



רשות ההגבלים העסקיים

גילוי דעת 1/08:

שיתוף פעולה בין משקיעים מוסדיים בשינוי תנאי אגרות חוב תאגידיות

1. מבוא

גילוי דעת זה עוסק בניהול משותף של משא ומתן בין משקיעים מוסדיים ותאגידים אשר הנפיקו תעודות התחייבות סחירות,¹ בעניין שינוי תנאי הפירעון. הצורך בהתדיינות כאמור התחדד לאחרונה, נוכח האירועים בשוק ההון.

לא למותר לציין כי השקעה בשוק ההון כרוכה בסיכון, וטבע הדברים הוא שמנגנון השוק מתגמל בגין הצלחות ומעניש בשל טעויות בהפעלת שיקול הדעת של המשקיע. לכן וכלל, אין בהפסדים בגין השקעות, כשלעצמם, כדי להצדיק התערבות גורמי הפיקוח, או מתן הקלה בהוראות הפיקוח. הפסדים הם חלק מובנה במנגנון השוק, והם משקפים את פעילותו התקינה. בעניין זה, השקעה בתעודות התחייבות אינה שונה מכל השקעה אחרת בשוק ההון.

עם זאת, עומדים אנו כיום בפני מערך ייחודי של נסיבות אשר מצדיק, לפחות במספר מקרים נקודתיים, שיתוף פעולה בין משקיעים מוסדיים, שעניינו קיום התדיינות עם מנפיקי תעודות התחייבות בדבר שינוי תנאי הפירעון של התעודות. קיומו של דיאלוג כאמור, ובדיקת העובדות לאשורן, יאפשרו לבעלי החוב, באמצעות הגופים המוסדיים, לגבש עמדה מושכלת באשר להיקף הסיכון בפועל לכך שתעודת התחייבות מסוימת לא תוכל להיפרע במתווה שנקבע מראש. באותם מקרים בהם הסיכון האמור ממשי, יוכלו בעלי החוב והתאגיד המנפיק לגבש פתרון, דוגמת המרת החוב להון מניות, או דחיית מועד הפדיון כנגד פיצוי למחזיקי התעודה.

על מנת לאסוף את המידע הנדרש, לנתחו ולנהל מגעים באשר למתווה ההסכם לשינוי תנאי הפירעון, נדרש בשלב הראשון שיתוף פעולה בין מספר משקיעים מוסדיים שישמשו כמייצגי האינטרסים של בעלי החוב בכללותם. אם מגעים אלה יבשילו לכלל הסכמות בדבר שינוי בתנאי הפירעון, יובאו פירות המגעים לאישור כלל המחזיקים בתעודות ההתחייבות.

בחנתי ומצאתי ששיתוף פעולה זה יאפשר לכלל המחזיקים בתעודות התחייבות את הגמישות הנדרשת בהסדרת תנאי הפירעון, באותם מקרים בהם הדבר נדרש. גילוי דעת זה נועד ליצור את המנגנון המהותי ואת המסגרת הפרוצדוראלית הקשורים עם שיתוף הפעולה הנדון.

¹ גילוי הדעת חל על תעודות התחייבות, כהגדרתן בסעיף 35א לחוק ניירות ערך, התשכ"ח-1968, ואשר הוצעו לציבור.

מנגנון שיתוף פעולה זה אינו חף מחששות תחרותיים. בין היתר, החשיפה למידע עשויה לפגוע בליבו של מנגנון השוק למסחר בניירות ערך, ובתחרות שבין משקיעים מוסדיים. בנוסף, קיומן של במות משותפות להחלפת דעות ומידע ביחס ליעדי השקעה, עלול מעצם טיבו וטבעו של המפגש לזלוג גם להיבטים אחרים שבתחרות בין המשקיעים המוסדיים. חששות אלה מופגים באמצעות הכללים המובאים להלן, שקיומם המלא מהווה תנאי לתחולת גילוי הדעת.

2. אגרות חוב תאגידיות

הנפקת תעודות התחייבות בידי תאגידים, והמסחר בהן, ממלאים תפקיד מרכזי בחיי המשק והכלכלה בארץ. שני טעמים מרכזיים לכך: ראשית, התעודות האמורות מגדילות את סך מקורות האשראי במשק. היקף האשראי הבנקאי מוגבל מחמת כללי הלימות ההון, ולפיכך תעודות התחייבות תאגידיות מאפשרות להרחיב את סך מקורות האשראי במשק, מעבר לתקרת האשראי הבנקאי;² שנית, הריכוזיות של המערכת הבנקאית בישראל, וכשלי התחרות שבה, מחייבים קיומם של מקורות אשראי חוץ בנקאיים, שהם זמינים, יעילים ובעלות תחרותית לאשראי הבנקאי. הגידול המרשים בהיקף תעודות ההתחייבות התאגידיות מעיד על התפקיד המרכזי שהן ממלאות כתחליף לאשראי הבנקאי.

