

משבר אמריקני, משבר אירופי, בכירים חמדנים ורגולטורים אובדי דרך

אוריאל פרוקצ'יה *

לעונג הוא לי לשאת דברים לכבודה של חברתי משכבר הימים, פרופ' הדרה בר-מור עם צאת ספרה דיני תאגידים. המגוון הרב של עיסוקיה המקצועיים האיכותיים מקל על כולנו, הדוברים, להתמקד בנושאים שהדרה התמחתה בהם, ולהגיש לה אותם כזר של הערכה ושל חיבה.

היום ברצוני לשוחח על משבר המשכנתאות שפקד את ארצות הברית בשנת 2008, משבר שאותותיו ניכרים במדינות רבות בעולם עד עצם היום הזה; וכן על המשבר הכלכלי המתמשך המאיים כיום על היבשת האירופית. חוט השני המקשר בין שני הנושאים הוא שמשכרים אינם קורים: הם נגרמים. לעתים הם נגרמים על ידי שחקנים המציבים את טובת עצמם לפני טובת הכלל (המקרה האמריקני), ולעתים הם נגרמים על ידי שחקנים המבקשים להיטיב עם זולתם אך בכל זאת מקדיחים את התבשיל (המקרה האירופי).

נתבונן תחילה במשבר המשכנתאות שפרץ בארצות הברית בשנת 2008. על שוק המשכנתאות האמריקני עברו בשנים האחרונות, עד משבר 2008, שלוש תמורות עיקריות. ראשית, המוסדות הפיננסיים האמריקניים החלו להגדיל את סכומי האשראי שהעמידו לצורכי דיור ביחס לשווי הנכס שמושכן כערובה להחזרת ההלוואה. כך, למשל, אם בעבר לא היה ניתן להשיג אשראי העולה בשיעורו על שבר כלשהו (קטן מ-1) משווי של הנכס, בשנים האחרונות היה ניתן להשיג הלוואות השוות בשיעורן לשווי הנכס המשועבד ואף עולות על שווי (למשל, הלוואה בסך \$1,100,000 לצורך רכישת נכס שוויו בשוק \$1,000,000 בלבד). שנית, חלה התרופפות רבה בבדיקת יכולותיו הפיננסיות של הלווה לעמוד בלוח התשלומים המתבקש מנטילת ההלוואה.

* פרופסור, בית ספר רדזינר למשפטים, המרכז הבינתחומי הרצליה והמרכז לחקר הרציונליות, האוניברסיטה העברית בירושלים. uriel.procaccia@idc.ac.il. הרצאה אשר ניתנה (ב-7 ביולי 2010) באוניברסיטה הפתוחה לרגל צאת ספרה של הדרה בר-מור דיני תאגידים (2007). החלקים מהרצאה זו המתמייחים לשוק המשכנתאות האמריקאי פורסמו בכתב העת משפטים, במאמר שכותרתו "אדם סמית והמשבר הכלכלי הגדול" משפטים מ (תשע"א) 355.

תופעה זו ידועה כחדירת שוק ההלוואות אל ה-subprime market. עקב זאת ניתנו הלוואות לרכישת מקרקעין גם ללווים שאין להם זרם הכנסות קבוע או שזרם הכנסותיהם קטן ממה שנחשב לקביל בעבר.¹ שלישית, במקרים רבים הסכימו מלווים להלוות את הסכום שנדרש לרכישת המקרקעין על פי הסכם מסוג "non recourse". משמעותו של הסכם זה היא שהמוסד המממן הסכים שלא לממש את זכויותיו אלא כדי שוויו של הנכס המשועבד. למשל, אם שוויו של הנכס המשועבד הוא \$1,000,000, אך הסכום שטרם נפרע על חשבון ההלוואה הגיע ל-\$1,300,000, הלווה היה רשאי לוותר על הנכס לטובת המלווה ולהשתחרר מן החוב, תוך העמסת ההפרש, בסך \$300,000, על שכמו של המלווה. תמורות אלה עשו את שוק ההלוואות לדיור למסוכן יותר למלווים, והכול הפנימו היטב ששיעורן של ההלוואות שלא תוחזרה למלווים צפוי לגדול.

