

בדלתיים כ תוחות

מוסדיים מוגבלים

האם שיתוף פעולה בין משקיעים מוסדיים בשינוי תנאי אג"ח קונצרניות פוגע בתחרות? ניתוח בעקבות גילוי דעת שפרסמה רשות ההגבלים העסקיים מוביל לתשובה שלילית



התחרות בין המוסדיים – הן משום שמלכתחילה לא מדובר בסייטואציה תחרותית, אלא, לכל היותר, בסיטואציה פוסט-תחרותית, והן משום שהטענה, שהדיאלוג בין המוסדיים יחלחל אל תחומים אחרים בהם מתקיימת ביניהם תחרות, אינה יכולה לעמוד.

סיטואציה של כשל

ראשית, כעניין תפישתי, יש לבחון אם ענייננו נוגע ל"תחרות" – האינטרס המוגן ע"י דיני ההגבלים העסקיים. מהי הסיטואציה הבסיסית אליה מתייחס גילוי הדעת? מדובר בסיטואציה בה מתקיים סיכון בפועל לכך שאג"ח מסוימת לא תוכל להיפרע במתווה שנקבע מראש. בנסיבות שכאלה, האינטרס העליון של כל הגורמים המעורבים הוא שהתאגיד מנפיק האג"ח לא ייקלע למצב של חדלות פירעון והליכי פירוק. על כן, יש לצפות (ואף לעודד) פעולות של היערכות מוקדמת מצד בעלי האינטרסים, בהם הנהלת התאגיד והמשקיעים המוסדיים, לנהל את המשבר על דרך גיבוש מתווה להסדר. הסדר יכול שיכלול פריסת החוב, המרתו להון ויתור על חלקו, הזרמת כסף חדש לתאגיד, תשלום מסוים במזומן למחזיקי האג"ח, שינוי בתנאי האג"ח, שיעור הריבית, הוספה או שחרור של בטוחות וכד'. הסדר יכול שיכלול את כל המרכיבים או חלקם, בתמהיל שונה כתלות בנסיבות הקונקרטיות.

הסיטואציה המרחפת מעל היא של כשל (default), כאשר המוסדיים פועלים בניסיון לנהל את המשבר, ולוודא החזר מרבי, גם אם חלקי, של החוב. חשוב לזכור שגביית חובות איננה עיסוקם של המוסדיים. הם אינם מתחרים ביניהם על פירעון חובות שכבר נוצרו. גם אם קיימת תחרות בין המוסדיים לבין עצמם בשלב ההשקעה (וחשוב לבחון מיהו אותו "משקיע מוסדי", מונח שלא הוגדר בגילוי הדעת, והאם כל "מוסדי" מתחרה במשנהו), הרי שקשה לדבר במונחי "תחרות" בנסיבות של default, נסיבות שהן פוסט תחרות, לאחריה. כך בכלל, וכך בפרט ככל שמתווה ההסדר

בסוף חודש נובמבר 2008 פרסמה רשות ההגבלים העסקיים גילוי דעת הנוגע לשיתוף פעולה בין משקיעים מוסדיים בשינוי תנאי אג"ח תאגידיות (גילוי דעת 1/08). על היבטי שוק ההון של גילוי הדעת נכתב לא מעט ואילו רשימה זו תעסוק בהיבטי דיני ההגבלים שלו. לכאורה, מדובר ביוזמה מבורכת, המכירה בצורכי השעה נוכח האירועים בשוק ההון. צרכים אלה כוללים, בוודאי, צמצום מכשולים רגולטוריים העומדים בפני תאגידים, בבואם ליישם פתרונות אפשריים בניהול המשבר. ואולם, עיון בגילוי הדעת מלמד, כי יצא שכרו בהפסדו.

