 Sarbanes-Oxley Act § 702. לפי הוראת ס' 702(a)(1): "The Commission shall conduct a study of the role and function of credit rating agencies in the operation of the securities market". ס' 702(a)(2) מפרט שישה תחומים ספציפיים שעל ה-SEC לחקור במסגרת המחקר שהוטל עליה לערוך.

60 SEC REPORT, לעיל ה"ש 1.

61 בעניין רפורמה זו ראו לעיל תת-פרק 3.

והרגולטור האמריקני לקריאות להגברת הפיקוח על סוכנויות הדירוג, וקריאות אלה החלו מעתוררות שוב, וביתר שאת, עם פרוץ משבר הסב-פריים.⁶²

4. אחריות משפטית או רגולציה?

רוב הקריאות להגברת הפיקוח על התנהלותן של סוכנויות הדירוג מתייחסות לאפשרות של הגברת הרגולציה על פועלן של סוכנויות אלה. זאת, תוך התעלמות מוחלטת כמעט מהאפשרות של הגברת הפיקוח על התנהלותן של סוכנויות הדירוג באמצעות הטלת אחריות משפטית אזרחית על סוכנויות דירוג שכשלו בתפקודן. מאמר זה אינו פוסל את הקריאות להגברת הפיקוח על סוכנויות הדירוג דרך הערוץ של רגולציה ממשלתית. עם זאת, הוא מבקש להפנות את תשומת-הלב ל"ערוץ האחריות המשפטית" כערוץ אפשרי לפיקוח על פעולתן של סוכנויות הדירוג – ערוץ שהדיון בו הוזנח על-אף יתרונות מסוימים הגלומים בו.⁶³

בדומה לאפשרות של התערבות בפעולתו של גוף מסוים על-דרך הרגולציה, אשר קובעת מראש סטנדרטים וכללים שעל אותו גוף לעמוד בהם כאשר הוא מבצע פעולות מסוימות, הכוונת התנהגותו של גוף זה אפשרית גם על-דרך יצירת תמריצים כלכליים אשר יניעו אותו לפעול בדרך הרצויה. אנשי אסכולת המשפט והכלכלה הציעו מכבר את האפשרות להכווין את התנהגותו של גוף מסוים לעבר התנהגות יעילה מבחינה חברתית על-ידי חשיפתו לאחריות משפטית, אשר תאלץ אותו להפנים את ההשפעות החיצוניות (ההחצנות) השליליות שהתנהגותו יוצרת.⁶⁴ על קצה המזלג ניתן לומר כי גישה זו גורסת שגוף מסוים יורתע מפני יצירת נזקים לגוף אחר אם ידע שבסופו של יום תוטל עליו אחריות משפטית אשר תחייב אותו לפצות את הניזוק בסכום העולה על התועלת שהפיק מפעולתו המזיקה.⁶⁵ ניתן לראות, אם כן, שאת המטרה של הכוונת התנהגותן של סוכנויות

62 ראו, למשל, Hunt, לעיל ה"ש 47; Morgenson, לעיל ה"ש 23; סמי פרץ "חברות הדירוג משלמות את המחיר" *TheMarker* 20.10.2008, 40.

63 השוו אסף חמדני "הטעיית משקיעים: גבולות האחריות" תאגידים ב/6, 33 (2005); אסף חמדני "אחריות שומרי-סף בשוק-ההון" משפט ועסקים ה' 11 (2006) (להלן: חמדני "אחריות שומרי-סף"). חמדני קורא להכרה במסלול האחריות האזרחית המשפטית כערוץ משלים לערוץ הרגולטורי, וזאת בהקשר של הכוונת התנהגותם של גורמים שאינם מעורבים אומנם בעיצובם של מסמכי הגילוי (המחויבים מכוח דיני ניירות-ערך) אך שמעשיהם עלולים להוביל להטעיית המשקיעים בשוק ההון. גורמים אלה כוללים, לשיטתו של חמדני, תאגידים קשורים (אשר מסייעים בשיפור פניהם של מסמכי הגילוי על-ידי ביצוע עסקות פיקטיביות עם התאגיד המדווח), מוסדות בנקאיים וכן מומחים אשר סיעו בהליך הכנתם של מסמכי הגילוי מבלי שחוות-דעתם תיכלל במסמכים אלה.

64 ראו, למשל: Guido Calabresi, *The Cost of Accidents: A Legal and Economic Analysis* (1970); Guido Calabresi & Jon T. Hirschoff, *Toward a Test for Strict Liability in Torts*, 81 *YALE L.J.* 1055 (1972); Richard A. Posner, *A Theory of Negligence*, 1 *J. LEGAL STUD.* 29 (1972).

65 ליתר דיוק, מזיק פוטנציאלי (רצינולי ואדיש לסיכון) יימנע מעשיית פעולה מסוימת אם תוחלת הפיצוי (ההסתברות שתוטל עליו אחריות משפטית כפול היקף הפיצוי שיהיה עליו

הדירוג אפשר להשיג גם על-דרך יצירת "איום" של הטלת אחריות משפטית אזרחית עליהן.

חלופה של פיקוח על סוכנויות הדירוג על-דרך חשיפתן לאפשרות של נשיאה באחריות משפטית עשויים להיות כמה יתרונות על מעשה הפיקוח על-דרך הרגולציה. ראשית, יצירת מערכת רגולציה היא מטלה הכרוכה בהשקעה של משאבים מרובים וזמן רב. גם אם המחוקק או הרגולטור מעוניינים להשקיע את המשאבים הנדרשים לצורך יצירת מערכת הכללים הרגולטורית, הדבר מחייב זמן רב, שבמהלכו על הגוף המעצב את המערכת הרגולטורית לערוך מחקר מעמיק, לפנות לציבור ולנוגעים בדבר לשם קבלת הערות והתנגדויות לכללים המוצעים, ולהעביר את הכללים בערוצים הנדרשים מכוח המשפט החוקתי והמנהלי לצורך הפעולה של חקיקה ראשית או משנית. אמת, גם הליכים משפטיים עשויים לארוך זמן רב ולחייב השקעה של משאבים רבים, אולם נראה כי יכולתו של בית-המשפט להגיב על הקריאות לפיקוח העולות מקרב הציבור, ולתקן התנהגויות פסולות, היא מיידית יותר. זאת, בשים לב לעובדה שבית-המשפט מתבקש בדרך-כלל לספק פתרון למחלוקת פרטנית שהתגלעה בין המתדיינים (במקרה זה בין המשקיע לבין סוכנות הדירוג), וכך בפרט כאשר מדובר בסכסוכים המובאים לפני ערכאות דיוניות, אשר ההשלכה של פסיקתן מוגבלת. הרגולטור הממשלתי, לעומת זאת, נדרש לתכנן ולעגן בדין מערך רגולציה מתוחכם וסבוך, שתכליתו לתת מענה לכלל המקרים העשויים להתעורר בעתיד בתחום הנידון. דומה כי טיב המלאכה המוטלת על כתפי הרגולטור מאלץ אותו, מטבע הדברים, לנקוט הליך תכנון איטי, זהיר וקפדני.

שנית, מעצם טבעה של רגולציה, כמחילה נורמות כלליות על פעולותיהן של סוכנויות הדירוג, עולה החשש שהתנהגויות מסוימות של סוכנויות אלה אשר בדיעבד יהיה רצון למנוע אותן יתאפשרו משום שהן לא נצפו מלכתחילה על-ידי הרגולטור ולפיכך לא הוסדרו בכללים שקבע. לעומת זאת, בית-המשפט ניחן ביכולת להגיב בדיעבד (במגבלות כללי ההתיישנות) על פעולות כושלות של סוכנויות הדירוג, גם אם מאפייניהן לא היו קלים לצפייה מראש, וזאת באמצעות הפעלת "עילות-סל", כגון עילת הרשלנות הנזיקית. כך, לדוגמה, בעוד שלרגולטור היה קשה לצפות מלכתחילה את הטענה בדבר אי-כשירותן של סוכנויות הדירוג לדרג מוצרים מוכנים חדשניים – טענה שעלתה בעקבות התרחשותו של משבר הספ־פריים – ולהגיב על חשש זה בדרך של עיצוב כללים רגולטוריים העוסקים בתהליך הדירוג של מוצרים מוכנים (או של מוצרים חדשניים באופן כללי), בית-המשפט יכול (בעזרת עילות-הסל המדוברות) לחייב את הסוכנויות בנטילת אחריות לכשלונותיהן בדירוג מוצרים אלה גם בדיעבד.

הדיון הנוכחי לא יהיה שלם אם לא יוזכרו החסרונות הבולטים של חשיפת סוכנויות הדירוג לאפשרות של נשיאה באחריות משפטית. חיסרון אחד הטמון במסירת מלאכת הפיקוח על סוכנויות הדירוג לידי בתי-המשפט נוגע בחשש מפני ניצולו לרעה של ערוץ התביעה המשפטית, ונעוץ בהבנה שחשיפתן של סוכנויות הדירוג לאפשרות של נשיאה באחריות משפטית עלולה להפוך אותן ל"קורבן" של הטרדות מצד תובעים ייצוגיים, אשר

לשלם אם תוטל עליו אחריות משפטית) הצפויה מפעולתו גדולה מהתועלת שהוא עתיד להפיק מעשיית הפעולה.

פעמים רבות אין בתובענותיהם אלא ניסיון לזכות בכספים על-דרך הפשרה. אכן, אין להמעיט בערכו של חשש זה. עם זאת, דומה כי חשש זה אינו בולט דווקא בהקשר של תביעות נגד סוכנויות דירוג בהשוואה לתחומים אחרים הנוגעים בניירות-ערך,⁶⁶ שבמסגרתם ערוץ האחריות המשפטית מוכר בדרך-כלל כערוץ מקובל ורצוי. זאת, בפרט על רקע המציאות המשפטית הישראלית, שבה תובעים ייצוגיים מתקשים ממילא לשכנע את בית-המשפט בצדקת תובענותיהם ולזכות באישור המיוחל להגשת התובענה הייצוגית.⁶⁷ חיסרון דומה נוגע בחשש מפני ניצולה לרעה של אפשרות התביעה המשפטית על-ידי חברות מדורגות אשר הנפקותיהן קיבלו דירוגים שאינם מחמיאים. חברות מדורגות אלה עלולות לנסות "לסחוט" את סוכנויות הדירוג לשפר את דירוגיהן באמצעות איום בתביעה משפטית ארוכה ומתישה. אולם מאחר שמאמר זה מבקש להתמקד אך באפשרות להביא לידי חשיפתן של סוכנויות הדירוג לאפשרות של נשיאה באחריות משפטית מקום שנגרמו למשקיע כאג"ח נזקים בשל הסתמכות על דירוג כושל – וזאת מטעמים שיובהרו בהמשך – חיסרון זה אינו מהווה קושי עיקרי במסגרת הדיון.

חיסרון בולט נוסף נובע מהטענה הנפוצה בדבר אי-כשירותו של בית-המשפט לטפל בעניינים כלכליים מורכבים.⁶⁸ דירוג אג"ח הוא נושא כלכלי סבוך, הדורש מן העוסקים בו הכשרה כלכלית, חשבונאית ופיננסית והבנה עסקית טובה. פיקוח על פעולות דירוג אג"ח מצד שופטים שאינם בקיאים בתחומים המדוברים עלול להוביל להכרעות שיפוטיות שגויות, להעלאת עלויות הדירוג בלא צורך ולאפקט מצנן על תעשיית דירוג האג"ח, אשר נתפסת ככלל כתעשייה התורמת ליעילותו של שוק החוב. חיסרון זה אינו זניח, והוא בולט מאוד במערכת המשפטית הישראלית, אשר אינה נהנית מערכאה שיפוטית המתמחה בנושאים כלכליים ועסקיים, ואשר נטען כי קיים בה מחסור בשופטים הבקיאים בנושאים אלה במידה מספקת.⁶⁹

66 סוגיית יתרונותיו וחסרונותיו של מנגנון התובענה הייצוגית, בפרט בכל הנוגע בתחום ניירות-הערך, היא סוגיה מורכבת ורחבת-היקף, וקצרה היריעה מלעמוד כאן על טיבה בצורה שלמה וראויה. עיינו, למשל, זוהר גושן "מבט ביקורתי על חוק החברות החדש: תכלית החברה, הצעות רכש והתובענה הייצוגית" משפטים לב 381, 410-415 (2002); חמדני "אחריות שומרי-סף", לעיל ה"ש 63, בעמ' 45-50; Janet Cooper Alexander, *Do the Merits Matter? A Study of Settlements in Securities Class Actions*, 43 STAN. L. REV. 497, 570-573 (2001).

67 ראו חמדני "אחריות שומרי-סף", לעיל ה"ש 63, בעמ' 47-50.

68 ראו רשות ניירות-ערך דו"ח הועדה לבחינת קוד ממשל תאגידי (Corporate Governance) בישראל 44-45 (2006) (להלן: דוח ועדת גושן).

69 מובן שהחשש העולה מחיסרון זה פוחת ככל שמדובר במערכת שיפוטית הנהנית מערכאה המתמחה בעניינים כלכליים. לטענה בדבר המחסור ב"שופטים כלכליים" במערכת המשפט הישראלית ראו, למשל, מארק שון "השופטת אלשיך: השופטים הכלכליים – בודדים בצריח" כלכליסט 6.12.2008. www.calcalist.co.il/local/articles/0,7340,L-3163422,00.html. להצעה להקים בישראל ערכאה שיפוטית המתמחה בדיני חברות וניירות-ערך ראו דוח ועדת גושן, לעיל ה"ש 68, בעמ' 43-45.

היתרונות הגלומים בפיקוחו של בית-המשפט על התנהלותן של סוכנויות דירוג האשראי, כפי שהוצגו לעיל, אינם באים לבסס את הטענה כי הפיקוח על סוכנויות הדירוג צריך להיעשות על טהרת ערוץ האחריות המשפטית. במקום זאת, מאמר זה מבקש להציע את ערוץ האחריות המשפטית כערוץ אפשרי ומשלים לערוץ הרגולטורי, וכערוץ שיתרונותיו עשויים לסייע בהכוונת התנהגותן של סוכנויות הדירוג ובמניעת הכשלים שנצפו במלאכת הדירוג בעבר.

זה המקום להדגיש כי מאמר זה מבקש לעסוק בשאלת האפשרות להטיל אחריות משפטית אזורית על סוכנויות דירוג בגין נזקים שנגרמו למשקיעים שהסתמכו על דירוגים, ולא בגין נזקים שנגרמו לחברות מנפיקות מדורגות הטוענות כי ניזוקו מכך שהדירוגים שיוחסו להנפקותיהן נמוכים מדי. הסיבה למיקוד ההתעניינות דווקא בשאלת הטלתה של אחריות משפטית בגין נזקים שנגרמו למשקיעים באג"ח נעוצה בשניים: ראשית, כפי שניכר מהסקירה בפרק זה, רוב כשלונותיהן הקולוסליים של סוכנויות הדירוג נבעו מהענקת דירוגים גבוהים מדי להנפקות, שבעטיים נמשכו משקיעים בשוק החוב להשקיע בסדרות אג"ח אלה מתוך אמונה שמדובר בהנפקות בטוחות למדי, עד אשר היה כבר מאוחר מכדי למשוך את ידם מהחזקותיהם בהנפקות אלה; שנית, כפי שכבר הוזכר לעיל ויובהר בהמשך,⁷⁰ הניתוח הכלכלי של אופן פעולתן ומקורות הכנסותיהן של סוכנויות הדירוג מעלה חשש משמעותי מפני יצירתו של תמריץ להענקת דירוגים גבוהים מדי (שיש להם השפעה שלילית על משקיעים), להבדיל מדירוגים נמוכים מדי (שיש להם השפעה שלילית על החברות המנפיקות). מתוך הבנה זו ינסה הפרק הבא לעמוד על ההיסטוריה הפסיקית הנוגעת באחריות המשפטית של סוכנויות הדירוג.

ד. המצב המשפטי הנוהג בעניין אחריות המשפטית האזורית של

סוכנויות דירוג אג"ח

מטרתו של פרק זה היא לסקור, באופן תמציתי, את המקרים המעטים שבהם התבקשו בתי-המשפט לקבוע את אחריות המשפטית של סוכנויות הדירוג על פעולות הדירוג שהן מבצעות. סקירת הפסיקה תאפשר את חילוץ הטענות העיקריות שהעלו משקיעים באג"ח וחברות מנפיקות לטובת הטלת אחריות משפטית על סוכנויות הדירוג, ואת יחסם של בתי-המשפט השונים לטענות אלה. אף שעניינו של מאמר זה ממוקד בשאלת האפשרות להטיל אחריות משפטית על סוכנויות הדירוג בגין נזקים שנגרמו למשקיעים שהסתמכו על דירוגי האג"ח, סקירת הפסיקה תכלול גם מקרים שבהם סוכנויות הדירוג נתבעו לדין על-ידי גופים מנפיקים. זאת, על-מנת לעמוד בצורה המיטבית על אופן התייחסותו של בית-המשפט לאפשרות של הטלת אחריות משפטית על סוכנויות דירוג אג"ח באופן כללי.