למרות כל אלה לא חלה רגיעה בשוק ההלוואות לדיור, והכספים המשיכו לזרום, בקצב גדל והולך, מן המוסדות המממנים אל צרכני הדיור. מדוע נאותו המוסדות הפיננסיים לקבל עליהם סיכון כה רב, שבדיעבד אכן החרים רבים מהם עד היסוד ואף קעקע כלכלות שלמות ברחבי תבל?² לשאלה זו ניתנה תשובה רשמית, אך הייתה לה גם תשובה אחרת, נסתרת ומושחתת. התשובה הרשמית הייתה, בקצירת האומר, שאמנם היה סיכון רב בשוק ההלוואות לדיור, אך היה ניתן לטפל בו באמצעים פיננסיים מתוחכמים, ששימוש מושכל בהם היה אמור לנטרל את הסיכון ולהפכו לשפיר. דרך המלך לנטרול הסיכונים, כביכול, עברה דרך תופעת האיגוח ("securitization"): הבנקים למשכנתאות מכרו את תיק הנכסים שלהם לחברות ענק, הן חברות האיגוח. חברות אלה קיבלו את שמן בשל פעולותיהן שמומנו בעיקרן מסדרות של איגרות חוב שהונפקו לציבור הרחב, ושימשו מקור לרכישת נכסיהם של הבנקים. פעולת האיגוח הפכה את הזכויות המקוריות של הבנקים כלפי הציבור לניירות ערך (איגרות חוב), שכן מבחינתם של המשקיעים בחברות האיגוח, זרם התשואה ממשלמי המשכנתאות הומר בזרם תשואה מניירות החוב שברשותם. מאחר שמספרן של המשכנתאות שאוגחו כאמור היה עצום ורב, הטענה הייתה שגם אם רבות מהן לא תיפרענה, רווחיה של חברת האיגוח (ולכן גם האינטרס של רוכשי איגרות החוב) ייפגעו אך במעט, שכן ההפסדים מן החובות הרעים יותר יקוזזו מן התשלומים שישולמו על ידי רוכשי מקרקעין שיעמדו בלוח התשלומים. לשון אחרת, הטענה הייתה שהסיכון ניתן ל"פיזור" (diversification) ולכן מותר שלא להביאו בחשבון. אכן, כל עוד מחירי

1 המניעים להתרופפות זו היו רצופים כוונות טובות, בעיקר של הממשל הדמוקרטי, ובראשן המגמה לעשות את שוק הדיור נגיש גם לשכבות החלשות באוכלוסייה.
2 ההרס שנגרם במשבר הכלכלי מתועד היטב וקל להשגה. על ממדי ההרס ניתן לעמוד מהתבוננות במדדי המניות העיקריים בניו יורק. ערב המשבר עמד מדד דאו ג'ונס על 14,164 נקודות, ובשיא המשבר הוא נחת לרמה של 6,547 נקודות. מדד הנאסד"ק צנח מרמה של 2,803 נקודות לרמה של 1,268 נקודות.

המקרקעין שמרו על יציבות, או עוד יותר מזה, שמרו על המגמה, שהסתמנה במשך מספר ניכר של שנים שקדמו למשבר, של האמרה מתמדת במחירי המקרקעין, היה לתקווה זו על מה שתסמוך.