הגידול החד בהיקף תעודות ההתחייבות הסחירות, מעיד על התפקיד המרכזי שהן ממלאות כתחליף לאשראי בנקאי. שווי השוק הכולל של התעודות האמורות עמד בסוף שנת 2007 על 217 מיליארדי ₪, גידול של 63% לעומת סוף 2006 ושל 700% לעומת סוף 2003.³ במקביל, חלה עליה תלולה בחלקן של התעודות הסחירות מכלל האשראי לעסקים בישראל – משיעור של 8% בלבד בשנת 2003, לשיעור של 25% בשנת 2007.⁴

שגשוג זה אינו מנת חלקנו בעת האחרונה. להמחשה, בתוך תקופה של כשלושה חודשים, איבדו התעודות שמרכיבות את מדד תל בונד 40, כ-50% משוויין (בממוצע).⁵ במקביל, חלה עליה חדה בשיעור התשואה על תעודות התחייבות שהונפקו על-ידי חלק מהקונצרנים המרכזיים במשק. שינויי העתים הציפו את הקושי עליו עמדתי בראשית הדברים, ואת הצורך של משקיעים מוסדיים לשתף פעולה בכדי להגיע לפתרונות מוסכמים בשינוי תנאי הפירעון של התעודות כאמור.

3. היתרונות שבשיתוף הפעולה והחששות התחרותיים שעלולים להתעורר בגינו

שיתוף פעולה בין משקיעים מוסדיים בשינוי תנאי פירעון תעודות התחייבות, צפוי לסייע בגיבוש פתרונות מוסכמים. שיתוף פעולה כאמור יאפשר למי שמנהל את החזקה בתעודות התחייבות, לבחון מחדש את מידת הסיכון שטמונה בהחזקה, על בסיס מידע עדכני, ולמצוא פתרונות

² עדות לכך ניתן למצוא בחלק היחסי של האג"ח הסחירות מכלל הגידול באשראי למגזר העסקי. כך, להמחשה, בשנת 2005 חל גידול של 9.3% באשראי למגזר העסקי. האג"ח הסחירות תרמו 45.5% מכלל הגידול, וזאת בשעה שחלקן מסך מקורות האשראי למגזר העסקי עמד על 14% בלבד. דוגמה נוספת מצויה בנתוני שנת 2007, שבה חל גידול של 10.7% באשראי למגזר העסקי. האג"ח הסחירות תרמו 47.7% מכלל הגידול, וזאת בשעה שחלקן מסך מקורות האשראי למגזר העסקי עמד על 25% בלבד.

³ בנק ישראל, דין וחשבון לשנת 2007, עמ' 152.

⁴ שם, עמ' 146.

⁵ ביום 31.8.08 עמד מדד התל בונד 40 על 216.78 נקודות. ביום 17.11.08 עמד המדד על 144.77 נקודות בלבד. במסגרת מדד זה נסחרות אגרות חוב של חלק מהקונצרנים הגדולים בישראל ושל חברות נדל"ן מרכזיות.

מוסכמים, שאינם מחייבים הידחקות לתרחיש קיצוני של חדלות פירעון. באמצעות ניהול דיאלוג בין נציגות של המשקיעים לבין החברה המנפיקה, ניתן יהיה להגיע להחלטה מושכלת בדבר מידת הסיכון הגלומה, אם בכלל, בסדרה מסוימת של תעודות התחייבות. באותם מקרים בהם יתברר כי קיימת בעיה שטעונה פתרון, יוכלו הצדדים להסכים על פתרונות שאינם מעמידים בסיכון את קיום החברה המנפיקה כעסק חי, דוגמת הארכת תקופת האג"ח כנגד תמורה, מתן בטחונות למחזיקים וכדומה.