70 ראו לעיל תת-פרק 22 ולהלן תת-פרק 1, בהתאמה.

1. הפסיקה בארצות-הברית

הדין הנוהג בארצות-הברית ביחס לאחריותן המשפטית האזרחית של סוכנויות דירוג האג"ח אינו משתמע לשני פנים. אף שהגשת תביעה נגד סוכנות דירוג היא אפשרית, שללה הפסיקה האמריקנית, הלכה למעשה, כל אפשרות של ניזוק לזכות בסעד בגין נזק שנגרם לו עקב הסתמכות על דירוג אג"ח כושל. באמצעות שימוש ברטוריקה חוקתית בלתי-מתפשרת, בסטנדרט הנזיקי המחמיר של זדון ממשי ובפרשנות חוזית המקילה עם סוכנויות הדירוג, הציבו בתי-המשפט האמריקניים בפני התובעים הפוטנציאליים רף הוכחה שאי-אפשר כמעט לצלוח אותו.

כפי שהוזכר לעיל, מסקירת הפסיקה האמריקנית עולה תפקידו המרכזי של השיקול החוקתי בכירור סוגיית אחריותן המשפטית האזרחית של סוכנויות הדירוג. עניינו של שיקול חוקתי זה הוא ההגנה הניתנת לסוכנויות הדירוג מכוח התיקון הראשון לחוקה האמריקנית, המעגן את חופש הביטוי.⁷¹ דוגמה בולטת לשימוש בשיקול חוקתי זה ניתן למצוא בעניין *County of Orange*.⁷² במסגרת פרשה זו דן בית-המשפט המחוזי של מדינת קליפורניה בטענות נזיקיות וחוזיות שהועלו נגד סוכנות הדירוג S&P בנוגע לשירותי דירוג אג"ח שהאחרונה סיפקה למועצת מחוז אורנג' שבקליפורניה. קביעתו של בית-המשפט בעניין זה הייתה כי S&P, כמוציאה-לאור, נהנית מסטנדרט "הזדון הממשי" (actual malice) ביחס לטענה שלפיה פרסום כוזב לכאורה של דירוג אג"ח מהווה הפרת חוזה או מעשה רשלנות. את קביעתו זו ביסס בית-המשפט המחוזי של מדינת קליפורניה על פסיקת העבר של בית-המשפט העליון האמריקני.⁷³ לפי סטנדרט הזדון הממשי, על-מנת לקיים את חופש הפעולה העיתונאי הנתון למוציא-לאור מכוח התיקון הראשון לחוקה, לא תוטל חבות על מוציא-לאור בגין מצג-שווא אלא אם כן מצג-שווא זה נעשה מתוך כוונה זדונית של ממש, כלומר, תוך ידיעה שהמצג הוא שקרי או תוך התעלמות פזיזה (reckless disregard) מהשאלה אם המצג אמיתי או שקרי.⁷⁴ סופו של עניין *County of Orange* היה בהסכם פרשה שהושג בין מועצת מחוז אורנג' לבין S&P.⁷⁵ אולם משמעותה המעשית של ההגנה החוקתית שייחס בית-המשפט המחוזי בקליפורניה לפעולת דירוג האג"ח הייתה שסוכנויות הדירוג הוכפפו, לפחות לפי הסטנדרט שנקבע בפרשה זו, למשטר של פזיזות, להבדיל מהסטנדרט המחמיר יותר (מנקודת-מבטן של סוכנויות הדירוג) של רשלנות. משמעותו של משטר משפטי זה היא שרק ידיעה בדבר חוסר מהימנותו של דירוג אג"ח או התעלמות פזיזה משאלת מהימנותו של דירוג יובילו להטלת אחריות משפטית על סוכנות הדירוג.

.U.S. CONST. amend. I 71

County of Orange v. McGraw-Hill Cos., 245 B.R. 151 (Cal. Dist. Ct. 1999) (להלן): 72

עניין *County of Orange*.

.New York Times v. Sullivan, 376 U.S. 254 (1964) 73

עניין *County of Orange*, לעיל ה"ש 72, בעמ' 154-157. 74

SINCLAIR, לעיל ה"ש 3, בעמ' 159-160. 75

בעניין אחר הוגש ערעור נגד סוכנות הדירוג Moody's על רקע פעולת דירוג שביצעה הסוכנות מיוזמתה (unsolicited rating), למורת-רוחה של מועצת מחוז ג'פרסון.⁷⁶ בעניין זה דחתה ערכאת הערעורים של ה-Tenth Circuit, על בסיס שיקולים חוקתיים דומים, את טענותיה של מועצת המחוז, שהתבססו על עילות של התערבות מכוונת ביחסים חוזיים (intentional interference with contractual relations) ופרסום של שקר מפגיע.⁷⁷ אמת, לא כל בתי-המשפט האמריקניים ששו להפעיל את הרטוריקה החוקתית בהתמודדותם עם תביעות שהוגשו נגד סוכנויות הדירוג. אולם גם במקרים שבהם לא הופעלה רטוריקה זו, הצליחו בתי-המשפט לדחות תביעות שונות שהוגשו נגד סוכנויות הדירוג – ואשר התבססו על עילות מגוונות – על-ידי פרשנות משפטית ודוקטרינרית שהקשתה ער-מאור על ניזוקים לזכות בסעד בגין פעולותיהן של סוכנויות הדירוג. כך, למשל, בעניין *First Equity*⁷⁸ בחרה מפורשות ערכאת הערעורים של ה-Second Circuit, אשר דנה בתביעה נזיקית שהוגשה נגד S&P (בגין עילות של מצג-שווא רשלני והונאה), להימנע מביסוס החלטתה על שיקולים חוקתיים.⁷⁹ במקום זאת העדיפה ערכאת הערעורים לדחות את הערעור על-סמך שיקולים הנעוצים בדיני הנזיקין בלבד. כך הכריע בית-המשפט כי לאור דיניה של מדינת ניו-יורק יש לדחות את חבותה של S&P על-סמך הלכה קודמת⁸⁰ שקבעה חסינות מפני חבות בנזיקין למפיעים של מידע פיננסי אשר יצרו מצג-שווא רשלני שאין בו משום הונאה, הוצאת דיבה או הוצאת לשון-הרע.⁸¹ דיניה של מדינת פלורידה (שאפשרות החלתם על המקרה נידונה אף היא) הובילו, לשיטתו של בית-המשפט לערעורים, למסקנה דומה.

בעניין *Quinn* נידון גורלה של תביעה שהגיש משקיע באג"ח נגד סוכנות הדירוג S&P.⁸² באותה פרשה ביסס המשקיע את תביעתו על עילות של מצג-שווא רשלני והפרת חוזה דירוג האג"ח על-ידי S&P. לעניין העילה האחרונה טען התובע כי יש לראות בו צד שלישי שהינו מוטב לחוזה הדירוג שנחתם בין סוכנות הדירוג לבין החברה המנפיקה. גם במקרה זה נמנעה ערכאת הערעורים משימוש ברטוריקה חוקתית, ובחרה לדחות את ערעורו של המשקיע המדובר על-סמך שיקולים דוקטרינריים נזיקיים וחוזיים. כך, לעניין

76 *Jefferson County School District v. Moody's Investor's Services*, 175 F.3d 848 (10th Cir. 1999) (להלן: עניין *Jefferson County*).

77 עיינו גם: *Compuware Corp. v. Moody's Investors Services*, 499 F.3d 520 (6th Cir. 2007) (להלן: עניין *Compuware*). גם בעניין זה נדחו טענותיה של המערערת על-סמך שיקולים חוקתיים הנוגעים בהגנה על חופש הביטוי של מוציא-לאור.

78 *First Equity Corp. v. Standard & Poor's Corp.*, 869 F.2d 175 (2d Cir. 1989) (להלן: עניין *First Equity*).

79 שם, בעמ' 178. זאת, להבדיל מגישתו של בית-המשפט המחוזי של מדינת ניו-יורק, אשר דן בפרשה בגלגולה הראשון. ראו: *First Equity Corp. v. Standard & Poor's Corp.*, 670 F. Supp. 115 (S.D.N.Y. 1987); *First Equity Corp. v. Standard & Poor's Corp.*, 670 F. Supp. 256 (S.D.N.Y. 1988).

80 *Jaillet v. Cashman*, 115 Misc. 383, 189 N.Y.S. 743 (Sup. Ct. 1921).

81 עניין *First Equity*, לעיל ה"ש 78, בעמ' 179.

82 *Quinn v. The McGraw-Hill Cos.*, 168 F.3d 331 (7th Cir. 1999) (להלן: עניין *Quinn*).

עילתו החוזית של המערער, הסביר בית-המשפט כי על-מנת להוכיח מעמד של מוטב לחוזה, על הצד השלישי הטוען למעמד זה להראות כי הייתה כוונה מפורשת כמעט של הצדדים לחוזה להרעיף עליו הטבות, וציין כי קיימת חזקה (לא-חלוטה) נגד כוונה זו.⁸³ לשיטתה של ערכאת הערעורים, לא היה אפשר, בנסיבות העניין, לחלץ מן החוזה שבין החברה המדורגת לבין S&P שום כוונה מפורשת או משתמעת של הצדדים לחוזה להיטיב עם המשקיעים באג"ח המדורג. לפיכך הגיעה ערכאת הערעורים למסקנה כי דין טענתו החוזית של המערער להידחות. טענת מצג-השווא שהועלתה בעניין Quinn נדחתה משיקולים הנעוצים בנסיבות העובדתיות הקונקרטיות של אותו מקרה.⁸⁴

2. הפסיקה בישראל

מצאי פסקי-הדין הישראליים העוסקים באחריותן המשפטית של סוכנויות הדירוג דל אף מזה האמריקני. פסק-הדין הרלוונטי הראשון עוסק בתביעה שהוגשה לבית-משפט השלום נגד חברת "דן אנד ברדסטריט", אשר עוסקת, בין היתר, בשירות של הערכת דירוגי אשראי של חברות.⁸⁵ בעניין כרמל בידוד נידונו תביעותיהן של שלוש חברות נגד חברת "דן אנד ברדסטריט",⁸⁶ אשר מבצעת לעיתים מיוזמתה הערכות בדבר סיכוני האשראי המאפיינים חברות מסוימות הפועלות במשק הישראלי. התובעות תבעו את הנתבעת בעילות של רשלנות והוצאת לשון-הרע, בגין נזקים שנגרמו להן, לטענתן, לאחר שדירוגי האשראי שלהן, המופיעים במאגרי הנתבעת, הופחתו על-ידיה, לטענת התובעות, ללא ביסוס ובחוסר מקצועיות.⁸⁷

סופו של עניין כרמל בידוד היה בדחייתן של התביעות שהוגשו נגד "דן אנד ברדסטריט". לעניין העילה של הוצאת לשון-הרע קבע בית-המשפט כי אף שפעולת דירוג אג"ח לא-מחמיאה אכן עשויה ליפול לגדריה של ההגדרה הקבועה בסעיף 1(3) לחוק איסור לשון הרע, התשכ"ה-1965,⁸⁸ במקרה המדובר עמדה לנתבעת הגנה מפני חבות בלשון-הרע מכיוון שהדירוג שהציגה היווה הבעת דעה בתום-לב על פעולות שעשו החברות התובעות בפומבי.⁸⁹ עילת הרשלנות נדחתה ביתר זריזות, על-סמך קביעתו של בית-המשפט כי בנסיבות המקרה לא התקיים יסוד ההתרשלות במעשי הנתבעת, שכן דירוגי האשראי שפרסמה בוססו על "שיקולים ענייניים ומקצועיים גרידא".⁹⁰ מעניין שתוך כדי הדין בעילת הרשלנות הניח בית-המשפט כי מתקיימת חובת זהירות של החברה

83 שם, בעמ' 334.

84 שם, בעמ' 336.

85 הכוונה היא לדירוג מסוג "דירוג מנפיק". לפירושו של דיבור זה ראו לעיל תת-פרק ב1.

86 ת"א (שלום חי) 12330/00 כרמל בידוד בע"מ נ' דן אנד ברדסטריט ישראל בע"מ (לא פורסם, 3.9.2003) (להלן: עניין כרמל בידוד).

87 שם, פס' 4 לפסק-דינו של השופט טובי.

88 להלן: חוק איסור לשון-הרע.

89 זאת, על-סמך ההגנה הקבועה בהוראת ס' 15(6) לחוק איסור לשון-הרע. ראו עניין כרמל בידוד, לעיל ה"ש 86, פס' 14 לפסק-דינו של השופט טובי.

90 שם, פס' 19 לפסק-דינו של השופט טובי.

המדרכת כלפי מושאיהם של דירוגי האשראי שהיא מבצעת, אך בחר לא להכריע בכך לנוכח אי-גיבושו של יסוד ההתרשלות.⁹¹

בשנת 2008 הגישה חברת TMI תביעה נגד סוכנות הדירוג "מעלות". בתביעה עתרה חברת TMI לסעד הצהרתי שיורה על ביטולה של הפחתת הדירוג הדרסטית שביצעה "מעלות" ביחס לאחת מסדרות האג"ח שהונפקו על-ידי התובעת.⁹² במסגרת התביעה הוגשה אף בקשה לסעד זמני בצורת צו הצהרתי זמני שישעה את ההחלטה על הפחתת הדירוג.⁹³ אל הבקשה נלווה שלל טענות נגד החלטתה של סוכנות הדירוג להפחית את הדירוג המדובר. בהחלטתו בעניין הבקשה לסעד זמני נמנע השופט זפט מדיון משפטי מעמיק בשאלת אחריות המשפטית של סוכנויות דירוג אג"ח, ודחה את הבקשה מכל וכל, בקובעו כך:

"דעתן של המבקשות על הדירוג הראוי כמו גם דעת המומחה שאת שירותיו שכרו אינה קובעת. עניין זה נמסר לשיקול דעתה המקצועית [כך במקור] של חברת הדירוג, ולא של מומחה אחר כלשהו. איני מוצא עילה להתערבות שיפוטית בהערכה זו."⁹⁴

הבקשה לסעד זמני נדחתה, אם כן, ובסופו של יום נמשכה אף התביעה העיקרית על-ידי התובעת.⁹⁵ ההחלטה בבקשה לסעד זמני בעניין TMI מהווה החמצה של הזדמנות לדיון מהותי בשאלת אחריות המשפטית של סוכנויות הדירוג, וניתן אך להצר על כך. יש לקוות כי לנוכח העובדה שהחלטה עוסקת רק בבקשה לסעד זמני, ושלא התקיים במסגרתה דיון מהותי בטענות שהועלו על-ידי התובעת, לא יראו בתי-משפט אחרים בהחלטה זו משום סתימת הגולל על האפשרות לתקוף בעתיד את פעולותיהן של סוכנויות הדירוג בתי-המשפט הישראליים.⁹⁶

91 ש.ם.

92 ה"פ (מחוזי ת"א) 1116/08 TMI Limited נ' "מעלות" – החברה הישראלית לדירוג ניירות ערך בע"מ (להלן: עניין TMI). פרטי התביעה לקוחים מתוך החלטה בעניין בקשה לסעד זמני שהגישה התובעת. ראו בש"א 23686/08 TMI Limited נ' "מעלות" – החברה הישראלית לדירוג ניירות ערך בע"מ (לא פורסם, 28.12.2008) (להלן: בש"א TMI).

93 ש.ם.

94 ש.ם, פס"א (תחת הכותרת "דיון") להחלטתו של השופט זפט.

95 ראו מיכאל רוכוורגר "סאגת פירעון האג"ח של שטיינמן הגיעה לסיימה: יקנה את יתרת החוב כמעט לפי שוויו ב-891 מיליון שקל" *TheMarker* 8.1.2009 www.themarker.com/tmc/article.jhtml?log=tag&ElementId=ha20080108_0012589.

96 חשוב לציין כי הרשות לניירות-ערך פרסמה באחרונה תזכיר הצעת חוק מטעמה שכותרתו "הצעת חוק להסדרת פעילות חברות הדירוג, התשס"ט-2009". ראו www.isa.gov.il/Download/IsaFile_3526.pdf. במסגרת הצעת חוק זו מוצע, בין היתר, למנוע את אפשרות תקיפתן של סוכנויות הדירוג בכל עילה שאינה מנויה בחוק המוצע. ראו ס' 17 להצעת החוק וכן דברי ההסבר לסעיף זה.