דא עקא, שמחירי המקרקעין בארצות הברית הגיעו לשיאם, ואז החלו לרדת. התוצאה הייתה קטסטרופלית. שוו בנפשכם את מערכת השיקולים של לווה שנטל הלוואה מסוג non recourse בסך \$1,000,000, אך עקב השפל שפקד את מחירי המקרקעין שווי הנכס בבעלותו, המשועבד לבנק, צנח ל-\$600,000. לווה כזה, אם הוא פועל לפי שיקולים רציונליים, ישמח לוותר על הנכס לטובת הבנק ולהיפטר מן ההלוואה, גם אם מצבת נכסיו מציבה אותו עמוק בתוך התחום של כשרות פירעון. או אז יוכל לרכוש נכס דומה ב-60% מן המחיר, וכך להפחית ב-40% את הסכום שהוא חייב לבנק, בלא כל עלות נוספת מצדו. הבנק, לעומת זאת, מפסיד 400,000% מיד עם מימוש המשכנתה (גם אם לא נביא בחשבון את עלויות האכיפה) ואז הוא יכול (ואין לו אפשרות אחרת) להעמיד את הנכס למכירה. ככל שמספר הנכסים המועמדים למכירה בנסיבות אלה גדל, כך הגידול בהיצע מטה את מחירי הנדל"ן כלפי מטה. ככל שמחירי המקרקעין שוקעים יותר ויותר לעבר התחתית, כך מספר הלווים שכדאי להם לוותר על הנכס תמורת השתחררות מן ההלוואה לפי התרחיש הקודם גדל. גם במקרים קיצוניים פחות, כאשר ההלוואה לא הייתה מסוג non recourse, היו כצפוי לוויים שלא יכלו לעמוד בלוח התשלומים, ובשל הירידה במחירי המקרקעין לא היה הבנק מסוגל ליהנות הנאה מלאה מימוש השעבוד, וגם כאן התגובה הייתה תגובת שרשרת.

אם כן, מה קרה לטיעון של פיזור הנזקים? מדוע איגוח המשכנתאות לא השיג את יעדו? התשובה היא כל כך פשוטה, עד שכמעט מביך להעלות אותה על הכתב. כל תלמיד לתואר ראשון במימון שלמד את הקורס הבסיסי ביותר על שוק ההון יודע שלא כל סיכון הוא בר פיזור. ניתן לפזר סיכונים שהם מיוחדים לפירמה זו או אחרת (firm specific risks), אך אי-אפשר לפזר סיכונים מערכתיים (systemic risks) המשפיעים באותו כיוון על כל הפירמות יחד. כך, למשל, תיק השקעות מגוון אמור לכלול פירמות שונות זו מזו, באופן שאם על אחת או אחדות מהן עוברות שנים רעות, התיק כולו שומר על איזון הודות לשנים טובות יותר הפוקדות את הפירמות האחרות המיוצגות בתיק. אך שפל כללי הפוקד את כל השוק בעקבות אירוע שאינו קשור ספציפית לאף אחת מן הפירמות (כגון הכרזת מלחמה, הגדלת שיעור המס וכדומה) אינו ניתן לפיזור, כי אין לצפות לקיזוז ירידות שער מעליות שער. באספקלריה זו ברור מדוע שפל בשוק המקרקעין הוא אירוע מערכתי, שאינו ניתן לפיזור, בנוגע לכל חברות האיגוח (ותעשיית המשכנתאות הנלווית להן). אירוע כזה צפוי לדרבן מיליונים של בעלי מקרקעין אל הבנק, ולנסות "להחזיר את המפתחות" לבנק תמורת השתחררות מעול הלוואה שאינה כדאית עוד, וזה בדיוק מה שקרה.³