גילוי דעת זה נדרש בין היתר בשל העובדה שביזור אחזקותיהם של בעלי החוב על פני תעודות התחייבות של מנפיקים שונים, יוצר מצב בו עבור סדרה נתונה, בעל חוב בודד יתקשה למצוא הצדקה להשקעת המשאבים הדרושים על מנת לאסוף את מכלול המידע ולערוך את הניתוחים הכלכליים והמשפטיים הכרוכים עם פרישה מחודשת של החובות. הואיל וכל הסכם אליו יגיע עם החברה חייב להיות מובא לאישורם של כלל בעלי החוב, הרי שפירותיה של השקעה זו מצדו של בעל חוב בודד, אינם מובטחים ומותנים בהתנהלותם של בעלי החוב האחרים. שיתוף פעולה בין מספר בעלי חוב, אשר ייצגו לצורך העניין את כלל המחזיקים בתעודת חוב מסוימת, מאפשר לגשר על העדר תמריץ להשקעה מצדו של בעל החוב הבודד. בימים כתיקונם, מנגנון השוק עצמו פותר את הקושי האמור באמצעות הקצאה מיטבית של סיכונים בין קונה מרצון ומוכר מרצון של ניירות הערך השונים. כך בפרט כאשר גורמי הסיכון הייחודיים לכל חברה או מגזר פעילות הם אלו המשפיעים על התפלגות מחירי ניירות הערך, וכל משקיע יכול, בכלים העומדים לרשותו, לגבש את דעתו העצמאית באשר למהותם של אותם סיכונים.

שיתופי פעולה בין מתחרים עלולים להגביל את התחרות בתחום בו הם פועלים במשותף, ולחלחל מעבר לכך, למקטעי פעילות אחרים בהם מתקיימת ביניהם תחרות, בפועל או בכוח.⁶ שיתופי הפעולה שכאן, מעוררים חששות בשני מישורים: האחד, ההשפעה האפשרית על מנגנון השוק במסחר בניירות ערך; והשני, ההשפעה האפשרית על התחרות בין משקיעים מוסדיים.

בכל האמור להשפעה האפשרית על עצם מנגנון השוק במסחר בניירות ערך, הרי שהחשש הוא מפני חשיפתם של המשקיעים המוסדיים למידע, שאינו מצוי בידי יתרת המשקיעים, וזאת מעצם שיתוף הפעולה שביניהם והתובנות שיקבלו לעניין הסיכון האמיתי שטמון בתעודת התחייבות מסוימת, כמו גם מהחשיפה לאפשרויות השונות להסדרת החוב והיכולת לממשן בפועל.

בכל האמור להשפעה על התחרות בין המשקיעים המוסדיים, הרי שהחשש כפול: ראשית, קיומה של התדיינות בעניינים האמורים בין משקיעים מוסדיים לבין עצמם, צפויה לשרטט בפניהם

⁶ ה"ע 7008/02 המודיע חברה בע"מ נ' הממונה על ההגבלים העסקיים, תק-מח 2005 (1) 5232, פס' 52 (2005) ("שיתוף הפעולה בניהול מועדון לקוחות עשוי לפגוע בתחרות, גם ביוצרו תנאים נוחים להידברות בין מנהלי השיווק של העיתונים, ובהיותו כר פורה להעברת מידע עסקי").; הע 1/97 איסכור שירותי פלדות בע"מ נ' הממונה על ההגבלים עסקיים, תק-על 97 (4) 1, פס' 8 (1997) ("למיזם משותף, מעצם טבעו, עלולה להיות השפעה שלילית על התחרות, שכן כל שיתוף פעולה עסקי, גם בלא שיכלול כבילה משותפת, עלול לפגוע בתחרות."); מ' מזרחי, מיזם משותף כהסדר כובל, משפטים כ"ג תשנ"ד 213, 237 ("אפשר שלמרות כוונותיהם ה"טהורות", יפגע שיתוף הפעולה בתחרות, אם משום שעצם השיתוף פוגע בתחרות ואם משום שיחסי הקרבה הנרקמים בין הצדדים עלולים להידרדר לכלל הידברות מפורשת למניעת תחרות").