ה. שיקולים מתחום הניתוח הכלכלי של המשפט

הטלת אחריות משפטית על סוכנויות דירוג אג"ח אמורה להוות כלי להכוונת התנהגותן של סוכנויות הדירוג אל עבר התנהגות יעילה מבחינה חברתית. במובן זה, תכליתה היא לגרום לכך שסוכנויות הדירוג "יפנימו" אקס-אנטה את העלויות שהתנהגותן מטילה על צדדים שלישיים (ההצננות השליליות), כגון משקיעים באג"ח, וכך להניע אותן לבצע את פעולת הדירוג בצורה יעילה מבחינת הרווחה החברתית המצרפית. במילים פשוטות, הטלת אחריות משפטית אמורה לגרום ל"הרתעה יעילה" של סוכנויות הדירוג.⁹⁷ מטרתו של פרק זה היא לבחון את התמריצים הכלכליים המכוונים את התנהגויותיהן של סוכנויות הדירוג, ולברר אם קיימים בשוק דירוג האג"ח כשלי שוק (כגון הצננות שליליות הנובעות מפעולת הדירוג) אשר ניתן אולי להסדירם באמצעות הטלת אחריות משפטית על סוכנויות הדירוג.

במאמר חשוב משנת 1990 העלה הוסיסיאן (Husisian) מכלול של שיקולים מתחום הניתוח הכלכלי של המשפט אשר עשויים לסייע בעיצוב המדיניות המשפטית הראויה בסוגיית אחריותן המשפטית של סוכנויות דירוג אג"ח.⁹⁸ הוסיסיאן מטיל ספק בטענה כי יש לחשוף את סוכנויות הדירוג לאפשרות שתוטל עליהן אחריות משפטית, ובכל אופן טוען כי עדיף להכפיף את סוכנויות הדירוג לסטנדרט התנהגות של העדר פזיזות (כפי שנקבע בפסיקה האמריקנית שנסקרה לעיל) מאשר לסטנדרט של העדר רשלנות. בהמשכו של פרק זה יוצגו השיקולים הכלכליים שהעלה הוסיסיאן לשם תמיכה בטענתו וכן שיקולים כלכליים נוספים. מכיוון שחלפו כמעט שני עשורים מעת פרסום מאמרו המנחה של הוסיסיאן, יהווה הדיון שלהלן הזדמנות טובה להעמיד במבחן הזמן את המסקנות שמבסס הוסיסיאן על ניתוחו הכלכלי, ולראות אם טיעוניו הכלכליים רלוונטיים עדיין לנוכח התובנות העולות ממשברי דירוג האג"ח, כגון פרשת אנרון ומשבר הסב-פריים, שהתחוללו לאחר שכתב את מאמרו.

1. ניגוד עניינים

טענה נפוצה העולה במסגרת הדיון בדבר טיבם של דירוגי האג"ח המופקים על-ידי סוכנויות דירוג האג"ח היא שקיים חשש מפני הטיה כלפי מעלה של הדירוגים בשל בעיית ניגוד העניינים של סוכנויות הדירוג.⁹⁹ כפי שהוסבר לעיל, סוכנויות הדירוג מקבלות את שכרן מהחברות המדורגות, המזמינות את שירותי הדירוג. שני הצדדים לחוזה הדירוג – סוכנות הדירוג והגוף המדורג – הם גופים שתכליתם העיקרית היא השאת רווחיהם.¹⁰⁰

97 לפירוש המונח "הרתעה יעילה", המכונה לעיתים "הרתעת שוק" (market deterrence) או "הרתעה כללית" (general deterrence), ראו CALABRESI, לעיל ה"ש 64, בעמ' 69.

98 Husisian, לעיל ה"ש 4.

99 לדוגמות לביקורת זו ראו לעיל ה"ש 23. להתייחסות לחשש המוגבר מפני ניגוד עניינים זה בתעשיית דירוג האג"ח הישראלית ראו רולניק, לעיל ה"ש 23.

100 יש לעדן אמירה זו: לא כל הגופים המדורגים הם גופים שנהוג להניח כי תכליתם היא השאת רווחים. כך, למשל, סוכנויות הדירוג נוהגות לספק גם שירותי דירוג של אגרות-חוב

מבחינת הגופים המדורגים, האינטרס לזכות בדירוג אג"ח גבוה הוא ברור. ההשלכה המיידית של קבלת דירוג אג"ח גבוה להנפקה חדשה היא הקטנת העלויות של גיוס החוב. זאת, משום שהגוף המנפיק נדרש לשלם שיעור ריבית נמוך יותר לרוכשי האג"ח. אולם התועלות (או הרווחים) שגופים מדורגים מפיקים מכך שהנפקתם זכתה בדירוג גבוה אינן מסתכמות בכך. לקבלת דירוג גבוה יש יתרונות נוספים מבחינת הגוף המנפיק. ראשית, מכיוון שרגולציה ממשלתית מגבילה משקיעים מוסדיים מפני רכישה של ניירות-ערך "מסוכנים" ומקילה עליהם רכישת אג"ח שזכו בדירוג גבוה, הנפקה שזכתה בדירוג גבוה מספיק תזכה בביקושם של המשקיעים המוסדיים (אשר היקף רכישותיהם גדול בדרך-כלל מזה של משקיעים פרטיים), והגוף המנפיק יצליח למכור את אגרות-החוב ביתר מהירות וביתר קלות.¹⁰¹ שנית, מחקרים הראו כי קיימים יחסים-גומלין בין עדכון דירוגי אג"ח על-ידי סוכנויות הדירוג הדומיננטיות לבין המחיר הבורסאי של מניית החברה מנפיקת האג"ח.¹⁰² אם השווי הבורסאי של חברה מנפיקה אכן מושפע מעדכון דירוג האג"ח של אותה חברה, אזי החברה המדורגת מפיקה תועלת נוספת מעדכון דירוגיה כלפי מעלה, או לכל-הפחות מכך שדירוגיה אינם מעודכנים כלפי מטה. עם זאת, יש לציין כי לפחות חלק מהמחקרים לא גילו השפעה חיובית מובהקת סטטיסטית על מחיר המניה עקב עדכונים חיוביים של דירוג האג"ח, אלא רק השפעה שלילית על מחירה של המניה לאחר עדכונים שליליים של דירוג האג"ח.¹⁰³ אף-על-פי-כן, גם לנוכח הממצאים המצומצמים יותר של מחקרים אלה, לחברה המדורגת יש אינטרס לקבל עדכונים חיוביים של דירוגיה על-מנת לא לחוות ירידה בשווי מנייתה. ברור אם כן, לפי כל האמור לעיל, כי אילו יכלו הגופים המדורגים לשלם מחיר גבוה יותר בעבור דירוג גבוה יותר, הם היו עושים כן (לפחות עד המקום שבו העלות השולית של העלאת הדירוג עולה על הרווח השולי הנובע מהעלייה בדירוג).

גם סוכנויות הדירוג הן חברות שמטרתן היא להשיא את רווחיהן. לפיכך, אילו לא היו קיימים משקיעים הצופים בדירוגי האג"ח המופקים, תמריצן של סוכנויות הדירוג להשיא

המונפקות על-ידי ממשלות של מדינות (אג"ח מדינה) או על-ידי רשויות מקומיות (אג"ח מוניציפליות). ברור כי העדפותיהם של גופים ציבוריים אלה אינן מסתכמות בשאיפה להפיק רווחים. אף-על-פי-כן, הנחה סבירה היא שגם גופים ציבוריים אלה, כאשר הם מחליטים להנפיק סדרות אג"ח לצורך גיוס חוב, מעוניינים בדירוג גבוה ככל האפשר, שכן הרבר יקל עליהם לגייס חוב למימון פעילויותיהם השונות.

101 לדיון בכללים רגולטוריים המקילים על משקיעים מוסדיים לרכוש אג"ח שזכו בדירוגים מסוימים ראו לעיל תת-פרק ב3.

102 ראו, למשל: John R.M. Hand, Robert W. Holthausen & Richard W. Leftwich, *The Effect of Bond Rating Agency Announcements on Bond and Stock Prices*, 47 J. FIN. 733 (1992); Ilia D. Dichev & Joseph D. Piotrosky, *The Long-Run Stock Returns Following Bond Ratings Changes*, 56 J. FIN. 173 (2001); Lars Norden & Martin Weber, *Informational Efficiency of Credit Default Swap and Stock Markets: The Impact of Credit Rating Announcements*, 28 J. BANKING & FIN. 2813 (2004)

103 ראו Dichev & Piotrosky, לעיל ה"ש 102, בעמ' 202; Norden & Weber, לעיל ה"ש 102, בעמ' 2816.

את רווחיהן היה מניע אותן למכור דירוגים גבוהים לכל המרבה במחיר.¹⁰⁴ כפי שהוסבר כבר לעיל, המחיר שחברה מנפיקה משלמת בעבור דירוג ההנפקה נע בדרך-כלל סביב שיעור קבוע משווי ההנפקה.¹⁰⁵ אולם סוכנויות הדירוג יכולות, באופן תיאורטי, לדרוש מחיר גבוה יותר בעבור דירוג מסוים (שהרי המחיר ניתן תמיד למיקוח).¹⁰⁶ נוסף על כך, החברות המדורגות יכולות להביא לידי הגדלת התמורה המועברת לסוכנויות הדירוג, הלכה למעשה, על-ידי התחייבות לשכור את שירותיה של סוכנות הדירוג בהנפקות עתידיות או על-ידי שכירת שירותים נלווים שסוכנויות הדירוג מציעות כיום, כגון ייעוץ להנפקות.¹⁰⁷ לפיכך, אילו התמריץ היחיד שהניע את סוכנויות הדירוג היה הרצון לקבל תשלום גבוה בעבור דירוגים, אזי חוזה שירותי הדירוג היה מוביל לדירוג המוטה כלפי מעלה, קרי, דירוג אשר מייחס לסדרה המונפקת סיכון אשראי פחות מזה המאפיין אותה במציאות. למזלם של המשקיעים בשוק החוב, הדיון לעיל אינו ממצה את ניתוח מערך התמריצים הפועל על סוכנויות הדירוג. שיקולי מוניטין הם המאזנים את תמריצן של סוכנויות הדירוג להעניק דירוגים גבוהים למרבה במחיר. לשיטתו של הוסיסאן, אף ללא פיקוח (משפטי או רגולטורי) על סוכנויות הדירוג, כוחות השוק עשויים לתמרץ את סוכנויות הדירוג להפיק דירוגים מדויקים, משום ש"סוכנות דירוג האג"ח מוכרת את המוניטין שלה יחד עם כל דירוג".¹⁰⁸ לפי טיעון זה, נכסן הגדול ביותר של סוכנויות הדירוג הוא "הון המוניטין" (Reputational Capital) שלהן.¹⁰⁹

המשקיעים בשוק החוב מחפשים כלי מדויק להערכת סיכון האשראי המאפיין סדרות אג"ח מסוימות ומנפיקי אג"ח מסוימים. אם באופן שיטתי הדירוגים שסוכנות דירוג מסוימת מפיקה מתגלים כשגויים (כלומר, ככאלה שאינם משקפים נכונה את סיכון האשראי שאותו הם מנסים להעריך), יאבדו המשקיעים את אמונם ביכולתה של סוכנות הדירוג המדוברת למלא את תפקידה בשוק החוב – הספקת שירותי הערכה של סיכונים אשראי. התוצאה תהיה שאותם משקיעים יפסיקו להתחשב בדירוגי האג"ח שאותה סוכנות מפיקה. בעקבות זאת יפסיקו הגופים המדורגים להתקשר עם אותה סוכנות דירוג לצורך הספקת שירותי דירוג. אף שתעשיית הדירוג מתאפיינת במבנה תעשייתי של אוליגופול (הן בארצות-הברית הן בישראל), היא אינה פועלת כמונופול. כלומר, אם המשקיעים אינם מרוצים מאיכות הדירוגים המופקים על-ידי סוכנות פלונית, הם חופשיים להתעלם מדירוגים אלה ולהסתמך רק על דירוגים המופקים על-ידי סוכנות דירוג אלמונית. התמריץ לייצר דירוגים מדויקים נובע, אם כן, מהתחרות בשוק דירוג האג"ח.¹¹⁰ מלבד תחרות מצד סוכנויות דירוג

104 ההתעלמות מקיומם של משקיעים נועדה אך כדי להסביר את התמריץ האפשרי של חברות דירוג למכור דירוגים גבוהים למי שישלם סכומים גבוהים. מובן שאין שום משמעות לדירוג אג"ח בעולם ללא משקיעים הרוכשים את האג"ח.

105 ראו לעיל ה"ש 22.

106 שם.

107 ראו IOSC REPORT, לעיל ה"ש 2, בעמ' 11.

108 Husisian, לעיל ה"ש 4, בעמ' 425-426.

109 ראו Partnoy, לעיל ה"ש 4, בעמ' 628-636.

110 ראוי לציין בנקודה זו כי לאופייה האוליגופוליסטי של תעשיית דירוג האג"ח עשויות להיות הן השלכות שליליות והן השלכות חיוביות על איכות הדירוגים. כך, יש הטוענים כי בדומה

אחרות, מופעל על סוכנויות הדירוג לחץ תחרותי גם מכיוון כלים חלופיים המשמשים בשוק החוב להערכת סיכוני אשראי, כגון אנליסטים¹¹¹ וכן נגזרות אשראי ששווי השוק שלהן נותן אינדיקציה מעולה בדבר סיכון האשראי הגלום באג"ח המהווה את נכס-הבסיס שלהן.¹¹² לסיכום, לפי טיעון המוניטין, סוכנות דירוג שתסכים למכור דירוגים גבוהים מדי לכל המרכה במחיר תרויח אולי בטווח הקצר, אך לא תצליח לשרוד בטווח הארוך. האם די בשיקול המוניטין לתמרץ את סוכנויות הדירוג להפיק אך דירוגים מדויקים? מלומדים אחרים משיבים על שאלה זו בשלילה.

פרטנוי גורס כי במהלך השנים חלה ירידה בערך האינפורמטיבי הטמון בדירוגי אג"ח. הוא מסתמך על מחקרים אחרים המצביעים על ירידה מתמשכת ברמת דיוקם של דירוגי האג"ח, וכן על ראיות לא-ידיוק של דירוגי האג"ח שניתן להסיקן ממשברים בולטים בשוק דירוג האג"ח,¹¹³ וטוען כי בהינתן מחקרים וראיות אלה, גישת "הון המוניטין" כבר אינה יכולה להוות הסבר טוב להישרדותן של סוכנויות הדירוג ולדומיננטיות שלהן בשוק החוב. לשיטתו, ערכם של דירוגי אג"ח יכול להיות מוסבר כיום רק על-ידי גישת "הרישיון הרגולטורי" (Regulatory License View). לפי גישה זו, מאז הוכנסו דירוגי האג"ח לגדר הרגולציה שמופעלת על אופן השקעתם של משקיעים מוסדיים,¹¹⁴ נהפכו דירוגי האג"ח לבעלי ערך לא מפתא המידע שהם מזרימים לשוק החוב, אלא בשל היותם "רשיונות רגולטוריים" המפחיתים עלויות הנובעות מרגולציה המופעלת על משקיעים מוסדיים.¹¹⁵ הוא מתייחס לטיעון בדבר ניגוד העניינים, ומסביר כי בעבר אכן היווה שיקול המוניטין תמריץ לסוכנויות להימנע מדירוגים המוטים כלפי מעלה. אולם כיום, משהוקנה מעמד רגולטורי לדירוגי האג"ח המופקים על-ידי כמה סוכנויות נבחרות, סוכנויות אלה חופשיות לייחס חשיבות פחותה למוניטין שלהן בתעשיית דירוג האג"ח, ולהסתמך, לצורך שמירה על מעמדן בשוק החוב, על כך שגופים מנפיקים זקוקים לדירוגיהן על-מנת שיוכלו להציע את מרכולתם למשקיעים המוסדיים.¹¹⁶ הצעתו העיקרית של פרטנוי היא להחיות

לכל מוצר שגרת, תמריצן של סוכנויות הדירוג לייצר מוצר איכותי יותר (קרי, דירוגים מדויקים יותר) יעלה ככל שתגבר התחרות בתעשיית הדירוג. טענה זו נסמכת על ההבנה שהחברות המנפיקות יפנו לרכוש את שירותי הדירוג מהסוכנות המציעה שירותים איכותיים יותר, משום שזו הסוכנות שהמשקיעים בשוק החוב ייטו להסתמך על דירוגיה בעת קבלת החלטות ההשקעה שלהם. לעומת זאת, יש הסבורים כי הגדלת מספר המתחרות בתעשיית דירוג האג"ח עשויה להוביל דווקא לידידה ברמת הדיוק של הדירוגים, משום שככל שיתקיימו מתחרות רבות יותר בתעשיית הדירוג כן יקל על החברה המנפיקה ללחוץ על סוכנות דירוג מסוימת – באמצעות איום בפנייה לחברה מתחרה – להפיק בעבורה דירוגים מחמיאים.