3 לתיאור חי של התממשות הסיכון המערכתי באמריקה של 2008 ראו, למשל, Mark Williams

ניתן, כמובן, להעלות את הסברה כי מה שהיה כל כך צפוי, בכל זאת הפתיע את תעשיית המשכנתאות וחברות האיגוח, וכן את כל שאר השחקנים שלוהקו למחזה אבסורדי זה. בעיניי סביר יותר להניח שלפחות המקצוענים שבהם לא הופתעו כלל ועיקר. להמחשת התרחיש שנראה בעיניי הסביר ביותר, הבה ניכנס לנעליו של שחקן בכיר בשוק המשכנתאות והאיגוח, ונשאל כיצד היינו אנו פועלים במקומו. ברור שהמפולת לא הייתה צפויה להתרחש כל עוד מחירי המקרקעין היו שומרים על יציבותם, או ממשיכים במגמת העלייה המתמדת שאפיינה את השנים שקדמו למשבר. אילו מגמה זו הייתה נשמרת, ציבור הלווים לא היה ממהר אל הבנק כדי "להחזיר את המפתחות", כי צעד כזה היה שולל מהם את בעלותם על נכס ששווי גדול מסכום ההלוואה והוא הולך ומשתבח משנה לשנה. אמנם היה אפשר להתנבא בוודאות שמגמת המחירים בשוק המקרקעין תתהפך בזמן מן הזמנים, אך לא היה ניתן לחזות מתי כל זה עלול להתרחש. ועתה נניח שהשחקן ההיפותטי שאנו אמורים להיכנס לנעליו מפוזה על שירותיו לתאגיד המעסיק אותו בשכר תלוי תוצאות, דהיינו חבילת השכר שלו כוללת מרכיב של בונוס הנגזר מרווחי התאגיד. נניח, לדוגמה, שהמרכיב תלוי התוצאות מבטיח לו בונוס שנתי בשיעור של 10% מרווחי התאגיד, העולים בשיעורם על 100 מיליון דולר. הוא משער שכל עוד לא תשתנה המגמה במחירי המקרקעין, יגיעו רווחי התאגיד, בשנה פלונית, ל-300 מיליון דולר, ויש הסתברות (שהוא מעריך אותה באופן סובייקטיבי) של 80% שמגמת המחירים אכן לא תשתנה. הוא מניח שיש הסתברות של 20% שהמגמה תתהפך במהלך השנה, וכי אם הדבר יתרחש, התאגיד יפסיד שני מיליארד דולר. נניח גם שאת הסכנה הזאת ניתן למנוע על ידי שינוי קיצוני באסטרטגיה של התאגיד, אך שינוי זה צפוי להעמיד את רווחי התאגיד על 100 מיליון דולר בלבד. אסטרטגיה זו היא, כמובן, מועילה לתאגיד, כי תוחלת הרווח של התאגיד מן התרחיש האופטימי היא 240 מיליון דולר בלבד (300 מיליון כפול הסתברות של 80%), ואילו תוחלת ההפסד שלו מן התרחיש הפסימי היא 400 מיליון דולר (שני מיליארד כפול הסתברות של 20%). תוחלת ההפסד המצרפי של התאגיד מדבקת באסטרטגיה המקורית היא 160 מיליון דולר, ולכן היינו מצפים שהבכיר ההיפותטי שאנו נכנסים לנעליו, אם הוא סוכן נאמן של התאגיד שמינה אותו, יעמול קשות כדי לשנות אסטרטגיה. אך לא זה מה שהוא צפוי לעשות כדי להשיא את רווחיו. השינוי באסטרטגיה צפוי להניב לו בונוס בשיעור אפס, כי הבונוס נגזר רק מן הרווח העולה בשיעורו על 100 מיליון דולר. לעומת זאת דבקת באסטרטגיה המקורית תניב לו תוחלת בונוס של 16 מיליון דולר (10% ממאתיים מיליון דולר בהסתברות של 80%). הפסדו של התאגיד בהתקיים התרחיש השלילי אינו נכלל במערכת שיקוליו של הבכיר ההיפותטי, כי מי שנדרש לשאת בהפסד הזה

Uncontrolled Risk: Lessons of Lehman Brothers and how Systemic Risk Can Still Bring Down the World Financial System (McGraw-Hill, 2010)