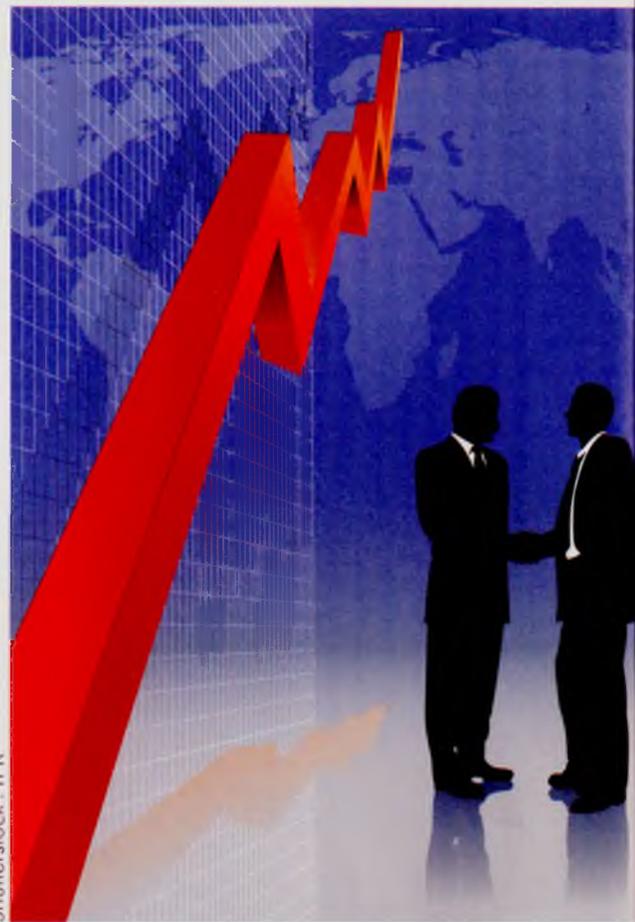
חלק מן הביקורת שנשמעה בקשר עם גילוי הדעת מבוסס על הטענה, כי זמנים קשים צריך שיובילו להגמשת הכללים בדיני התחרות. גם גילוי הדעת עצמו יוצא מנקודת הנחה כי אין מדובר "בזמנים כתיקונם", ותוקפו הוגבל עד תום שנת 2009. זו אינה עמדתנו. בפרפראזה על הפתגם המוכר, אינני סבורה כי "כשהתותחים רועים דיני ההגבלים העסקיים שותקים". הביקורת על גילוי הדעת היא לאור הכללים הקיימים בדיני התחרות.

על פי גילוי הדעת, שיתופי פעולה בין מוסדיים מעלים חששות בשני מישורים: האחד, השפעה אפשרית על מנגנון השוק במסחר בניירות ערך. השני, השפעה אפשרית על התחרות בין משקיעים מוסדיים.

אשר למישור הראשון – מדובר בתחום אחריותה של רשות ניירות ערך, ומבלי לגרוע מחשיבות הדיאלוג בין הרגולטורים, מוצע שהפיקוח בהקשר זה ירוכז על ידה. ואמנם, יש לברך על כך כי לכל הפחות בנושא אחד, שעניינינו הגבלות על שימוש במידע פנים, שינתה רשות ההגבלים העסקיים מגישתה המקורית ו"התיישרה" עם עמדת רשות ניירות ערך.

רשימה זו תתמקד במישור השני. להערכתנו, בנסיבות בהן עוסק גילוי הדעת לא מתעוררים, ככלל, חששות תחרותיים בקשר עם

נלווה לחששות תחרותיים מוצקים אחרים (שאינם מתקיימים בענייננו). אם לא תאמר כן, נמצא כי עצם קיומם של איגודים מקצועיים (להבדיל מבחינה קונקרטית של הפעילות בגדרם) הינה בלתי חוקית – מסקנה שמנוגדת לחוק ההגבלים העסקיים עצמו. ואם כך בכלל, בענייננו הטעם האמור אינו יכול לעמוד שבעתיים, שכן למוסדיים אינספור הזדמנויות להידבר ביניהם, הזדמנויות האינהרנטיות לפוזיציה שלהם כמחזיקים באג"ח: בכנסים, אסיפות כלליות, אסיפות מחזיקי אג"ח וכיוב' מפגשים שמקורם בדין. בהקשר זה נזכיר שמדינות מערביות מעודדות דווקא שיתוף פעולה רוחבי בין גופים מוסדיים, גם בהקשרים החורגים מענייניו של תאגיד ספציפי. כך, לדוגמא, במדינות שונות מקובל שיתוף פעולה בין הגופים המוסדיים בכל הקשור לסוגיות עקרוניות של מעורבות המוסדיים מול ההנהלה ובעלי השליטה בחברות ציבוריות, כגון לגבי קביעת עקרונות מנחים למעורבות המוסדיים או עיצוב אמות מידה של ממשל תאגידי. דו"ח חמדני מאזכר בה"קשר זה, בחיוב, גופים כגון ה-Council of Institutional Investors המאגד את קרנות הפנסיה השונות בארה"ב, וה-Shareholder's Committee, ארגון הגג של המשקיעים המוסדיים בבריטניה, תוך הדגשה כי שיתוף פעולה כאמור חיוני במיוחד בישראל.