111 Husisian, לעיל ה"ש 4, בעמ' 425-426.

112 להסבר על-אודות נגזרות אשראי ראו: Norman Menachem Feder, *Deconstructing Over-*
The-Counter Derivatives, 2002 COLUM. BUS. L. REV. 677, 706-716 (2002).

113 Partnoy, לעיל ה"ש 4, בעמ' 664-658.

114 לדיון מורחב בסוגיה זו ראו לעיל תת-פרק ב3.

115 Partnoy, לעיל ה"ש 4, בעמ' 681-682; JONATHAN R. MACEY, *CORPORATE GOVERNANCE* ;682-681
(2008) 114-115.

116 Partnoy, לעיל ה"ש 4, בעמ' 698.

את תמריצין של סוכנויות הדירוג לייצר דירוגים מדויקים על-ידי הפסקת ההסתמכות הרגולטורית על דירוגי אג"ח, ומעבר לרגולציה על אופן השקעתם של משקיעים מוסדיים באג"ח המסתמכת על סיכוני האשראי המבוטאים על-ידי Credit Spreads.¹¹⁷ אולם לענייננו חשובה יותר ההבנה כי טענתם של מלומדים כגון הוסיסאין, שלפיה שיקול "הון המוניטין" מהווה מזור מלא למחלת ניגוד העניינים שסוכנויות הדירוג לוקות בה, היא טענה שייתכן שבמציאות של תעשיית האג"ח של ימינו כבר אינה מציעה פתרון אמיתי ומלא לחשש מפני דירוגים מוטים. חסרונותיה של גישת "הון המוניטין" אף מצדיקים, לדעת פרטנוי, תמיכה במאמציהם של גופים שונים לקבל הכרה באחריותן המשפטית של סוכנויות הדירוג בגין דירוגים כושלים.¹¹⁸

עם הולדתו של משבר הסב-פריים ספגה גישת "הון המוניטין" מתקפה מחזית נוספת. במאמר שנכתב לאחר פרוץ המשבר טוען האנט (Hunt) כי גם אם מנגנון המוניטין פועל בצורה טובה בתעשיית דירוג האג"ח באופן כללי, שיקול המוניטין לא ירתיע את סוכנויות הדירוג מלקבל על עצמן מלאכה של דירוג מכשירים חדשניים, גם אם הן אינן מחזיקות במיומנויות הנדרשות לצורך דירוגם.¹¹⁹ האנט מתאר את הבחירה שרואה מולה סוכנות דירוג השוקלת אם לדרג מכשיר חדשני שהיא אינה מוכשרת לדרגו. הוא מראה כי בחירתה היא בין רווח חיובי מסוים בתקופה הראשונה ורווח קטן יותר בתקופות הבאות (בשל איבוד מוניטין בכל הנוגע בדירוג מוצרים מסוג זה) לבין רווח אפס בתקופה זו ובתקופות הבאות. בבחירה זו, טוען האנט, תעדיף סוכנות הדירוג תמיד את החלופה הראשונה, שבה הרווח שלה חיובי.¹²⁰ האנט סבור כי הפקת דירוגים מאיכות נמוכה בתחום מסוים (דירוגי מכשירים חדשניים) אינה פוגעת במוניטין של סוכנות הדירוג בתחום אחר (דירוגי מכשירים מסורתיים), ולפיכך לא תירתע סוכנות הדירוג מלדרג מכשירים חדשניים, שכן היא לא תחשוש מאיבוד מוניטין בענף של דירוג המכשירים המסורתיים.¹²¹ על-מנת לתקן כשל זה בתמריציה של סוכנות הדירוג, האנט מציע מודל רגולטורי שהוא מכנה *Disclose*

117 שם, בעמ' 704-707. להסבר על-אודות נגזרות מסוג Credit Spread Options ראו Feder, לעיל ה"ש 112, בעמ' 713-714.

118 Partnoy, לעיל ה"ש 4, בעמ' 709-711; Frank Partnoy, *How and Why Credit Rating Agencies are Not Like Other Gatekeepers* 95-96 (San Diego Legal Studies Paper No. 07-46, 2006), available at ssrn.com/abstract=900257; Frank Partnoy, *Rethinking Regulation of Credit Rating Agencies: An Institutional Investor Perspective* 14-16 (Council of Institutional Investors, Apr. 2009), available at www.cii.org/UserFiles/file/CRAWhitePaper04-14-09.pdf.

119 Hunt, לעיל ה"ש 47, בעמ' 163-167.

120 שם, בעמ' 165-166. האנט אף מספק הסבר העונה על השאלה מדוע לא תעדיף סוכנות לעכב את כניסתה לתחום של דירוג המכשירים החדשניים על-מנת ללמוד את התחום בצורה שתאפשר לה לצבור רווח חיובי החל בתקופה עתידית. שם, בעמ' 175-181.

121 שם, בעמ' 169-172. לטענת האנט, רווחיהן של S&P ו-Moody, ביצועי מנייתיהן והביקורת שנמתחה עליהן לאחר פרוץ משבר הסב-פריים מאששים טענה זו, ומוכיחים כי המוניטין של שתי סוכנויות הדירוג לעניין דירוגם של מכשירי חוב מסורתיים לא נפגע גם לאחר שהתברר כי הן לא היו מוכשרות לבצע דירוגים של מכשירים מובנים חדשניים.

or Disgorge. לפי מודל זה, סוכנות דירוג הנכנסת לתחום הדירוג של מכשירים חדשניים שהיא אינה מוכשרת לדרגם חייבת להצהיר על אי-כשירותה (disclose), ואם לא תעשה כן, היא תאולץ לוותר על רווחיה מפעילות הדירוג של מכשירים חדשניים אלה (disgorge) אם וכאשר יתברר כי הדירוגים היו מאיכות נמוכה (כפי שהיה, למשל, עם פרוץ משבר הסב-פריים).¹²² בין אם המודל הרגולטורי שמציע האנט מקובל על הקורא ובין אם לאו, ברור שהאנט מעלה טענה מעניינת באשר לגבולותיה של גישת "הון המוניטין". דומה שמשבר הסב-פריים והביקורת שנמתחה בעקבותיו על סוכנויות הדירוג – שלפיה הן לא היו מוכשרות להעריך את סיכוני האשראי המאפיינים מכשירים מובנים חדשניים ואף-על-פי-כן עשו זאת בשל בצע-כסף – אכן מהווים תימוכין טובים לנכונות טענתו של האנט. כזכור, הוסיסאן טוען במאמרו כי לנוכח טיעון "הון המוניטין", ספק אם קיים בכלל חשש שסוכנויות הדירוג יעניקו דירוגים המוטים כלפי מעלה בשל ניגוד העניינים שבו הן שרויות לכאורה.¹²³ לדעתו, ייתכן שמנגנון השוק יעיל מספיק בהכוונת התנהגותן של סוכנויות הדירוג אל עבר הפקת דירוגים מדויקים גם ללא משטר של אחריות משפטית. הביקורות של פרטנוי והאנט על טיעון "הון המוניטין" קוראות תיגר על גישתו של הוסיסאן, ומציגות כשלים משמעותיים בטיעון זה, שעשויים להוביל למימוש פרקטיקה של דירוגים מוטים כלפי מעלה לפחות במקרים מסוימים. ברוח מאמר זה ניתן לומר כי פרטנוי והאנט אינם מאמינים כי קיים בתעשיית דירוג האג"ח מצב של הרתעה יעילה. שניהם מציעים דרכים יצרניות לפתרון הכשלים אשר מעלים בשנית את החשש מפני ניגוד עניינים ודירוגים לא-מדויקים. הצעותיהם קוראות בעיקרן לשינויים רגולטוריים. מאמר זה מסתמך על ביקורותיהם של האנט ופרטנוי, אך מציע לפתור את הכשלים בתמריצייהן של סוכנויות הדירוג באמצעות חשיפתן לאפשרות של נשיאה באחריות משפטית.

2. מניעת הנזק הזולה

אסכולת הניתוח הכלכלי של המשפט תומכת בהטלת אחריות נזיקת בגין היווצרות של נזק כלשהו על הצד שהוא "מונע הנזק הזול". לפי שיקול זה, הצד שיהיה עליו לשאת בעלויותיו של נזק שנגרם הוא הצד שהיה יכול למנוע את התרחשות הנזק תוך השקעת המידה המינימלית של משאבים כלכליים (וזאת בתנאי שהעלות של מניעת הנזק פחותה מתוחלת הנזק).¹²⁴ קלברזי והירשוף (Calabresi & Hirschhoff), אשר ביקשו לשכלל מבחן זה, הסבירו כי השיקול של "מניעת הנזק הזולה" מצדיק את הטלת העלויות שנגרמו עקב תאונה מסוימת על הצד שמסוגל לשקול בצורה טובה יותר את מאזן העלות-תועלת שבין עלויות התאונה לבין עלות מניעתה ("השוקל הטוב") וגם נמצא בעמדה טובה יותר לפעול לאור ההחלטה המתבקשת לאחר בירור מאזן זה.¹²⁵ לשיטתם, במערכת יחסים שבין מזיק וניזוק, הצד שממלא בצורה טובה יותר את שתי הדרישות ה"מצטברות" הללו הוא הצד שיש להטיל עליו את האחריות המשפטית בגין היווצרותו של הנזק המדובר.

122 שם, בעמ' 181.

123 Husisian, לעיל ה"ש 4, בעמ' 426-427.

124 CALABRESI, לעיל ה"ש 64, בעמ' 312.

125 Calabresi & Hirschhoff, לעיל ה"ש 64, בעמ' 1060.

במערכת היחסים שבין סוכנות הדירוג לבין המשקיע באג"ח, מיהו "מונע הנזק הזול", המסוגל, תוך השקעת מידה מינימלית של משאבים, למנוע נזק הנובע מטעות בהערכת סיכון האשראי המאפיין סדרת אג"ח מסוימת? הוסיסאן מסכים שבמערכת יחסים זו מונע הנזק הזול היא סוכנות הדירוג: ראשית, סוכנות הדירוג מחזיקה בכל הכישורים הנדרשים להערכת סיכון אשראי – כישורים אשר עלות רכישתם למשקיע מן השורה היא עצומה; שנית, בשל קשריה ארוכי-הטווח עם גופים מנפיקים, סוכנות הדירוג חשופה למידע פנימי שמקל את הערכת סיכון האשראי של הגוף המנפיק ואשר אינו זמין למשקיע בשוק החוב.¹²⁶ מטעמים אלה אפילו הוסיסאן מסכים כי השיקול של "מונע הנזק הזול", כשלעצמו, תומך בהטלת אחריות משפטית על סוכנויות דירוג בגין נזקים שנגרמו למשקיע שהסתמך על דירוג אג"ח כושל.

אולם יש הסבורים כי מונע הנזק הזול במערכת היחסים שבין סוכנות דירוג האג"ח לבין המשקיע באג"ח הוא דווקא האחרון. דעתו של שופט ערכאת הערעורים וינטר (Winter) בעניין *First Equity* מהווה רמיזה לעמדה זו. באותו עניין דובר במשקיע שתבע את סוכנות הדירוג בשל נזק שנגרם לו, לטענתו, עקב הסתמכות על תיאור מטעה של סדרת אג"ח בפרסומיה של הסוכנות. השופט וינטר דחה את התביעה והסביר כי בסיטואציה כזו המשקיע הוא שנמצא בעמדה הטובה ביותר למנוע את הנזק הנובע מהסתמכות על תיאור שגוי של סדרת אג"ח, וכי לפיכך עליו לשאת בסיכון שהתיאור בפרסומיה של סוכנות הדירוג שגוי. לדבריו:

"[W]e believe that a user is in the best position to weigh the danger of inaccuracy and the potential loss arising from a particular use of a summary against the cost of verifying the summary by the examination of the original documents or prospectus... That being the case, the user should bear the risk of failing to verify the accuracy of a summary in the absence of proof of a knowing misstatement."¹²⁷

עם כל הכבוד, קשה לקבל את גישתו של השופט וינטר. ראשית, קביעתו כי המשקיע הוא שמצוי בעמדה הטובה ביותר להעריך את הסיכון שתיאורה של סדרת האג"ח מטעה אינה מובנת מאליה כלל. נהפוך הוא: קשה להבין כיצד יוכל משקיע להעריך את תוחלת הנזק הכרוכה בהסתמכות על תיאור סדרת אג"ח (או על דירוג אג"ח) מבלי שיש ברשותו מידע באשר לאופן הכנת התיאור על-ידי סוכנות הדירוג. בהקשר זה נראה כי דווקא סוכנות הדירוג, אשר ערכה ופרסמה את התיאור, היא המסוגלת להעריך בצורה טובה יותר את הסיכון לנפילת שגיאה כלשהי בפרסום זה. ככזו, דומה כי סוכנות הדירוג היא שנמצאת בעמדה טובה יותר לשקול את המאזן שבין תוחלת הנזק הטמונה בהסתמכות על הפרסום לבין העלויות הכרוכות בבירור דיוק הפרסום, כלומר, היא-היא "השוקל הטוב". שנית, מן הטעמים שהציג הוסיסאן (כפי שפורטו לעיל) עולה כי סוכנות הדירוג נמצאת תמיד בעמדה שבה היא מסוגלת למנוע ביתר קלות את הנזק הנובע מהסתמכות על דירוג אג"ח (או על תיאור סדרה) שגוי או מטעה. על-ידי הגדלה מתונה יחסית של היקף

126 Husisian, לעיל ה"ש 4, בעמ' 430-431.

127 *First Equity*, לעיל ה"ש 78, בעמ' 180.

המשאבים המושקעים בהפקת הדירוג, סוכנות הדירוג יכולה להגביר את דיוק הדירוגים, ובכך למנוע נזקים נרחבים שעלולים להיגרם למשקיעים רבים עקב הסתמכות על דירוגים לא-מדויקים. כלומר, נראה שלסוכנות הדירוג תמיד קל יותר לפעול למניעת הנזק לאחר שמאזן העלות-תועלת נשקל. למעשה, העובדה שסוכנות הדירוג היא "המונע הזול" בהקשר של מניעת נזקים הנובעים מהערכה שגויה של סיכון אשראי היא-היא הרציונל מאחורי קיומן של סוכנויות דירוג אג"ח. משכך, נדמה כי במערכת היחסים שבין המשקיע לבין סוכנות הדירוג, סוכנות הדירוג היא שממלאת בצורה טובה יותר את שתי דרישותיהם ה"מצטברות" של קלברזי והירשוף.

בצד האמור יצוין כי ייתכן שניתן ליישב את עמדתו של השופט וינטר עם העמדה המובעת פה, וזאת על-ידי הצבעה על ההבחנה בין פרסום של תיאור סדרת אג"ח, המבוסס בדרך-כלל על מסמכים אשר זמינים לעיונו של המשקיע, לבין פרסום של דירוג אג"ח, אשר נסמך, בין היתר, על מידע שאינו פומבי ואינו נגיש למשקיע הטיפוסי. על רקע הבחנה זו עשויה לעלות הטענה כי בעוד המשקיע הוא "השוקל הטוב" בהקשר של הסתמכות על תיאור לא-מדויק של סדרת אג"ח, סוכנות הדירוג היא זו שיש לראותה כ"שוקל הטוב" בכל הנוגע בנזק שנגרם עקב הסתמכות על דירוג אג"ח כושל.

המסקנה הנובעת מן האמור היא שלפי שיקול "המונע הזול", כשלעצמו, דומה כי ראוי להטיל את החבות בגין נזקים שאירעו בשל הסתמכות על דירוג אשראי כושל על סוכנויות הדירוג, ולא להותיר סיכון זה על כתפי המשקיעים.¹²⁸

3. פיזור נזק

לפי הרציונל של פיזור הנזק, פיזור עלויות הסיכון הנובעות מפעולה מסוימת בין שחקנים רבים בשוק הרלוונטי עדיפה על הטלת מלוא עלויות הסיכון על שחקן יחיד. לפיכך, לפי רציונל זה, ראוי להטיל את עלויות הסיכון על השחקן בשוק שיש לו היכולת הטובה ביותר לפזר את הסיכון בין השחקנים האחרים בשוק ("מפזר הנזק הטוב").¹²⁹ המשמעות של אי-הכרה באפשרות להטיל אחריות משפטית על סוכנויות דירוג אג"ח היא הטלת מלוא עלויותיו של הסיכון הכרוך בהסתמכות על דירוג אג"ח מסוים על ציבור המשקיעים. המשקיע נמצא בעמדה שאינה מאפשרת לו לפזר את עלויות הסיכון בין שחקנים נוספים בשוק החוב. עם זאת, יש להודות כי באפשרותו של המשקיע בשוק החוב לפזר את סיכוניו-הוא על-ידי גיוון תיק ההשקעות שלו (בצורה המונעת חשיפה נרחבת לסיכון הנובע מהסתמכות על דירוג שניתן להנפקה מסוימת).