הוא התאגיד (ואלה שהשקיעו בו). בכיר מסוגו, המתפתה לבחור במהלכים המשיאים את תוחלת הרווח שלו, אינו מעוניין כמובן בקרות המשבר: לא רק משום שהמשבר ישלול ממנו את הבונוס המקווה, אלא גם, כך אפשר לשער, מנימוקים של אזרחות טובה. ואולם הפיתוי להתעלם מאפשרות התרחשותו של המשבר הוא גדול ורב, ולכן הרבה יותר סביר שבכירים מסוגו יבחרו באסטרטגיות לא יעילות ומסוכנות בשל הפיתוי לרווח, ולא בשל אי-יכולתם המקצועית לחזות את התרחיש השלילי. הנה כי כן, גם אם בכירי שוק המשכנתאות והאיגוח, וכל אלה שהשקיעו במפעליהם, לא היו הגורם היחיד למשבר המשכנתאות, סביר להניח שתרמו בידועין תרומה של ממש להיווצרותו.

הטרגדיה האירופית, המאיימת כעת לסחוף בעקבותיה את כל שאר העולם, היא מסוג אחר לגמרי. האיחוד האירופי נולד כהגשמה של חלום. היבשת הנושנה סבלה סבל כל יתואר ממלחמות ואיבה ששררה בין חלקיה, ולכן טשטוש הגבולות המדיניים ואיחודה של כל אירופה תחת מטרייה מדינית משותפת מבטאים הלכי רוח נאצלים של שלום ואחוה. גם במישור הכלכלי הטהור האיחוד האירופי מבטא רצון כן להשיג פתרונות יעילים. יעילות זו הייתה אמורה להיות מושגת באמצעות ניצולן לטובה של השפעות רשת ברחבי היבשת. "השפעות רשת" (network externalities) אלה מהן? ישנם מצבים שבהם רווחתו של כל פרט המשתתף במיזם משותף עולה, ככל שמספר המשתתפים האחרים באותו מיזם גדל. נחשוב לדוגמה על רשת תקשורת שפרט מסוים שוקל אם כדאי לו להצטרף אליה. אם מספר המשתתפים האחרים באותה רשת הוא מספר קטן, התועלת של כל אחד מהם מהצטרפותו האישית היא מוגבלת, שכן התקשורת עם הבלתי משתתפים נותרת חסומה בפניו. אך אם מספר המשתתפים האחרים גדול, תועלתו של כל פרט מתעצמת, כי הרשת מפלסת לו את הדרך אל כל אחד מהם.⁴ האיחוד האירופי מזמן לאזרחי המדינות יתרונות רשת מובהקים. כך, לדוגמה, זניחת המטבעות הלאומיים ויצירת גוש האירו מקלה על אזרחי היבשת לסחור אלה עם אלה, ואפילו במישור הצרכני הדבר מאפשר לאזרחים לנדוד ממדינה אחת לחברתה כשהם מצוידיים באמצעים כספיים של ארץ מוצאם, בלי שיצטרכו להמירם במטבעות אחרים. כך גם במישור המשפטי, מאמצי ההרמוניזציה של הדין ברחבי היבשת מאפשרים לאזרחי היבשת הבקיאיים בשיטה המשפטית הביתית שלהם, להכיר בלא השקעה נוספת גם דינים החלים במדינות אחרות, מה שמקל עריכת עסקאות ובדרך כלל מאפשר לכל האזרחים תכנון יעיל יותר של ענייניהם המשפטיים. חרף כל הכוונות הטובות שהניעו את קברניטי היבשת להתאחד, עינינו הרואות שספינתם עלתה על שרטון ואחריתה מי ישורנה. על הסיבות למכשלה הדעות חלוקות, ואין ביכולתי להניח לעיונכם תשובה "אמיתית" לחידה. כל שביכולתי לעשות הוא

4 לבחינת מושג "השפעות הרשת" ראו Patrick Cohendet et al. *The Economics of Networks* (eds., Springer, 1999).

להציע גרסה משלי והיא זו: בצד יתרונות הגודל של רשתות רבות משתתפים, יש גם חסרונות בולטים. הבעיה האירופית היא שהאיחוד הוא גדול מדי, הרבה מעבר למיטב המבטיח את יעילותו. הבה נבחן את הטיעון הזה באמצעות התבוננות יסודית יותר בשתי הדוגמאות שהובאו לעיל, יצירת גוש האירו (איחוד המטבע) ומגמת ההרמוניזציה בשדה המשפט.

