

דילמת הנציג

החמונה על ההגבלים התכוונה לאפשר למשקיעים מוסדיים לשתף פעולה בטיפול בבעיית האג"ח הקונצרני, אך

הציבה תנאים ההופכים זאת לבלתי אפשרי / עו"ד ניב סבר

מדוע להתיר שיתופי פעולה?

החלטה מושכלת של המשקיע ביחס לפירעון האג"ח, מחייבת קבלת מידע רב מהתאגיד המנפיק, עיבודו וניתוחו, וכן קבלת החלטה לה יהיו שותפים מרבית בעלי החוב. פעולות אלו מחייבות השקעת תשומות (שלעיתים אינן כדאיות למשקיע המוסדי הבודד) ושיתוף פעולה בין מספר משקיעים מוסדיים, שיפעלו כמייצגי האינטרסים של בעלי החוב בכללותם.

שיתוף פעולה שכזה, כאשר יש לתאגיד המנפיק בעיה הטעונה פתרון, יאפשר פתרונות כגון דחיית הפירעון תמורת פיצוי עתידי, המרת החוב להון מניות ופתרונות אחרים, אשר עשויים למנוע את הידחקות התאגיד המנפיק לחדלות פירעון.

בעייתיות ביישום גילוי הדעת

הממונה התנתה את שיתוף הפעולה בין המִשקיעים המוסדיים בהתקיימותם המצטברת של שמונה תנאים. ואולם, הם אינם מאפשרים למעשה לקיים את שיתופי הפעולה.

שיתוף הפעולה הוגבל ביחס לכל סדרה של אג"ח לשלושה משקיעים מוסדיים בלבד (המכונים "מוסדיים נציגים"). לא ברור מדוע וכיצד אמורים

משקיעים אחרים לסמוך על עמדתם ועל תוצאות המו"מ שנוהלו על ידי מתחריהם.

בעייתית במיוחד היא ההגבלה על "מוסדי נציג" שקיבל מידע על התאגיד המנפיק במסגרת שיתוף הפעולה, ולפיה יהא מנוע מלסחור (לא לתר!) בכל נייר ערך שהנפיק התאגיד, וכן בכל נייר ערך של אדם אשר שולט באותו התאגיד, או נשלט על ידו.

כל מעורבות של משקיע מוסדי במו"מ על שינוי תנאי הפירעון, תגביל באופן משמעותי את יכולתו לסחור במניות התאגיד, ואף במניות ובאג"ח של מי מקבוצת מחברות עליה הוא נמנה. זוהי גזירה שאין משקיע מוסדי היכול לעמוד בה.

ההיתר שנתנה הממונה למוסדי נציג, לשוב ולסחור בניירות ערך כאמור, אם חלפו שלושה חודשים מהמועד האחרון בו קיבל מידע במסגרת שיתוף הפעולה, אין בו כדי לרפא פגם קשה זה. כל משקיע מוסדי יעדיף להימנע מלשמש מוסדי נציג, ומן הסתם "יברך" כל מתחרה שיבחר לעשות כן, משום שבכך תיפגע משמעותית יכולתו להתחרות בו.

תנאי לתחולת הוראות גילוי הדעת הוא, כי הנאמן על הסדרה זימן את המשקיעים המוסדיים לשיתוף פעולה. מכאן עולות מספר שאלות, שהעדר פתרון להן יכביד על שיתופי הפעולה. מה יעשו משקיעים מוסדיים בסדרה שהנאמן עליה אינו מזמן שיתוף פעולה? כיצד יחליט הנאמן מיהם אותם שלושה משקיעים שיזמן על מנת שישמשו "מוסדיים נציגים"?

נראה, שעל אף הרצון לאפשר למשקיעים המוסדיים שיתוף פעולה שיתרום להצלת חסכוניות הציבור, לשרידותן של חברות ולהמשך קיומו של שוק האג"ח כתחליף משמעותי לאשראי הבנקאי, הרי שהמנגנון המהותי והמסגרת הפרוצדורלית שנקבעו לא יאפשרו להם את שיתופי הפעולה הנדרשים לשם כך. ///

שויות ורגולטורים בארץ ובעולם מנסים לייצב את המערכת הכלכלית בכלל ואת שוק ההון בפרט. במסגרת זו, פרסמה חברת דש נובמבר הממונה על ההגבלים העסקיים, רונית קן, את גילוי דעת 1/08 העוסק בשיתופי פעולה בין משקיעים מוסדיים בשינוי תנאי איגרות חוב תאגידיות.

לדעת הממונה, הנסיבות הייחודיות מצדיקות שיתופי פעולה כאלו, בהתדיינות עם מנפיקי האג"ח על שינוי תנאי פירעון. נראה, כי המספר הרב של חברות אשר הנפיקו אג"ח ועלולות שלא לעמוד בפירעון, כמו גם ההשלכות של אי יכולת פירעון נרחבת זו, הן שהובילו לפרסום גילוי הדעת.

מדוע לאסור שיתופי פעולה?

הפסדים מהשקעות כשלעצמם, אין בהם כדי להצדיק התערבות של גורמי פיקוח, ובוודאי שלא הקלה בהוראות הפיקוח. במצב עניינים רגיל, הציבור יעניש בנטישה משקיע מוסדי שלא בחן בקפידה מספקת את ההשקעות בשם מי שהפקידו בידי את חסכוניותיהם. תמהיל ההצלחה והכישלון הוא הדלק המניע את התחרות.

שיתוף פעולה בין משקיעים מוסדיים המתחרים על כיסו של הציבור, מעלה חששות תחרותיים. בין ניהם ניתן למנות חששות ייחודיים למסחר בניירות ערך, דוגמת הצטברות של מידע שאינו נגיש לכלל המשקיעים אודות מצב התאגידים המנפיקים בידי המשקיעים המוסדיים. חששות אחרים משותפים לכלל שיתופי הפעולה בין מתחרים, דוגמת זליגת מידע אודות עניינים אחרים שבתחרות, ואף צינונה של רוח הקרב שראוי שתשרוד בין מתחרים.

**הכותב הוא שותף וראש תחום הגבלים עסקיים במשרד מ. פירון ושות'.
פירון ושות'.**

שיתוף פעולה בין המשקיעים המוסדיים, כאשר יש לתאגיד המנפיק בעיה הטעונה פתרון, יאפשר פתרונות כגון דחיית הפירעון תמורת פיצוי עתידי, המרת החוב להון מניות ופתרונות אחרים, אשר עשויים למנוע את הידחקות התאגיד המנפיק לחדלות פירעון