הכרה באפשרות של הטלת אחריות משפטית על סוכנויות דירוג אג"ח בגין דירוגים כושלים משמעותה הטלת עלויות הסיכון הכרוכות בהסתמכות על דירוגים כושלים אלה על סוכנויות הדירוג. סוכנויות דירוג אג"ח, להבדיל מהמשקיעים באג"ח, נמצאות בעמדה

128 כך, כאמור, סבור אף הוסיסיאן. Husisian, לעיל ה"ש 4, בעמ' 431.

129 ראו, למשל: Guido Calabresi, *Some Thoughts on Risk Distribution and the Law of Torts*, 70 YALE L.J. 499, 517-519 (1961).

נוחה לפזר את עלויות הסיכון המדוברות בין שחקנים נוספים בשוק החוב, וזאת על-ידי גילום עלויות אלה במחיר שהן דורשות מהגופים המנפיקים בעבור דירוג הנפקותיהם.¹³⁰ הניתוח המבוסס על השיקול של פיזור הנזק, כפי שהוצג עד כה, אינו מוביל למסקנה חד-משמעית: מחד גיסא, חשיפתן של סוכנויות הדירוג לאפשרות של נשיאה באחריות משפטית תביא לידי פיזור הנזק בין גופים מעטים יחסית, אך כאלה שנהנים מחוסן כלכלי וממשאבים כלכליים רבים – סוכנויות הדירוג והגופים המדורגים; מאידך גיסא, אי-ההכרה באחריותן המשפטית של סוכנויות הדירוג תוביל לפיזור הנזק בין מספר רב יותר של שחקנים, אך כאלה שרגישים יותר לנזק הכלכלי המדובר – השחקנים המהווים את ציבור המשקיעים.

אולם הטלת הסיכון המדובר על סוכנויות הדירוג טומנת בחובה יתרון חשוב. גילום העלויות הנובעות מטעות בדירוג במחיר הנגבה מהגופים המדורגים עתיד להוביל לכך שסוכנויות דירוג מוצלחות פחות (כלומר, כאלה המפיקות דירוגים כושלים במקרים רבים יותר) יאלצו לדרוש בעבור הדירוג מחיר גבוה יותר מאשר סוכנויות דירוג מוצלחות יותר (המפיקות דירוגים מדויקים יותר). לפיכך סוכנויות דירוג מוצלחות פחות, שישאפו להפחית את המחיר שהן דורשות מגופים מדורגים על-מנת לשמור על נתח השוק שלהן בתעשיית הדירוג, יאלצו להגביר את דיוק דירוגיהן על-ידי השקעת משאבים נוספים בהליך הדירוג (עד אשר יגיעו לרמת ההשקעה האופטימלית). התוצאה תהיה הגברת כמות דירוגי האג"ח המדויקים.¹³¹ יתרון זה עשוי להתממש רק אם סוכנויות הדירוג ייחשפו לאפשרות של נשיאה באחריות בגין דירוגים כושלים, והוא התומך, לגישתו של מאמר זה, בראיית סוכנות הדירוג כ"מפזר הנזק הטוב".

4. החשש מפני הרתעת-יתר: תופעת הדירוג המגננת

כאמור לעיל, הוסיסאן סבור כי אף אם יש להכיר באחריותן המשפטית של סוכנויות דירוג בגין דירוגיהן הכושלים, יש להטיל עליהן סטנדרט התנהגות של פיזיות, כפי שנקבע בפסיקה האמריקנית,¹³² ולא להחמיר עימן על-ידי קביעת סטנדרט של רשלנות. אחד הטיעונים שהוא מביא לשם תמיכה בעמדתו זו הוא החשש מפני דירוג מגננתי. לדבריו, אם סוכנות דירוג תדע כי ייתכן שיהיה עליה להוכיח בבית-המשפט כי היא לא התרשלה במלאכת הכנתו של דירוג מסוים, היא תנקוט מראש פרקטיקה של דירוג מגננתי.¹³³ ההיבט הראשון של דירוג מגננתי הוא תופעת התיעור המוגבר של הליך הדירוג. אם סוכנות דירוג מקיימת את הליך הדירוג בצל האפשרות של דיון משפטי, היא תאגור לאורך כל הליך הדירוג מסמכים ודוחות אשר יהוו ראיות לכך שהיא פעלה כראוי. הוסיסאן טוען כי

130 Husisian, לעיל ה"ש 4, בעמ' 432. מובן שסוכנויות הדירוג יצטרכו לשאת בעצמן בחלק מעלויות הסיכון. החלוקה בנטל הנשיאה בעלויות אלה בין סוכנות הדירוג לבין הגופים המדורגים תיקבע כפונקציה של גמישות הביקוש לדירוגים. שם, בעמ' 432-433.

131 שם, בעמ' 433.

132 פיזיות היא היסוד הנפשי המינימלי שנדרש לצורך הטלת אחריות לפי סטנדרט הזדון הממשי, שנידון לעיל בתת-פרק ד.

133 Husisian, לעיל ה"ש 4, בעמ' 434-435.

תופעת התייעוד המוגבר תגביר את עלויות הדירוג מבלי לשפר את דיוק הדירוגים, ובמובן זה היא תפגע ביעילות הכוללת.¹³⁴ חרף דעתו של הוסיסיאן, נראה כי תופעת התייעוד המוגבר אכן עשויה להוביל להגברת דיוקם של הדירוגים. כך, לדוגמה, סוכנות דירוג שאינה חשופה לסכנה של הטלת אחריות משפטית עשויה להסתמך על מידע, בעל השלכה חיובית על הדירוג, המועבר אליה בעל-פה מן הדירקטוריון של הגוף המדורג. לעומת זאת, סוכנות דירוג שחוששת מאפשרות של הטלת אחריות משפטית, או שחשופה לסטנדרט התנהגות נוקשה (כגון רשלנות), תדרוש אימות של המידע המועבר אליה מן הדירקטוריון באמצעות מסמכים כתובים. פעמים רבות יתקשה הדירקטוריון לצייר באופן חיובי את הנתונים אם יידרש לעשות זאת תוך אימות נתוניו בעזרת מסמכים בכתב (לרבות דוחות שהוכנו על-ידי רואי-חשבון, עורכי-דין, מבקרים חיצוניים וכיוצא בהם). לפיכך פרקטיקת התייעוד המוגבר עשויה לדכא את נסיונותיו של הדירקטוריון "לייפות" את הנתונים שהוא מציג לפני סוכנות הדירוג, ולהוביל לקביעת דירוג נמוך יותר על-ידי סוכנות הדירוג, אשר ישקף נכונה את סיכון האשראי המאפיין את הגוף המנפיק.

היבט אפשרי שני של תופעת הדירוג המגננתי, אשר הוסיסיאן אינו מתייחס אליו כמעט,¹³⁵ הוא היבט המעלה דווקא חשש משמעותי יותר. לפי היבט זה, החשש הוא שסוכנויות הדירוג יעניקו דירוגים נמוכים מדי, בנסיון להימנע מתיבעות של משקיעים אשר יטענו כי נגרם להם נזק עקב הסתמכותם על דירוג גבוה מדי שהעניקה סוכנות הדירוג לסדרת אג"ח מסוימת. יטען הטוען כי חשש זה ריק מתוכן למעשה, שכן דירוגי האג"ח מייצגים אך סדר אורדינלי, ולא סדר קרדינלי.¹³⁶ כלומר, גם אם כל הדירוגים יופחתו בדרגה אחת, לא ישנה הדבר את העדפותיו של המשקיע באג"ח – הוא יעדיף עדיין את סדרת האג"ח שזכתה בדירוג גבוה יותר על זאת שקיבלה דירוג נמוך יותר. אולם נדמה שאין כוחה של טענה זו רב. פרקטיקה של הפחתת דירוגים שיטתית תגרום לפגיעה בשוק החוב בשני מובנים. ראשית, היא תגרום להעברה של לפחות קבוצה אחת של סדרות אג"ח מטווח הדירוגים של "דרגת השקעה" אל טווח הדירוגים של "דרגה ספקולטיבית". תהיה זו הקבוצה של סדרות האג"ח אשר אלמלא הדירוג המגננתי הייתה מדורגת BBB- (לפי אופן הסימון של S&P) ואילו כעת היא תדרג +BB. המשמעות העיקרית היא צמצום האפשרות של משקיעים מוסדיים להחזיק באגרות-חוב המשתייכות לקבוצה זו של סדרות אג"ח, בשל הרגולציה המגבילה את אופן ההשקעות של משקיעים מוסדיים. הדבר יגרום לעיוותים בביקוש לסדרות האג"ח המשתייכות לקבוצה גבולית זו ולתמחורן במחיר שאינו מחיר שיווי-המשקל התחרותי. שנית, ייתכן אומנם שהפחתה אחידה של כלל דירוגי האג"ח לא תשפיע על החלטות שנעשות על-סמך העדפותיו של משקיע אשר רק שוק החוב פתוח

134 שם. לשיטתו של הוסיסיאן, הבעיה נובעת מכך שהעלויות המושקעות בפרקטיקת התייעוד המוגבר אינן מתועלות להגברת דיוק הדירוגים, אלא רק לחיזוק עמדתה של סוכנות הדירוג שלפיה קיים ביסוס עובדתי לדירוג שהתקבל. בלשון "כלכלית", עמדתו היא שפרקטיקת התייעוד המוגבר אינה מגבירה את הרווחה החברתית הכוללת, אלא רק מונעת העברה עתידית של משאבים מגוף אחד לגוף אחר.

135 אך ראו שם, בעמ' 439.

136 כלומר, דירוג אג"ח A אינו מסמל הסתברות של X אחוזים לאירוע של מחדל-פירעון, אלא רק שסדרת אג"ח שזכתה בדירוג A בטוחה יותר מסדרת אג"ח שקיבלה דירוג B.

לפניו (משום שהפחתה של כלל הדירוגים לא תגרום לאפקט תחלופה "תוך-שוקי" בין סדרת אג"ח אחת לסדרת אג"ח אחרת), אולם היא עשויה בהחלט להשפיע על החלטותיו של משקיע אשר כל שוק ניירות-הערך פתוח לפניו. זאת, משום שעם ההפחתה הכללית של הדירוגים יחול אפקט תחלופה "בין-שוקי" בין אגרות-חוב לבין ניירות-ערך אחרים. לשון אחר, עם ההפחתה האחידה של הדירוגים ייהפך שוק האג"ח בכללותו לאטרקטיבי פחות למשקיעים המחפשים אפיק השקעה בטוח (ההנחה היא כי המשקיעים סומכים על טיב הדירוגים), והם יעבירו חלק מהשקעותיהם לשוקי ניירות-ערך אחרים (כגון שוק המניות), אשר ייראו כעת בטוחים יותר ביחס לשוק האג"ח.

היבט זה של תופעת "הדירוג המגננתי" שקול, למעשה, לתופעת הרתעת-היתר שנידונה בספרות במסגרת הדיון בסוגיית הטלתה של אחריות משפטית על "שומרי-סף" הפועלים בשוקי ניירות-הערך.¹³⁷ בהקשר של סוכנויות דירוג אג"ח ניתן לראות כי העלות הנובעת מתופעה זו של הרתעת-יתר עלולה לבוא לידי ביטוי בעיוות הביקוש למוצרי חוב, המהווה פונקציה של סיכון האשראי המאפיין מוצרי חוב אלה, ובירידה בביקוש הכולל למוצרי חוב ביחס לניירות-ערך מסוגים אחרים. אחת ההשלכות המיידיות של עיוותים אלה בביקוש המאפיין את שוק החוב עלולה להיות ניפוחן של עלויות גיוס החוב הצפויות על-ידי מנפיקי אג"ח פוטנציאליים. הגדלתן של עלויות אלה עלולה, במקרים לא-מעטים, להניא מנפיקי אג"ח פוטנציאליים אלה מלהציע את חובם בשוק האג"ח. אין כל ספק שאי-כניסתם של שחקנים אפשריים לשוק החוב, אשר היו נכנסים לשוק זה אילו לא התקיימה בו תופעת העיוותים בביקושי החוב, היא אחת העלויות החברתיות הכולטות של מעשה חשיפתן של סוכנויות הדירוג לאחריות משפטית.¹³⁸ האם די בעלות חברתית צפויה זו להביא לידי דחיית ההצעה בדבר חשיפתן של סוכנויות הדירוג לאחריות משפטית? התשובה תלויה, כמובן, במידת התועלת החברתית הצפויה מיישומה של הצעה זו כתוצאה מהגברת יעילותו של שוק החוב הצפויה עקב יישום ההצעה, כמפורט לעיל. אכן, ייתכן שעלויות צפויות אלה עלולות על התועלות הצפויות, דבר שעשוי להפוך את דבר חשיפתן של סוכנויות הדירוג לאפשרות של נשיאה באחריות משפטית ללא-רצוי.¹³⁹ אולם מענה אמפירי לסוגיה זו לא הוצע עד כה.

5. החשש מפני הרתעת-יתר: תופעת הדירוג הבירני (הסלקטיבי)

קיים חשש שהכוונת התנהגותן של סוכנויות הדירוג אל עבר איכות גבוהה יותר של דירוגים, בעזרת הכלי של הטלת אחריות משפטית, תוביל לירידה בכמות הדירוגים. לפי טענה זו, סוכנות דירוג אג"ח מחליטה אם לבצע דירוג מסוים בהתאם לעלות ולרווח הצפויים מפרסום הדירוג.¹⁴⁰ האפשרות של הטלת אחריות משפטית על סוכנות הדירוג מגדילה מבחינתה את העלות של הפקת דירוג האג"ח. זאת, משום שעל העלות של הפקת

137 ראו חמדני "אחריות שומרי-סף", לעיל ה"ש 63, בעמ' 29-31, 44.

138 השוו שם, בעמ' 24-29; Assaf Hamdani, *Gatekeeper Liability*, 77 S. CAL. L. REV. 53, (2003) 74-76.

139 חמדני "אחריות שומרי-סף", לעיל ה"ש 63, בעמ' 45.

140 Husisian, לעיל ה"ש 4, בעמ' 437.

דירוג האג"ח נוספת כעת תוחלת העלות המשפטית, המורכבת מהסתברות שתוטל על סוכנות הדירוג אחריות משפטית כפול היקף החבות שייקבע במקרה של הטלת אחריות משפטית.