גוש האירו מחייב את קיומו של בנק מרכזי אירופי אחד. תכליתו העיקרית של בנק מרכזי היא לווסת את המדיניות המוניטרית, וכן יש לו מעמד, השונה ממדינה אחת לאחרת, גם בקביעת האסטרטגיה של הבנקאות המסחרית ובהשפעה על מדיניותה הפיסקלית של הממשלה. הכלי המרכזי של המדיניות המוניטרית הוא שליטה בשער הריבית. ריבית גבוהה מקשה נטילת אשראי ולכן יש לה השפעה מצננת על המשק. משק "רותח", כזה שיש בו, למשל, שיעור גבוה של אינפלציה, ניתן לצנן על ידי העלאת שער הריבית. לעומת זאת ריבית נמוכה מקלה את נטילת האשראי, ולכן יש בה כדי לעודד את הביקושים ו"לחמם" משק השוקע להאטה או למיתון. הבנק המרכזי אמור לנטר את מצבו של המשק ולמנן את שער הריבית לפי צרכיו מזמן לזמן. הבעיה היא שביבשת אירופה משקיהן של המדינות לא קורצו מעור אחד. יכול להיווצר מצב שבו במדינה פלונית המשק "חם" מדי, ואילו במדינה אחרת, השייכת גם היא לאיחוד, המצב הוא הפוך. במצב דברים זה הבנק המרכזי מאבד את יכולתו להשפיע לטובה, באמצעות מינון שער הריבית, על המצב בשתי המדינות גם יחד, ומדינה הנפגעת מן המדיניות המוניטרית שאינה מותאמת לצרכיה (למשל, יוון) עלולה לגרום בנפילתה גם את המדינות האחרות, הנקראות, בשם הסולידריות היבשתית, לחלץ אותה ממצוקתה. גם הבנקאות הפרטית מתאפיינת לעתים קרובות בבעיות אזוריות, שאינן משותפות לבנקים פרטיים במדינות אחרות. כך, למשל, ייתכן שבמדינה פלונית תיק הנכסים של הבנקים מסתמך יתר על המידה על לווים פרטיים כושלים, ואילו במדינה אחרת (כגון איטליה) הבעיה היא הפוכה, כלומר הבנקים הסתמכו יתר על המידה על חוב ריבוני (sovereign debt), דהיינו חוב של ממשלתם שלהם. אם הרגולטור פורש את חסותו על מרחבים גדולים מדי, הדבר מקשה עליו להיות רגיש לצרכים אזוריים שונים ואפילו מנוגדים. אכן, לא פלא שאיש לא הציע להרחיב את הניסוי האירופי ולהחילו על כל שאר מדינות העולם, עם בנק מרכזי אחד, מטבע משותף וכדומה. על יסוד כל אלה יש הסבורים שהניסוי האירופי הוא שגיאה גסה, וסמל ומופת לכשל רגולטורי.

התובנה שלצד יתרונות הרשת ייתכנו גם חסרונות לגודל חודרת עמוק גם אל תוך עולם המשפט. כאמור, הטיעון התומך בהרמוניזציה של דיני היבשת נסמך בעיקרו על יתרונות הרשת, ורוב מניינם של משפטני היבשת עוסקים בשקידה זה שנות דור במפעל ההרמוניזציה, רבים מהם מתוך תחושת שליחות ואמונה עזה בצדקת דרכם. דא עקא, שמפעל זה סובל משני חסרונות עיקריים. ראשית, הוא משטח לחלוטין את משמעותו התרבותית של המשפט, בהניחו שפתרון הולם במדינה אחת בהכרח יאה גם למדינות אחרות. כדי לחוש עד כמה עמוקים שורשיה של התרבות הלאומית