תמונת עולם כמעט זהה, באשר לכדאיות ההשקעה בניירות הערך של חברה מסוימת, וחברות שערכן מושפע ממנה (דוגמת חברה אם). שנית, הגיון הדברים נותן כי לפחות חלק מהמשקיעים המוסדיים יחברו לדיון בשינוי תנאי פירעון במספר מקרים ובסדרות שונות של תעודות התחייבות. מצב זה יוצר זיקה ותלות הדדית בינם לבין עצמם, באשר לעמדות ולדעות שיביע כל אחד מהם בקשר לפתרונות אפשריים בכל סדרה וסדרה. כך, עשוי להיווצר דפוס של הבנה שהוא בבחינת "שמור לי ואשמור לך", כאשר בתעודת התחייבות מסוימת, בה רמת החשיפה של גוף אי היא גבוהה, לא יערים גוף ב' קשיים מרובים על גיבוש הסכמות, ולהיפך. זאת ועוד, קיומה של ביטחון דיון משותפת, במסגרתה מוחלפות דעות ביחס לניירות ערך שהם מושא להשקעות, מעוררת מאליה את החששות כי שיתוף הפעולה והחשיפה למידע לא יעצרו בעניינים בהם עוסק גילוי דעת זה.

מצאתי, כי תחילת שיתוף הפעולה בהתאם לכללים שלהלן, מפיגה את החששות האמורים. אדגיש, כי קיום כל הכללים שלהלן, ללא חריג כלשהו, הוא תנאי בל יעבור לתחולת גילוי הדעת.

1. שיתוף הפעולה מוגבל לדיון באפשרות שינוי תנאי פירעון תעודות התחייבות סחירות שהונפקו לציבור, ולגיבוש הסכמות עם התאגיד המנפיק בדבר שינוי כאמור (להלן: **"שינוי תנאי תעודות התחייבות"**).

2. בכל סדרה של תעודות התחייבות, שיתוף הפעולה בשינוי תנאי אג"ח מוגבל לשלושה משקיעים מוסדיים בלבד (להלן: **"מוסדיים נציגים"**).

3. לא יתקיים שיתוף פעולה בין משקיעים מוסדיים בשינוי תנאי תעודת התחייבות, אלא אם הנאמן על הסדרה זימן את המוסדיים הנציגים לשיתוף פעולה כאמור.

4. קיבל מוסדי נציג מידע על התאגיד, במסגרת שיתוף פעולה שעניינו שינוי תנאי תעודת התחייבות, יפסיק לאלתר לסחור בכל נייר ערך שהנפיק התאגיד אשר הנפיק את תעודת ההתחייבות, וכן בכל נייר ערך של אדם אשר שולט באותו תאגיד, או נשלט על ידו.

5. מוסדי נציג יוכל לשוב ולסחור בניירות ערך כאמור, אם חלפו לפחות שלושה חודשים מהמועד האחרון בו קיבל מידע במסגרת שיתוף הפעולה לשינוי תנאי תעודת התחייבות.

6. לא יתקיים דיון בין מוסדיים נציגים בעניין שינוי תנאי תעודת התחייבות, אלא בהשתתפות כל המוסדיים הנציגים באותה סדרה והנאמן עליה. לא יועבר מידע בין מוסדיים נציגים בעניין שינוי תנאי תעודת התחייבות, אלא אם המידע מועבר לכל המוסדיים הנציגים באותה סדרה והנאמן עליה. למען הסר ספק, אין בכלל זה למנוע מהמוסדיים הנציגים, או מי מטעם שלושתם גם יחד, לקיים דיון בעניין הסדרת חובו של התאגיד עם צד שלישי, ובלבד שמתקיים אחד משני אלה: (1) הצד השלישי אינו מחזיק בתעודת התחייבות מאותה סדרה בעניינה מתקיים שיתוף הפעולה; (2) הצד השלישי מחזיק בתעודת התחייבות מאותה סדרה בעניינה מתקיים שיתוף הפעולה, אבל הוא תאגיד בנקאי.

7. ירשם תמלול מלא של כל דיון שהתקיים בעניין שינוי תנאי תעודת התחייבות, וישמר תיעוד מלא של מידע שהועבר כאמור. תיעוד זה יומצא לממונה על הגבלים עסקיים, על-פי דרישה, בתוך 5 ימים ממועד הדרישה.

8. לא ייקח חלק בדיון בעניין שינוי תנאי תעודת התחייבות מי שהשתתפותו אינה הכרחית לשם הערכת הסיכון הכרוך בהחזקה בתעודה, או לשם גיבוש הסכמות עם התאגיד המנפיק לעניין שינוי תנאי התעודה. בלי לגרוע מכלליות האמור, לא ייקח חלק בדיון כאמור מי שנמנה על מערך השיווק של משקיע מוסדי.

תוקפו של גילוי דעת זה עד ליום 31.12.09.

רונית קן

הממונה על הגבלים עסקיים

ירושלים, כ"ז חשון, תשס"ט
25 נובמבר 2008