הוסיסאן גורס כי העלות הכרוכה בדירוג אג"ח של חברה קטנה וחדשה היא הגבוהה ביותר. זאת, ראשית, משום שסוכנות הדירוג אינה נהנית מהיכרות קודמת עם חברה חדשה, ולפיכך היא נאלצת לבצע את מלאכת איסופו של המידע הרלוונטי "מאפס". שנית, חברות חדשות וקטנות הן בדרך-כלל חברות פרטיות, אשר דרישות הגילוי המוטלות עליהן מחמירות פחות מאלה המוטלות על חברות ציבוריות. אי-לכך איסוף המידע נהפך למלאכה קשה עוד יותר. שלישית, חברות קטנות וחדשות מתאפיינות בדרך-כלל בסיכון אשראי גבוה יותר, והדבר מגביר את הסיכוי לאירוע של מחדל-פירעון בסדרת האג"ח שהונפקה על-ידיהן. לטענתו של הוסיסאן, עם עליית ההסתברות למחדל-פירעון עולה גם ההסתברות להגשת תביעה נגד סוכנויות הדירוג על-ידי משקיעים שהשקיעו בסדרת האג"ח המדורגת. בהתאם לכך עולה תוחלת העלות המשפטית, וכתוצאה מכך גדלה גם עלות הדירוג הכוללת. הוסיסאן טוען כי השינוי בעלויות הדירוג הנובע מהיחשפות לאפשרות של הטלת אחריות משפטית מעלה חשש שסוכנויות הדירוג יימנעו מחתימה על חווי דירוג עם חברות קטנות וחדשות. זאת, משום שההיחשפות המוגברת לאפשרות של נשיאה באחריות משפטית במקרה של דירוג אג"ח של חברה קטנה (כמוסבר לעיל) עלולה להפוך את פעולת הדירוג ללא-רווחית (מנקודת-מבט אקס-אנטה). לפיכך הוא מסיק כי השלכה נוספת של חשיפת סוכנויות דירוג לאחריות משפטית, או של החמרת סטנדרט ההתנהגות של סוכנויות דירוג, היא ירידה בכמות דירוגי האג"ח של חברות קטנות.¹⁴¹

אך האם חשיפת סוכנויות הדירוג לאפשרות של הטלת אחריות משפטית אכן תוביל להגדלת עלות הדירוג של סדרת אג"ח שהונפקה על-ידי חברה קטנה וחדשה? כלל לא בטוח. יש לזכור שקשה מאוד להוכיח כי סוכנות דירוג הפיקה דירוג כושל (הן לפי סטנדרט של פזיזות והן לפי סטנדרט של רשלנות). המקרים שבהם יקל להוכיח כי סוכנות הדירוג כשלה בפעולת דירוג הם המקרים שבהם סוכנות הדירוג העניקה דירוג גבוה מאוד לסדרת אג"ח, אשר לאחר-מכן חוותה במפתיע אירוע של מחדל-פירעון (בדומה לדירוגי האג"ח שהוענקו לחוב של חברת אנרון או למכשירים המוכנים בפרשת הסב-פריים). אולם לסדרת אג"ח המונפקת על-ידי חברה קטנה וחדשה יש מלכתחילה סיכוי נמוך מאוד לזכות בדירוג גבוה. זאת, משום שחברה קטנה וחדשה נושאת, אפרירית, בסיכון אשראי גבוה יותר, שכן היא מחזיקה בכמות פחותה של נכסים, בנתח שוק קטן (אם בכלל), ברמת הון נמוכה וכיצא כאלה. לפיכך אדם המשקיע באג"ח של חברה חדשה וקטנה עושה זאת בדרך-כלל בשל רצונו להשקיע באפיק ספקולטיבי ועתיר תשואה. מסיבה זו הוא בוחר בסדרת אג"ח בעלת דירוג נמוך יחסית, וחזקה עליו שהוא מודע לכך שככל שהדירוג נמוך יותר כן עולה הסיכוי למחדל-פירעון. לפיכך יקשה עליו להוכיח כי סוכנות הדירוג כשלה במלאכת הדירוג בשעה שמלכתחילה היא העניקה לחברה המדורגת דירוג אג"ח נמוך. בהינתן הקושי הגדול להוכיח את כשלונה של סוכנות הדירוג במקרה כזה, סביר להניח שרוב המשקיעים יימנעו מהאפשרות של הגשת תביעה במקרים מסוג זה. בהתאם לכך, תוחלת העלות המשפטית

לא תגדל (לפחות לא בצורה משמעותית) עקב חשיפת סוכנויות הדירוג לאפשרות של אחריות משפטית, ועלות הדירוג של חברות חדשות וקטנות תיוותר זהה כמעט לזו הקיימת במשטר משפטי אשר אינו מכיר באפשרות של הטלת אחריות משפטית על סוכנויות דירוג. לפי כל האמור לעיל, נדמה שאין בטיעון הדירוג הבריירני (הסלקטיבי) חשש של ממש.

1. הצעה ליישום בדין הישראלי

1. שיקולים חוקתיים

הזכות החוקתית לחופש הביטוי, המעוגנת בתיקון הראשון לחוקה האמריקנית, היוותה שיקול מרכזי בדיוניו של בית-המשפט האמריקני בשעה שזה התבקש לקבוע את אחריותן המשפטית של סוכנויות הדירוג. כך, למשל, בעניין *County of Orange* נקבע כי בשל היות S&P מוציאה-לאור, דירוגיה חוסים תחת הגנת התיקון הראשון לחוקה, ולפיכך לא תוטל עליה אחריות משפטית בגין נזקים שנגרמו עקב פעולת דירוג שביצעה, אלא אם כן יש במעשיה משום "זרון ממש".¹⁴² המשמעות המעשית של החלת סטנדרט הזדון הממשי על סוכנויות הדירוג הייתה דחייה של כל התביעות נגדן ככל שאלה התבססו על טענות בדבר התנהגות רשלנית. מהכרעת בית-המשפט בעניין *County of Orange* עולה כי על-מנת לקבוע את אחריותה המשפטית של סוכנות דירוג, ולהטיל עליה חבות בגין נזקים שנגרמו עקב דירוג שהפיקה, יש להראות, לכל-הפחות, כי היא פעלה באופן פזיז.¹⁴³ מובן שהדבר מטיל נטל כבד ביותר על תובע הפונה לבית-המשפט לקבלת סעד בגין נזק שנגרם לו עקב התנהלות כושלת של סוכנות דירוג.¹⁴⁴ להכנסת הרטוריקה החוקתית לגדר הדין באחריותה המשפטית של סוכנות דירוג אג"ח הייתה אם כן השלכה משמעותית על סוגיית ביקורתו של בית-המשפט על סוכנויות הדירוג. הכרעותיהן של הערכאות השיפוטיות האמריקניות השונות בעניין *Compuware* ובעניין *Jefferson County* בוססו אף הן על רטוריקה חוקתית דומה.¹⁴⁵

לנוכח חשיבותה של סוגיית חופש הביטוי לנושא הנידון, ינסה תת-פרק זה לעמוד על המצב המשפטי הנוהג בישראל ביחס לחופש הביטוי, בפרט ככל שזכות זו נוגעת בביטויים בעלי אופי מסחרי, ועל ההשלכות האפשריות של היקף הזכות לחופש הביטוי על שאלת אחריותן המשפטית של סוכנויות דירוג אג"ח.

להבדיל מהמצב המשפטי בארצות-הברית, בישראל לא זכה חופש הביטוי בעיגון מפורש בזכות חוקתית במסגרת חוקי-היסוד. בעניין המפקד הלאומי הביעה השופטת נאור את דעתה כי חופש הביטוי הפוליטי כלול בזכות החוקתית לכבוד האדם המעוגנת

142 עניין *County of Orange*, לעיל ה"ש 72, בעמ' 154-157. לדיון מפורט בפסק-דין זה ראו לעיל תת-פרק ד1.

143 עניין *County of Orange*, לעיל ה"ש 72, בעמ' 156-157.

144 תובע כזה יצטרך להוכיח שסוכנות הדירוג ידעה כי הדירוג שהיא מפרסמת שקרי או הייתה אדישה לגבי השאלה אם הדירוג אמיתי או שקרי. שם.

145 לדיון בפסק-דין אלה ראו לעיל תת-פרק ד1.

בחוקי-יסוד: כבוד האדם, וזכתה בתמיכתה של דעת הרוב בעניין זה.¹⁴⁶ אולם במקביל הבהירה השופטת נאור כי אין מעמדו של חופש הביטוי המסחרי כמעמדו של חופש הביטוי הפוליטי, וכי ההבדל בין סוגי הביטויים משליך הן על שאלת סיווגו של חופש הביטוי לגדרי הזכות החוקתית לכבוד האדם והן על היקף ההגנה שבו יזכה האובייקט המוגן.¹⁴⁷ לפי גישה זו, ביטוי שיווג כביטוי מסחרי יזכה בהגנת חופש הביטוי, אך ברמה פחותה מזו המוענקת לביטויים פוליטיים, אומנותיים וכיוצא בהם.¹⁴⁸ כך נקבע לראשונה כבר בעניין קידום, שם הסבירה השופטת דורנר כי "ביטוי שלא 'נתפש' על-ידי כל הרציונלים לחופש הביטוי" יקבל הגנה משפטית פחותה, וכי זה דינו של ביטוי מסחרי.¹⁴⁹ רציונלים אלה, כך הסבירה השופטת דורנר, הם שמירה על ההליך הדמוקרטי, גילוי האמת, הגשמת ה"אני" ואיזון בין רציפות לשינוי.¹⁵⁰

אם כן, השאלה הראשונה היא אם דירוג אג"ח מהווה ביטוי מסחרי או שמא סוג אחר של ביטוי. האם פרסום של דירוג אג"ח הינו ביטוי אשר "נתפש" על-ידי כל הרציונלים לחופש הביטוי" (כברירה של השופטת דורנר)? נדמה שהתשובה לכך שלילית. לפרסום של דירוג אג"ח אין שום חשיבות לעניין הרצון לשמור על ההליך הדמוקרטי, להבטחת האפשרות להגשמת ה"אני" או לאיזון בין רציפות לשינוי. ככל שהוא הולם רציונל כלשהו, מדובר ברציונל של גילוי האמת. למסקנה זו יש כמה השלכות חשובות. ראשית, לנוכח קביעתה של השופטת דורנר בעניין קידום, נראה כי פרסום אג"ח אינו זכאי למלוא היקף ההגנה המוענק לביטויים ה"נתפסים" על-ידי כל הרציונלים העומדים בבסיס חופש הביטוי. אי-לכך, בין אם נגדירו כ"ביטוי מסחרי" ובין אם לאו, דין ההגנה שתוענק לו יהיה דומה. שנית, אם הרציונל להענקת הגנה כלשהי מכוח חופש הביטוי לפרסום של דירוג אג"ח טמון אך ברצון להבטיח את גילוי האמת, אזי הדוקטרינה המשפטית השלטת בסוגיית אחריות המשפטית של סוכנויות דירוג אג"ח צריכה לתמרץ פרסומי דירוגים המקדמים את גילוי האמת – קרי: דירוגים השואפים לתאר בצורה מדויקת את סיכון האשראי המאפיין סדרת אג"ח מסוימת – ולא פרסומי דירוגים המבוססים על מידע חלקי, חלש או שקרי. דעה דומה משמיע נויבורן (Neuborne), הגורס כי ראוי שביטוי מסחרי יזכה בהגנה חוקתית רק כל עוד יש בו משום תועלת לתהליך קבלת ההחלטות של האדם שצורך את הביטוי.¹⁵¹

- 146 בג"ץ 10203/03 "המפקד הלאומי" בע"מ נ' היועץ המשפטי לממשלה, דינים עליון צ 601, פס' 26 לפסק-דינה של השופטת נאור (2008).
- 147 שם, פס' 19 לפסק-דינה של השופטת נאור.
- 148 יפה זילברשץ "על חופש הביטוי המסחרי" משפט וממשל ג 509, 526 (1996).
- 149 בג"ץ 606/93 קידום יזמות ומו"לות (1981) בע"מ נ' רשות השידור, פ"ד מח(2) 1, 12 (1994) (להלן: עניין קידום). ראו גם בג"ץ 5118/95 מאיו סימון פרסום ושיווק ויחסי ציבור בע"מ נ' הרשות השנייה לטלוויזיה ורדיו, פ"ד מט(5) 751, 755 (1996); בג"ץ נטו מ.ע. סחר מזון בע"מ נ' הרשות השנייה לטלוויזיה ורדיו, פ"ד נט(1) 519, 526 (2004).
- 150 עניין קידום, שם, בעמ' 12.
- 151 Burt Neuborne, *The First Amendment and Government Regulation of Capital Markets*, 55 BROOK. L. REV. 5 (1989); זילברשץ, לעיל ה"ש 148, בעמ' 529-528.

לנוכח המסקנה שלפיה ניתן לראות בפרסום של דירוג אג"ח אובייקט הזכאי להגנה הדומה לזו שניתנת לביטוי מסחרי, נראה שיש לבחון את הנפקות המשפטית של ההגנה הפחותה המוענקת לביטוי מסוג זה. ההפחתה בהגנה על ביטוי בעל אופי מסחרי מתבטאת, בראש ובראשונה, בכך שניתן להגביל ביטויים מסוג זה בשל אינטרסים שלא היו מצדיקים הגבלת ביטוי שאינו מסחרי.¹⁵² לפיכך ניתן לטעון כי ראוי להטיל הגבלות על פרסומם של דירוגי אג"ח ככל שקיימים אינטרסים כבדי-משקל התומכים בכך. המאמר מציע לאפשר הטלת אחריות משפטית על סוכנויות דירוג אג"ח במקרים שבהם הסתמכותם של משקיעים על דירוגי אג"ח אלה גרמו להם נזקים כלכליים. על רקע הדין הקיים במשפט הישראלי בעניין חופש הביטוי, אילו התקבלה הטענה כי דירוגי אג"ח מהווים ביטויים הזכאים להגנה המלאה הניתנת מכוח חופש הביטוי, היה קשה להצדיק את הגבלת חופש הביטוי של סוכנויות הדירוג על-סמך אינטרסים כלכליים נוגדים של המשקיעים באג"ח. אולם משנטען כי דירוגי האג"ח זכאים אך להגנה הדומה לזו המוענקת לביטוי מסחרי, וכי הגנה זו עשויה לסגת גם לנוכח אינטרסים פחותים מאלה הדרושים על-מנת להסיג את ההגנה הניתנת לביטויים פוליטיים, למשל, לא מתעורר קושי אמיתי בהטלת אחריות משפטית על סוכנויות דירוג מקום שהדבר דרוש לצורך הגנה על אינטרסים כלכליים, רכושיים וקנייניים של המשקיעים באג"ח. יש להבהיר כי דיון זה נסמך על ההנחה שגם הטלת אחריות משפטית אקס-פוסט (להבדיל מהגבלה של ביטוי אקס-אנטה) מהווה הגבלה של חופש הביטוי של מפיץ הביטוי, שכן היא מהווה, בין היתר, תמריץ שלילי להפקת ביטויים עתידיים.

הניתוח דלעיל מוביל לכמה מסקנות. ראשית, להבדיל משיטת המשפט האמריקנית, הדין הישראלי אינו מכיר בחופש הביטוי כזכות-יסוד חוקתית (ככל שהדיבור "ביטוי" מכונן לכלול את כל סוגי הביטויים), אם כי הוא מכיר בה כזכות-יסוד עילאית.¹⁵³ ככל שהבדל זה אינו סמנטי בלבד, הציפייה היא שבית-המשפט הישראלי יעניק משקל פחות לשיקול של חופש הביטוי בבואו לדון בסוגיית אחריותן המשפטית של סוכנויות הדירוג, בהשוואה למשקל שהוענק לטעם זה בפסיקה האמריקנית. שנית, לנוכח ניתוח הרציונלים העומדים בבסיס ההגנה על חופש הביטוי, דומה כי יש לראות את הפרסומים של דירוגי האג"ח כביטויים הזכאים להיקף הגנה הדומה לזה המוענק לביטויים מסחריים. משכך, ועל רקע פסיקת העבר הישראלית, יש לצפות כי פרסומי הדירוגים יקבלו הגנה פחותה מזו הניתנת לביטויים פוליטיים, אומנותיים ואחרים. היקפה הפחות של ההגנה עשוי להתבטא בכך שיהיה אפשר להגביל את חופש הביטוי של סוכנויות הדירוג גם בשל אינטרסים הנופלים מאלה הנדרשים לשם הגבלת ביטויים פוליטיים, ונראה שבגדר אינטרסים אלה ניתן לכלול את האינטרסים הכלכליים של ציבור רוכשי האג"ח. שלישיית, מניתוח הרציונלים עולה טענה תיאורטית חשובה שלפיה ראוי לאפשר את חופש הביטוי המסחרי רק ככל שחופש זה מקדם את תהליך קבלת ההחלטות של השחקנים בשוק. לפיכך ניתן לטעון כי על המשטר המשפטי לתמרץ אך פעולות דירוג שמושקעים בהן מאמצים מספקים, שנסמכות על מידע

152 כך נקבע בעניין קידום, לעיל ה"ש 149, בעמ' 25-26. ראו גם זילברשץ, לעיל ה"ש 148, בעמ' 529.

153 ראו, למשל, בג"ץ 73/53 "קול העם" בע"מ נ' שר הפנים, פ"ד ז 871, 876-878 (1953).

אמין ורלוונטי, ואשר נעשות על-ידי אנשים בעלי הכשרה מתאימה לדירוג המכשירים הרלוונטיים.

2. שיקולים מתחום דיני הנזיקין

המשקיעים והגופים המדורגים שקראו תיגר על סוכנויות הדירוג בבתי-המשפט האמריקניים ניסו לעשות זאת באמצעות שלל עילות שונות. מטרתו של תת-פרק זה היא לבחון את העילה הנזיקית המרכזית שהועלתה נגד סוכנויות הדירוג בבתי-המשפט האמריקניים – עילת מצג-השוואה הרשלני¹⁵⁴ – וזאת על רקע הדין הישראלי החל בעניינה של עילה זו. מטרתה של בחינה זו היא להעריך את סיכויי המשפטיים של משקיע באג"ח המבקש לתבוע בבית-המשפט הישראלי סוכנות דירוג אג"ח שכשלה, לטענתו, על-דרך שימוש בעילה הנזיקית של מצג-שוואה רשלני.