בשיטת המשפט, די לנו אם נשווה לנגד עינינו את חפצם העז של יהודים שומרי מצוות לחיות על פי חוקי ההלכה ולא על פי הוראותיה של אמנה להאחדת דינים שנוסחה בידי זרים. חקיקתו של הקודקס האזרחי הגרמני התעכבה עשרות שנים כדי להתאימו לרוח העם שחוקק אותו, ואילו הקוד האזרחי הצרפתי שיקף את ערכיה של תנועה ההשכלה והזרם האנציקלופדיסטי שהפעים את הרוח הצרפתית עובר לחקיקתו. כך גם החוק המסחרי האחד האמריקני (Uniform Commercial Code) שיקף את דעת שושבינו העיקרי, פרופ' קרל לוולין (Llewellyn), אשר גרס, לטוב או לרע, שחוק הסוחרים צריך לשקף את מנהגי הסוחרים האמריקניים.

אך גם אם נניח את שאלות התרבות בצד ונתמקד בשאלות של יעילות בלבד (כיאה למי שבוחן את שאלת השפעות הרשת) יתברר לנו שדין אחיד הוא לא בהכרח יעיל. הבה נדגים את הטענה על ידי בחינה מקרוב של אחת השאלות הוותיקות והמוכרות ביותר בכל המשפט הפרטי, השאלה המכונה "תחרות זכויות". ראובן הוא הבעלים של נכס פלוני, אך שמעון, הפועל במרמה, מוכר את הנכס, שאינו שייך לו, ללוי, שהוא "קונה בתמורה ובתום לב". במקרים מעין אלה, הכלל המשפטי הגדול שאדם אינו יכול להעביר יותר ממה שיש לו (nemo dat quod not habet) נסוג לעתים מפני כלל אחר, "כלל תקנת השוק", המכיר בעדיפות זכותו של לוי אף ששמעון, שהתיימר להעביר לו את הקניין ברכושו של ראובן, לא היה רשאי לעשות כן. אך הכלל האחר, המעדיף את הקונה בתמורה ובתום לב על פני הבעלים המקורי, תמיד מותנה בהתקיימותם של תנאים מסוימים. עתה הבה נניח שתנאים מסוימים נראים מיטביים בעיני ועדת ההרמוניזציה והיא מבקשת להחילם בכל קצווי תבל (וכך ליהנות מהשפעות רשת גלובליות). קל לראות שמהלך זה עלול להביא לכשל רגולטורי. כהקדמה לניתוח הבא אני מבקש להפנות את תשומת הלב לכך שהתנאים האמורים אינם אחידים בנוגע לכל סוגי הנכסים. כך, למשל, תקנת השוק הנוגעת למקרקעין היא בדרך כלל חמורה יותר מזו הנוגעת לנכסים נדים; זו הנוגעת לנכסים נדים מחמירה ביחס לזו שעניינה תחרות הזכויות במסמכים סחירים; ותקנת השוק העוסקת בשטרות כסף מזומן היא המקלה ביותר. ישנם נכסים שאין בהם תקנת שוק כלל (זכויות ראויות) וישנם נכסים שתקנת השוק שלהם מתאפיינת במאפיינים הייחודיים רק לה (משכונות). נשאל עתה את השאלה: מדוע אין כללי תקנת השוק אחידים בתוך שיטת המשפט ומדוע אין הם חלים באופן אוניברסלי על כל סוגי הנכסים? בחינת השאלה באספקלריה של יעילות כלכלית מניבה תשובה פשוטה. ביסוד השאלה של תחרות הזכויות ניצבת שאלת הצד שראוי להעמיס עליו את נטל הנזק שגרם איש הביניים (שמעון). הבחירה צריכה ליפול על אחד משני צדדים תמימים (ראובן או לוי) שאין סיבה להכריע ביניהם על פי שיקולי צדק. היעדרם של שיקולי צדק ממערכת השיקולים מדגישה בשאלה זו את מרכזיותם של שיקולי היעילות. מנקודת ראות זו ראוי להעמיס את נטל מעשהו הפסול של שמעון על הצד שעלויות המניעה של הנזק מבחינתו הן צנועות יותר (או לחלופין, להעניק את זכות הקניין בנכס שבמחלוקת לצד