שולי עמימות מיותרים

בנוסף לביקורת ברמה התפישית, גם התנאים הפרטניים לתחולת גילוי הדעת מעוררים קשיים. כך, לדוגמא, בכל הנוגע למגבלה המספרית בדבר שלושה משקיעים מוסדיים ("מוסדיים נציגים") הרשאים להידבר – מגבלה שאינה תואמת את הפיזור המקובל של מחזיקי האג"ח. דוגמא נוספת היא שתיקתו של גילוי הדעת לגבי משקיעים מוסדיים המשתייכים לאותה קבוצה – כיצד יש להתייחס אל אלה? האם מלכתחילה יש לראות בהם מתח"רים? כיצד יבואו במניין המגבלה הכמותית? האם ייחשבו כמחזיקים יחדיו? האם יחול הכלל שרשות ניירות ערך קבעה בקשר עם "קבוצת שליטה"? ואם כן, האם המונח "שליטה" יפורש כמשמעו

בדיני ניירות ערך? כמשמעו בדיני ההגבלים העסקיים? גם היעדר ההגדרה למונח "משקיע מוסדי" מותר שולי עמימות מיותרים. גילוי הדעת מאזכר, אמנם, את ועדת חמדני, ממנה עולה כי מדובר במשקיעים שמנהלים כספי ציבור (קופות גמל, קרנות נאמנות, מבטחים בגין ציבור המנוהלים על ידיהם, קרנות פנסיה), אך המקורות הנורמטיביים האפשריים בהקשר זה הם רבים, ולא ברור, לדוגמא, אם גילוי הדעת מתייחס גם לתאגידיים בנקאיים ותאגידי עזר המחזיקים באג"ח.

טוב תעשה רשות ההגבלים העסקיים אם תשוב ותבחן את גילוי הדעת שפרסמה בנושא – לא רק במישור התנאים הפרטניים, אלא אף במישור תפישת היסוד העומדת בבסיסו.

המתגבש אינו כולל הזרמת כסף חדש.

אכן, אין להוציא מכלל אפשרות שמקרה פרטני יעורר חששות תחרותיים. כך, לדוגמא, סיטואציה של שני מבטחים גדולים הנרשאים בנתח משמעותי מהסיכון של אי פרעון אג"ח שהנפיק תאגיד ספציפי, כאשר החוב הינו בשיעור מהותי לעסקיהם. ואולם, גם אם אין מדובר במצב היפותטי (נוכח רגולציה המגבילה את המוסדיים בהשקעותיהם), אזי יש לראות בכך את החריג המעיד על הכלל.

הזדמנויות להידברות

חשש נוסף הנזכר בגילוי הדעת הוא כי הדיאלוג בין המוסדיים, גם אם יהא כשר בנסיבות העניין, יחלחל אל תחומים אחרים, בהם מתקיימת תחרות ביניהם. טעם זה, לפיו יצירת תנאים נרחבים להידברות בין מתחרים עלולה לזלוג למקטעי פעילות אחרים בהם הם מתחרים, אינו יכול לעמוד בדד. לכל היותר מדובר בטעם

הכותבת היא שותפה ומנהלת מחלקת ההגבלים העסקיים במשרד עו"ד פישר בכר חן וול אוריון ושות'