העוולה של מצג-שוואה רשלני מבוססת במשפט הישראלי על עילת הרשלנות הנזיקית, הקבועה בסעיף 35 לפקודת הנזיקין [נוסח חדש].¹⁵⁵ הפסיקה הישראלית הכירה באפשרות של הטלת חבות נזיקית על יוצר של מצג-שוואה רשלני בגין נזק כלכלי "טהור" אשר נגרם לניזוק שהסתמך על מצג-השוואה.¹⁵⁶ על-מנת שתוטל חבות כזו, יש לבדוק ראשית אם יוצר המצג חב חובת זהירות לתובע הטוען כי הסתמך על מצג-שוואה זה. חובת זהירות כזו תתגבש בהתקיים התנאים הבאים: יוצר המצג הוא איש-מקצוע המוכשר לספק מידע דוגמת זה הגלום במצג;¹⁵⁷ המצג ניתן למטרות עסקיות בעלות היקף כספי ידוע מראש;¹⁵⁸ המצג ניתן לקבוצה מוגדרת מראש של אנשים¹⁵⁹ אשר יוצר המצג ידע כי הם יסתמכו עליו;¹⁶⁰ יוצר המצג היה צריך לצפות שלא תיערך בדיקה לגבי אמיתות המצג על-ידי איש-ביניים.¹⁶¹ על רקע תנאים אלה נראה שאין קושי מיוחד באמירה כי קיימת חובת זהירות של סוכנות דירוג אג"ח, כיוצרת מצג, כלפי ציבור המשקיעים באג"ח.

לעניין התנאי הראשון (כשירותו של יוצר המצג), הצידוק לעצם קיומה של סוכנות דירוג אג"ח נעוץ בהיותה מוכשרת לבצע דירוגי אג"ח. לעניין התנאי השני (היקפן הכספי המוגדר של העסקות שהמצג מתייחס אליהן), המצג שסוכנות האג"ח יוצרת מתייחס תמיד לרמת הסיכון הגלומה בביצוע עסקה מסוימת – רכישת אגרות-חוב המשתייכות לסדרה מסוימת או רכישת אגרות-חוב שהונפקו על-ידי מנפיק מסוים. כלומר, לרוב ניתן להגדיר בבירור את העסקה נושא המצג ואת היקפה. אולם בהקשר זה ראוי אולי להבחין בין פעולה של דירוג אג"ח, שהיקפה הכספי של העסקה שהיא מתייחסת אליה מוגדר מראש (רכישת

154 ראו דיון מפורט לעיל בתת-פרק ד1.

155 להלן: פקודת הנזיקין.

156 המ' 106/54 ויינשטיין נ' קדימה אגודה שיתופית להספקת מים בע"מ, פ"ד ח 1317, 1331-1332 (1954).

157 שם, בעמ' 1338.

158 שם, בעמ' 1340 ו-1342.

159 שם, בעמ' 1343.

160 ע"א 5302/93 בנק מסד נ' לויט, פ"ד נא(4) 591, 599 (1997).

161 עניין ויינשטיין, לעיל ה"ש 156, בעמ' 1345-1346.

סך אגרות-החוב המונפקות באותה הנפקה), לבין פעולה של דירוג מנפיק, שהיקפן הכספי של העסקות הנסמכות עליה אינה ניתנת תמיד לחיזוי מראש על-ידי סוכנות הדירוג. בהליך משפטי שנסב על דבר הסתמכותו של משקיע על דירוג מנפיק ייתכן שאכן יקשה לטעון להתקיימותו של תנאי שני זה. לעניין התנאי השלישי (תיחומה של קבוצת האנשים שהמצג מכווון אליהם), נדמה כי אין כל קושי בהגדרת סוג האנשים או קבוצת האנשים שהמצג מכווון אליהם – דירוג אג"ח מכווון אל קבוצת המשקיעים הפוטנציאליים בסדרת האג"ח המדורגת. אין חולק על כך שאחת התכליות של דירוג אג"ח היא להוות איתות לקבוצת המשקיעים הפוטנציאליים לגבי סיכון האשראי המאפיין את סדרת האג"ח המדורגת, ולפיכך משקיעים אלה מהווים לפחות חלק מקבוצת האנשים שהמצג מכווון אליה. ¹⁶² ודוק: אף אם ייאמר כי דירוגי האג"ח מכיוונים גם כלפי הגוף המדורג, אין בהוספת גוף זה לקבוצת האנשים שהמצג מכווון אליהם כדי לשלול את חובת הזהירות של סוכנויות הדירוג כלפי קבוצת המשקיעים. לעניין התנאי הרביעי (העדר ציפייה לבדיקת-ביניים על-ידי אוכלוסיית-היעד של המצג), יהיה קשה לקבל טענה כי סוכנות דירוג אג"ח מצפה שמשקיע בסדרת אג"ח מדורגת יערוך בדיקה לגבי אמיתותו של דירוג האג"ח בטרם יסתמך עליו. כפי שכבר נידון לעיל, תכליתן של סוכנויות הדירוג היא לספק מידע באשר לסיכון האשראי המאפיין סדרת אג"ח מסוימת (או מנפיק מסוים) מקום שלא משתלם למשקיע פלוני לעשות כן בעצמו בשל העלויות הכרוכות בכירור כזה. טענה הגורסת כי סוכנויות הדירוג מצפות לבדיקת-ביניים באשר לאמיתותו של דירוג אג"ח מסוים הייתה מרוקנת מתוכן את תפקידן של סוכנויות הדירוג בשוק החוב, ומחזירה את השוק לאותו מצב של חוסר יעילות ששרר בטרם באו סוכנויות הדירוג לעולם.

הטיעונים המובאים לעיל, אם הם מקובלים על-ידי הקורא, מגבשים את חובת הזהירות של סוכנות דירוג אג"ח כלפי קבוצת המשקיעים הפוטנציאליים בסדרת האג"ח המדורגת. קורא שאין הטיעונים מקובלים עליו עשוי להציע טיעונים אחרים שלפיהם התנאים המפורטים לעיל אינם מתקיימים. בסופו של יום שאלת חובת הזהירות של סוכנות הדירוג כלפי המשקיעים היא שאלה של מדיניות משפטית. ¹⁶³ השיקולים התיאורטיים-הכלכליים התומכים בהטלת אחריות משפטית על סוכנויות הדירוג כבר נידונו לעיל. ¹⁶⁴ התשובה לשאלת המדיניות המשפטית הראויה לעניין קביעת חובת הזהירות של סוכנות הדירוג כלפי המשקיעים נובעת ממסקנותיו של דיון זה. השיקולים התיאורטיים שפורטו לעיל

162 אם כי בעניין *Quinn* הביעה השופטת ווד עמדה הרומזת כי לדירוגי האג"ח יש תכלית גם ב"עולם ללא משקיעים". ראו עניין *Quinn*, לעיל ה"ש 82, בעמ' 334-335.

163 שאלת קיומה של חובת זהירות (על שני חלקיה – מושגית וקונקרטית) נבחנת על-פי מבחן הצפיות, השואל אם אדם סביר היה צריך לצפות את התרחשות הנזק. גם בהתקיים מבחן הצפיות הטכנית (הבוחן אם היה אפשר לצפות את התרחשות הנזק) ניתן לקבוע כי לא קיימת חובת זהירות על-סמך מבחן הצפיות הנורמטיבית, הבוחן אם דאוי, כעניין של מדיניות משפטית, להטיל את חובת הזהירות על הנתבע. ראו ע"א 145/80 ועקנין נ' המועצה המקומית בית-שמש, פ"ד לז(1) 113, 122-127 (1982). בענייננו ברי כי סוכנות הדירוג יכולה לצפות שייגרם נזק למשקיע המסתמך על דירוגיה (כלומר, מתקיימת הצפיות הטכנית), והשאלה היא אם דאוי לקבוע כי מוטלת עליה חובת זהירות ביחס למשקיע זה.

164 ראו לעיל פרק ה.

— שלפיהם קיים חשש מדירוגים המוטלים כלפי מעלה בלית אפשרות של הטלת אחריות משפטית על סוכנויות הדירוג (וזאת גם לאחר התחשבות בשיקול "הון המוניטיין"), ושלפיהם סוכנות הדירוג מהווה את "המונע הזול" ואת "מפזר הנזק הטוב" — הם הממלאים בתוכן את שאלת חובת הזהירות, והם המצדיקים, לגישת המאמר, את קביעת חובת הזהירות של סוכנויות הדירוג כלפי המשקיעים.

היסוד השני של עוולת הרשלנות, שיש לבוחנו לאחר גיבושה של חובת הזהירות של סוכנויות דירוג אג"ח כלפי המשקיעים באג"ח, הוא יסוד ההתרשלות. על-מנת להטיל אחריות נזיקית על סוכנות דירוג, על התובע להוכיח כי סוכנות הדירוג לא ביצעה את פעולת הדירוג (המגולמת במצג) כפי שסוכנות דירוג סבירה הייתה מבצעת אותה.¹⁶⁵ את שאלת ההתרשלות יש לבחון בכל מקרה לגופו, כמובן. ככלל, מדובר בשאלה סבוכה, שיש להניח כי תאלץ את בית-המשפט להיזקק לחוות-דעת של מומחים בתחום הכלכלה, בתחום המימון ובתחומים הרלוונטיים לתעשייה שהגוף המדורג נוטל בה חלק.

אף מקום שבו יימסרו לבית-המשפט חוות-דעת מן הסוגים המוזכרים, בית-המשפט עשוי להתקשות בבואו לקבוע אם סוכנות הדירוג פעלה בסבירות בשעה שקבעה דירוג פלוני. הקושי הצפוי נובע מכך שכל אחת מסוכנויות הדירוג מפעילה מתודולוגיית דירוג הנבדלת מזו של רעותה. קושי זה יוצר שתי בעיות עיקריות. ראשית, מכיוון שסוכנויות הדירוג אינן פועלות בהתאם למתודולוגיית דירוג אחידה, קשה לזהות סוכנות דירוג אשר "סתתה מדרך הישר". לשון אחר, בהעדרה של פרקטיקת דירוג מוכרת ומקובלת, שניתן לבסס את סטנדרט הסבירות על קווי המתאר המאפיינים אותה, קשה יותר להכריע בשאלה אם סוכנות הדירוג פעלה בחוסר סבירות. שנית, יש להניח כי מתודולוגיית הדירוג הייחודית של כל סוכנות דירוג נתפסת בעיני העומדים מאחורי סוכנות דירוג זו כסודה הכמוס ביותר של הסוכנות. משכך, ניתן להניח כי סוכנות דירוג פלונית לא תחפוץ לחשוף את מתודולוגיית הדירוג שלה לפני מתחריה במסגרתו של הליך משפטי המתנהל נגדה. קל להבין מדוע יתקשה בית-המשפט לעמוד על סבירות התנהלותה של סוכנות דירוג מקום שלא יהיה באפשרותו להעמיק חקר בדבר מאפייניה של מתודולוגיית הדירוג המופעלת על-ידיה. אכן, טעמים כבדי-משקל אלה מבהירים את הקושי בבחינת יסוד ההתרשלות במסגרת בחינת התנהלותה של סוכנות הדירוג.¹⁶⁶

165 יש לציין בנקודה זו כי להבדיל מהדין הנהוג בפסיקה האמריקנית, אין בהלכה הפסוקה הישראלית שום כלל המונע את הכפפתו של מפיץ מידע פיננסי או של מוציא-לאור של עיתונות פיננסית-כלכלית לסטנדרט של רשלנות. לפיכך סוכנות דירוג אינה יכולה לפטור את עצמה מחבות בגין נזק שנגרם למשקיע עקב מצג-שווא שהציגה בטענה כי לא פעלה בפזיזות או מתוך כוונה לפרסם דירוג לא-מדויק.

166 ראוי להזכיר בהקשר זה גם את החשש, שכבר נידון בהרחבה בספרות, שלפיו החלת סטנדרט "מעורפל" של רשלנות על גופים שונים עלולה לעורר בקרבם אי-ודאות משפטית, אשר תוביל לתופעה של הרתעת-יתר בהתנהלותם. ראו: Richard Craswell & John E. Calfee, *Deterrence and Uncertain Legal Standards*, 2 J. L. Econ. & Org. 279 (1986); Louis Kaplow & Steven Shavell, *Accuracy in the Determination of Liability*, 37 J. L. & Econ. 1 (1994); חמדני "אחריות שומרי-סף", לעיל ה"ש 63, בעמ' 44.

אולם דומה שאף בהינתן שיקולים אלה, בית-המשפט עשוי, במקרים לא-מעטים, להגיע בכל-זאת למסקנה כי התנהלותה של סוכנות הדירוג, במסגרת ההחלטה על דירוג מסוים, חרגה מסטנדרט הסבירות והביאה לידי גיבושו של יסוד ההתרשלות שבעוולת הרשלנות. טענה זו נתמכת אף היא על-ידי שני שיקולים מרכזיים. עניינו של השיקול הראשון הוא בהבנה כי לכל פרקטיקת דירוג נלווים היבטים "פריפריאליים" רבים, וכי לעיתים די בעמידה על טיב הוצאתם לפועל של היבטים אלה להוליך את בית-המשפט למסקנה בדבר התרשלותה של סוכנות הדירוג. היבטים אלה מכונים "פריפריאליים" משום שהם אינם מהווים את לב-ליבה של פרקטיקת הדירוג, דהיינו, עניינם אינו בעצם שקלולו של מערך הנתונים שנאסף לתוך מתודולוגיית דירוג מסוימת. בין היבטים אלה ניתן למנות, למשל, את אופן איסוף הנתונים, את הכשרת כוח-האדם המופקד על מלאכת איסוף הנתונים ועיבודם, את רמת הידע שרכשה סוכנות הדירוג באשר למכשירי חוב מסוימים בטרם פנתה לדרגם, ועוד. סבירות התנהלותה של סוכנות דירוג ביחס להיבטים אלה ניתנת לבחינה על-ידי בית-המשפט אף מבלי שזה יידרש להבנה מלאה ומעמיקה של מתודולוגיית הדירוג של הסוכנות העומדת לביקורתו (אם כי גם מלאכת בירורן של סוגיות אלה תדרוש מבית-המשפט הבנה כלכלית, פיננסית וחשבונאית נכבדת). השיקול השני והמהותי יותר נובע מן ההבנה כי סוכנויות הדירוג אינן מותקפות בדרך-כלל בטענה כי מתודולוגיית הדירוג שלהן הינה מתודולוגיה כושלת באופן כללי. במקום זאת, ברוב המקרים המבקרים מלינים על כך שהפעלתה של מתודולוגיית דירוג סבירה במקרה מסוים – תהא המתודולוגיה אשר תהא – לא הייתה יכולה להביא את סוכנות הדירוג לידי קביעתו של הדירוג שהוענק על-ידיה בסופו של יום לסדרת אג"ח פלונית. לגישתו של מאמר זה, יש מצבים מסוימים שבהם עשוי לעלות חשד מוגבר להתרשלות של סוכנות דירוג אף אם זו מחזיקה במתודולוגיית דירוג שכבר הוכיחה את עצמה בעבר כמתודולוגיה מוצלחת ואמינה.

בהתאם לשיקול השני שהוצג לעיל, המאמר מבקש להציע לפחות שני מצבים פרידגמטיים שבהם נראה כי יש לנטות לכיוון הקביעה כי סוכנות הדירוג התרשלה במלאכת הדירוג אף אם קשה לעמוד באופן דקדקני על טיבה של מתודולוגיית הדירוג שהיא מפעילה.

המצב הטיפוסי הראשון הוא מצב שבו סוכנות הדירוג ביצעה עדכון דרסטי כלפי מטה של הדירוג הרלוונטי זמן קצר לפני התרחשות מחדל-פירעון בסדרת האג"ח המדוברת. פרשת אנרון ממחישה קבוצת מקרים זו.¹⁶⁷ כאמור לעיל, בפרשת אנרון הפחיתו סוכנויות הדירוג הדומיננטיות את דירוגי החוב של חברת אנרון מ"דרגת השקעה" לדירוג נמוך ביותר רק ארבעה ימים בטרם הגישה אנרון בקשה לפשיטת-רגל.¹⁶⁸ בעיני רבים סימלה

167 זו, כמובן, רק דוגמה אחת לקבוצת מקרים זו. תופעה דומה נצפתה, למשל, במהלך המשבר הפיננסי שהתחולל במדינות אסיה בין השנים 1997 ו-1998. ביקורות קשות בדבר הפחתות דירוגים דרסטיות שביצעו סוכנויות הדירוג ביחס לאגרות-חוב ממשלתיות של מדינות כתאילנד, קוריאה הדרומית ומלזיה מזכירות את הקריאות שנשמעו לאחר פרוץ משבר אנרון. ראו SINCLAIR, לעיל ה"ש 3, בעמ' 160-167.

168 לדיון מקיף בפרשת אנרון ראו לעיל תת-פרק ג.