שעלויות המניעה שלו גבוהות יותר). הקצאת זכויות זו תדרבן את הצד שעלויותיו נמוכות יותר לנקוט אמצעי זהירות הנדרשים למניעת הנזק וכך יש סיכוי שהנזק יימנע במינימום של עלויות. בשיטת רישום מקרקעין אמינה, שבה המרשם משקף את הזכויות האמיתיות, לוי יכול בקלות להיווכח ששמעון אינו הבעלים האמיתי על ידי עיון במרשם. ראובן, מצדו, אינו יכול לנקוט אמצעי זהירות זולים, מלבד עצם רישום זכויותיו במרשם; ולכן השיטה מעניקה עדיפות לראובן על פני לוי. מאידך גיסא, אם ראובן נמנע מלנקוט בהליך הפשוט המאפשר לו לרשום את זכויותיו במרשם, ובעקבות זאת הסתמך לוי בתום לב על מרשם שגוי, יש להעניק עדיפות ללוי על פני ראובן. המצב שונה בתכלית כאשר הנכס הוא כסף מזומן. הבעלים האמיתי יכול בעלויות מתקבלות על הדעת לשמור את כספו מפני גניבה, אך הקונה בתמורה ובתום לב אינו יכול, אפילו בעלויות עצומות, להבדיל בין כסף "חוקי" לגנוב, ולכן הדין מעניק את העדיפות בתחרות הזכויות בכסף ללוי. בכל אחד מן המקרים האלה, וגם במקרים שלא נסקרו, ראוי ליתן עדיפות למי שעלויות המניעה שלו יקרות יותר.

ועתה נשוב ונשאל: האין לקבוע דין אחיד בעניין זה בהסתמכנו על הניתוח דלעיל? התשובה היא שלא בטוח כלל ועיקר שהעלויות היחסיות של מניעת הנזק הן זהות בכל מקום ומקום. למשל, ניתן לתאר שיטה משפטית שבה שיטת רישום המקרקעין אינה אמינה. בשיטה כזאת לא ברור אם יש להעדיף תמיד את הבעלים המקורי שרשם את זכותו, או את הקונה בתמורה ובתום לב אם הסתמך על רישום שגוי. ניתן גם להעלות על הדעת שיטת רישום אמינה המסדירה נכסים נדים (למשל, כלי שיט, כלי טיס ואפילו רכב מנועי רגיל) שניתן לבדקה בקלות יחסית (למשל, באמצעות האינטרנט), מה שמצדיק, בשיטות שרישום כזה קיים בהן (אך לא באחרות) יחס שווה לנכסים נדים אלה ולמקרקעין הרשומים במרשם אמין. לא זו אף זו, ישנם נכסים שסיווגם לאחת משתי הקבוצות – אלה שעלויות המניעה של הבעלים המקורי שלהם נמוכות יותר או אלה שעלויות המניעה של הקונה בתמורה ובתום לב שלהם נמוכות יותר – הוא סיווג מסובך, ותלוי בתנאי השוק במדינה מסוימת. למשל, לא ברור אם ראוי להחיל אותו דין על ניירות ערך הרשומים בבורסה ועל ניירות ערך של חברה פרטית, וייתכן שהשאלה מסתבכת עד מאוד כאשר מדובר בניירות ערך "מורכבים" שאינם מיוצרים כלל בידי החברה המנפיקה אלא באופן פרטי (למשל, כתיבת אופציית put הנעשית כעסקה דו־צדדית).

גם אם לא היו אלה דווקא ההשפעות השליליות של הרשת שהפילו את השווקים האירופיים, אין ספק שהייתה להשפעות אלה תרומה לא מבוטלת למשבר.