ההפחתה הדרסטית של הדירוג ראייה לכך שסוכנויות הדירוג לא ביצעו את מלאכת המעקב אחר הסדרות המדורגות כראות. ההצעה לראות בהפחתה דרסטית של דירוג המתרחשת זמן קצר לפני מחדל-פירעון "מעין ראייה" לכך שסוכנות הדירוג התרשלה במלאכתה נובעת מההבנה שקריסה כלכלית של גוף מנפיק כלשהו אינה מתרחשת בדרך-כלל בן-לילה. אכן, נראה כי סוכנות דירוג אשר מבצעת את פעולת המעקב כמצופה מסוכנות דירוג סבירה אמורה לזהות את השינויים בנסיבות הכלכליות והאחרות הגורמים להתערעורתו הכלכלית ההדרגתית של גוף מנפיק. בהתאם לכך, מצופה שסוכנות הדירוג תעדכן את דירוגי האג"ח בהדרגה כל אימת שחל שינוי כלשהו המצדיק זאת. הפחתת דירוג פתאומית ודרסטית, לעומת זאת, מקימה חשד שסוכנות הדירוג "נרדמה בשמירה", והתעוררה לפתע לגלות את התרסקותו הכלכלית של הגוף המנפיק. חשד נוסף העולה במקרה של הפחתת דירוג דרסטית הוא שעל סוכנות הדירוג הופעלו לחצים על-ידי הגוף המדורג לא להפחית את דירוגן של סדרות האג"ח שהנפיק, וכי סוכנות הדירוג נעתרה ללחצים אלה עד לנקודה שבה כבר היה ברור לה כי אין לה עוד מה להפסיד מהפחתת הדירוג. חרף האמור, יש להבהיר כי הצעה זו אינה שקולה לקביעה כי כל אימת שחלה הפחתה דרסטית של דירוג, תוחזק סוכנות הדירוג ככזו שהתרשלה. אפילו הדירוג הגבוה ביותר אינו ערובה לאי-התרחשותו של מחדל-פירעון, וייתכן שסדרת אג"ח שזכתה בדירוג AAA תחווה אירוע של מחדל-פירעון, ושאי-ערכון הדירוג לא ינבע מהתרשלותה של סוכנות הדירוג (אם כי מקרים כאלה נדירים). לפיכך אין המאמר מציע להעביר את נטל השכנוע בגין אי-ההתרשלות לכתפיה של סוכנות הדירוג במקרה מן הסוג המדובר, אלא רק לתת אינדיקציה לבית-המשפט כי לפניו מקרה המעורר חשד מוגבר מפני התרשלות.

המצב הטיפוסי השני הוא מצב שבו התביעה עוסקת בדירוגים שהעניקה סוכנות הדירוג למכשירי חוב חדשניים. ההצעה לראות מצב זה כמצב המעלה חשד מוגבר להתרשלות של סוכנות הדירוג, מסתמכת על עמדתו של האנט, שלפיה קיים חשש ממשי ששיקול "הון המוניטין" לא ימנע סוכנויות דירוג מלבצע דירוגי אג"ח של מכשירים חדשניים גם כאשר הן אינן מוכשרות לעשות כן.¹⁶⁹ מצב טיפוסי זה מומחש על-ידי התנהלותן של סוכנויות הדירוג בפרשת הסב-פריים, שנידונה לעיל.¹⁷⁰ לפי הצעה זו, החשש ששיקול "הון המוניטין" אינו מניא סוכנויות דירוג מלבצע דירוגים של מכשירים שהן אינן מוכשרות לבצע מהווה רמז מקדמי כלשהו להתרשלות של סוכנות דירוג אשר דירוגי המכשירים החדשניים שהפיקה התגלו בדיעבד כלא-מדויקים.

היסוד האחרון שעל התובע להוכיח במסגרת עילת מצג-השווא הוא יסוד גרם הנזק. במסגרת יסוד זה על התובע להוכיח כי נגרם לו נזק המקושר סיבתית להסתמכותו על מצג-השווא הרשלני. בהקשר של דירוג אג"ח משמעות הדבר היא כי על המשקיע להוכיח בראש ובראשונה כי אכן הסתמך על דירוג האג"ח, וכי ההסתמכות היא שהניעה אותו

169 Hunt, לעיל ה"ש 47. לדיון מקיף בגישה זו ראו לעיל תת-פרק ה.1.

170 לדיון בפרשת הסב-פריים ראו לעיל תת-פרק ג.2.

להשקיע בסדרת האג"ח המדוברת.¹⁷¹ שנית, עליו להראות כי הסתמכותו הייתה סבירה.¹⁷² כך, למשל, בעניין *Quinn* נדחתה עילת מצג-השווא הרשלני משום שבית-המשפט סבר כי הסתמכותו של התובע על דירוג האג"ח שהופק על-ידי הנתבעת לא הייתה סבירה, שכן לידי התובע הגיע בשלב מוקדם מידע רב שהעיד כי סיכון האשראי המאפיין את סדרת האג"ח המדורגת גבוה מהסיכון שהשתקף בדירוג האג"ח שניתן לאותה סדרה.¹⁷³ גם בהתקיים כל התנאים המתוארים לעיל עולה עדיין שאלה חשובה בנוגע לתיחום היקף חבותה הנזיקית של סוכנות דירוג האג"ח. משקיע באג"ח אשר הסתמך על דירוג כושל יספוג בדרך-כלל נזקים ישירים בגין הסתמכותו. כך, למשל, אם בסדרת האג"ח שבה השקיע התרחש אירוע של מחדל-פירעון על-אף דירוגה הגבוה של הסדרה, המשקיע עלול להפסיד את המשך תשלומי הריבית ואת החזר הקרן.¹⁷⁴ אלה נזקיו הישירים של המשקיע. אולם נזקיו הישירים של המשקיע עשויים להוביל אף לנזקים עקיפים. כך, למשל, ראשיתה של פרשת הסב-פריים הייתה בהפסדים שנגרמו למשקיעים מוסדיים רבים עקב כך שהאג"ח המובנות שהחזיקו נכנסו למצב של מחדל-פירעון. בהמשך הציתו הפסדים אלה תגובת-שרשרת, שהובילה להיקף נזקים דמיוני, ואשר נותנת עדיין את אותותיה בכלכלה העולמית, נכון למועד כתיבתן של שורות אלה. לפי מבחן הצפיות – הוא המבחן המרכזי בדיני הסיבתיות המשפטית הנזיקיים – תוטל אחריות על מזיק מסוים בגין נזק מסוים אם אותו מזיק, כאדם סביר, היה צריך לצפות שהנזק ייגרם עקב התרשלותו.¹⁷⁵ דומה כי לפי מבחן זה אין קושי בהטלת חבות נזיקית על סוכנות דירוג האג"ח ככל שחבות זו מתייחסת לנזקים הישירים שנגרמו למשקיע (כפי שאלה פורשו לעיל). עם זאת, מובן שבעת קביעת היקפה של החבות הנזיקית בגין נזקים ישירים אלה יהיה על בית-המשפט להתחשב בסיכון המודע שנטל על עצמו המשקיע כאשר החליט להשקיע בסדרת האג"ח המדוברת. כך, דומה שעל היקפה של החבות הנזיקית לשקף אך את ההפרש שבין רמת סיכון האשראי שייחס המשקיע לסדרת האג"ח שבה בחר להשקיע, על רקע הדירוג שניתן לה, לבין רמת הסיכון ה"אמיתית" שאפיינה את סדרת האג"ח המדוברת (ואשר המשיב לא היה מודע לה עקב הסתמכותו על הדירוג המופרז שהוענק לסדרת אג"ח זו).

שאלה מעניינת היא אם ניתן להרחיב את חבותה של סוכנות הדירוג גם אל עבר הנזקים העקיפים שנגרמו למשקיע. בבסיסה של שאלה זו עומדת שאלת מדיניות סבוכה, אשר קצרה היריעה מלדון בה. עם זאת, יצוין כי קיים חשש מוצדק מפני הרחבת היקף חבותה של סוכנות הדירוג אל עבר נזקים מרוחקים, שכן הרחבה כזו עלולה לגרום להרתעת-יתר של סוכנויות הדירוג ולאפקט מצנן חמור בתעשיית דירוג האג"ח.

171 כך, למשל, בעניין *בנק מסד*, לעיל ה"ש 160, נדחתה טענת התובע בדבר מצג-שווא רשלני משום שהחלטתו של התובע לבצע את העסקה מושא המצג התקבלה בטרם נחשף למצג. ראו שם, בעמ' 603-604. לדיון מפורט במבחני הקשר הסיבתי העובדתי ראו עמוס הרמן מבוא לדיני נזיקין 161-180 (2006).

172 עניין *בנק מסד*, לעיל ה"ש 160, בעמ' 599.

173 עניין *Quinn*, לעיל ה"ש 82, בעמ' 336.

174 מובן שכנושה של הגוף המנפיק הוא עשוי לזכות בהחזר חלקי של הסכום שהלווה, במסגרת הליכי הפירוק או פשיטת-הרגל של הגוף המנפיק.

175 ע"א 576/81 בן שמעון נ' ברדה, פ"ד לח(3) 1, 7 (1984).

אי-אפשר לחתום את הדיון בסוגיית אחריות הנזיקית של סוכנויות דירוג האג"ח בגין מצג-שווא רשלני מבלי לדון בנפקותה המשפטית של הודעת מיאון האחריות (disclaimer) שסוכנויות הדירוג מפרסמות בצמוד לדירוגיהן. כזכור, סוכנויות הדירוג נוהגות לצרף לדירוגיהן אזהרה שלפיה "אין לראות בדירוג משום הבעת דעה לגבי מחיר ניירות הערך בשוק הראשוני או המשני" ו"אין לראות בדירוג משום הבעת דעה על כדאיות קניה, מכירה או החזקה בנייר ערך כלשהו".¹⁷⁶ עולה השאלה אם הודעת מיאון האחריות עשויה לסוכך על סוכנויות דירוג האג"ח ולפוטן מאחריות נזיקית בגין מצג-שווא רשלני. בהקשר זה יש לשים לב תחילה שפרסום הדירוג אינו מהווה חוזה בין סוכנות הדירוג לבין המשקיע בסדרת האג"ח המדרוגת, ולפיכך אי-אפשר לראות בהודעת מיאון האחריות תנאי מקפח בחוזה אחד לפי חוק החוזים האחרים, התשמ"ג-1982.¹⁷⁷ נדמה כי בהעדר יריבות חוזית בין סוכנות הדירוג לבין המשקיע באג"ח, יש לבחון את הודעת מיאון האחריות במסגרת ההגנה הנזיקית של הסתכנות מרצון.¹⁷⁸ לפי סעיף 5(א) לפקודת הנזיקין:

"בתובענה שהוגשה על עוולה תהא הגנה שהתובע ידע והעריך, או יש להניח שידע והעריך, את מצב הדברים שגרמו לנזק וכי חשף עצמו או רכשו למצב זה מרצונו."

ובכן, נשאלת השאלה אם משקיע באג"ח, שהסתמך על דירוג אג"ח על-אף הודעת מיאון האחריות, לא חשף את רכשו מרצון לסכנות הכרוכות באי-דיוקו של הדירוג, ובכך פטר את סוכנות הדירוג מאחריות נזיקית בגין מצג-שווא. דומה כי יש להשיב על שאלה זו בשלילה, וזאת על-סמך שיקול הנעוץ גם בלשונה של הודעת מיאון האחריות אך בעיקר בתכליתה. יש לשים לב כי הודעת מיאון האחריות אינה מתיימרת, מבחינת לשונה, לפטור את סוכנויות הדירוג מאחריות בגין הסיכון שנובע מהסתמכות על דירוג לא-מדויק. ממקרא הודעת מיאון האחריות עולה כי תכלית ההודעה היא להבהיר למשקיע הפוטנציאלי כי עליו להבחין בין דירוג אג"ח לבין חוות-דעת של יועץ השקעות. בהודעה נעשה שימוש במילים כגון "כדאיות" ו"תשואה" על-מנת להבהיר למשקיע כי אין די בהתחשבות בדירוג אג"ח אם רצונו לקבל החלטת השקעה מושכלת. אולם אין ההודעה, כלשונה, מתיימרת להבהיר למשקיע פוטנציאלי המסתמך על דירוג אג"ח לצורך הערכת סיכון האשראי המאפיין את הגוף המנפיק כי הוא מסתכן בכך שהדירוג נעשה בצורה רשלנית ולכן אינו משקף נכונה את סיכון האשראי. חשובה מלשון ההודעה היא תכליתה. לא יעלה על הדעת שסוכנות הדירוג, אשר תפקידה היחיד הוא להעריך סיכונים אשראי, תתנער מהאחריות הכרוכה בתפקיד זה באמצעות הודעת מיאון האחריות. ניתן להסיק, אם כן, כי תכליתה של הודעת מיאון האחריות היא להבהיר למשקיע כי בהסתמכו על הדירוג הוא נוטל על עצמו מרצון את כל הסיכונים הכלכליים הכרוכים בהשקעה בנייר-ערך, אך

176 לפירוט בנושא של הודעת מיאון האחריות ראו לעיל ה"ש 3.

177 אילו היה קיים חוזה בין סוכנות הדירוג לבין המשקיע, היה אפשר לטעון כי הודעת מיאון האחריות מהווה תנאי מקפח לפי ס' 1(4) לחוק החוזים האחרים, שעניינו תנאי בחוזה אחד הפוטר את הספק מאחריות המוטלת עליו על-פי דין. השוו ורדה לוסטהויז וטנה שפניץ חוזים אחרים 85-86 (1994).

178 ראו גבריאלה שלו תניות פטור בחוזים 148-149 (1974).

היא בוודאי אינה מטילה על המשקיע את הסיכון הכרוך בכך שהערכת סיכון האשראי של הסדרה המדורגת נעשתה לא כהלכה. לפי כל האמור לעיל יקשה על סוכנות הדירוג לטעון כי המשקיע באג"ח, אשר היה מודע לאמור בהודעת מיאון האחריות, חשף את רכושו מרצון לסיכון הנובע מרשלנותה של סוכנות הדירוג.

2. מסקנות וסיכום

במסגרת הדיון הציבורי שהתעורר על רקע פרוץ משבר הסב־פריים, חיווה שאול (סס) ברונפלד, יושב־ראש הבורסה לניירות־ערך, את דעתו בנושא אמינותם של דירוגי אג"ח. בפשטות ובהחלטיות הוא הסביר כי לדעתו, "הדירוג של חברות הדירוג הוכיח שאינו שווה דבר"¹⁷⁹. התבטאותו של ברונפלד תמצתה את קיתונות הרתחין שהוטחו בסוכנויות דירוג האג"ח למן פרוץ משבר זה. אין־ספור הכתבות שצצו בעיתונות הכלכלית, בכתבי־העת הכלכליים והמשפטיים ובתקשורת המשודרת למן לידתו של משבר הסב־פריים החזירו את סוכנויות הדירוג לאור הזרקורים. הביקורות הרבות מציעות סיבות שונות לכשלונן של סוכנויות הדירוג בדירוג המוצרים המוכנים שזעזעו את שוק האשראי העולמי. לכל מבקר יש הצעה שונה לגבי האמצעים שיש לנקוט על־מנת להחזיר את סוכנויות הדירוג "למוטב". אולם דעה אחת משותפת לכל הביקורות, ועוברת כחוט־השני בכל דיון שנסב על מחדליהן של סוכנויות הדירוג: משהו צריך להיעשות.

מאמר זה ביקש להציע את הכלי של חשיפה לאחריות משפטית כאמצעי אפשרי ומשלים להכוונת התנהגותן של סוכנויות הדירוג אל עבר התנהגות יעילה מבחינת הרווחה החברתית הכללית. מאמצו העיקרי של המאמר היה לערוך בחינה מחודשת של השיקולים התיאורטיים הרלוונטיים לעיצוב המדיניות המשפטית הראויה, להשקפת מאמר זה, בעניין אחריותן המשפטית האזרחית של סוכנויות הדירוג כלפי משקיעים שהסתמכו על דירוגי האג"ח. השיקולים נלקחו הן מתחום הניתוח הכלכלי של המשפט והן מתחום דיני המשפט החוקתי הנוהגים במשפט הישראלי. המאמר בא על סיומו עם סקירת עילה אפשרית העשויה לשמש משקיעים באג"ח בשעה שהם מבקשים לתבוע סעד מאת סוכנויות הדירוג.

המשבר הכלכלי העולמי הביא עימו גל של תביעות נגד סוכנויות הדירוג, כפטריות הצצות אחר הגשם. דומה כי לא יהיה מנוס, ובקרוב ייאלץ בית־המשפט הישראלי להכריע בשאלה העקרונית של חשיפת סוכנויות הדירוג לאפשרות של נשיאה באחריות משפטית אזרחית. תרומתו של מאמר זה מגולמת בפתיחת דיון מחודש בשאלת אחריותן המשפטית של סוכנויות הדירוג, ובהצגת השיקולים התיאורטיים הנלווים לשאלה זו באור חדש, הנובע מההתפתחויות הכלכליות של השנים האחרונות.

179 אפרת נוימן "הדירוג לא שווה" TheMarker 1.1.2009, 64.

