

השקעות פסיביות בין מתחרים בישראל

מאת

דיויד גילה*

מאמר זה הן בשאלה כיצד דיני ההגבלים העסקיים בישראל צריכים להתמודד עם מצבים בהם פירמה משקיעה השקעה פאסיבית במתחרה, כלומר, השקעה במתחרה שבה הפירמה המשקיעה אינה יכולה להשפיע על פעולות המתחרה ואין לה נגישות למידע רגיש שבחזקתו. השקעות מעין אלה, בין מתחרים משמעותיים, בשווקים בהם קיימים ממילא מעט מתחרים משמעותיים, עלולות במקרים מסוימים לפגוע משמעותית בתחרות ובמחיר לצרכן. הסיבה העיקרית לכך, בקליפת האגוז, היא שהשקעה פאסיבית כזו עלולה לפגוע בתמריצי הפירמה אשר השקיעה במתחרה להתחרות באופן אגרסיבי. פגיעה כזו בתמריצי הפירמה המשקיעה לתחרות אגרסיבית עלולה גם להקטין את תמריצי יריביה להתחרות באופן אגרסיבי. אמנם, כפי שהמאמר מראה, קיימים מקרים מסוימים, ניתנים לאבחון, בהם השקעה פאסיבית בין מתחרים אינה עלולה לפגוע בתחרות, וזאת אף בשוק עם מעט שחקנים. מכל מקום, המאמר מראה כי דיני ההגבלים העסקיים בישראל לא יושמו באופן שמצליח לחבוק את מכלול פגיעה האנטי-תחרותיים של השקעות מעין אלה. בנוסף, המאמר מראה כי הסיווג שנעשה עד כה במשפט הישראלי בין עסקה שנידונה כמיווג חברות לבין עסקה שנידונה כהסדר כובל גורם לכך שהשקעות פאסיביות בין מתחרים נדונות, אם בכלל, להידון על פי סטנדרטים לא עקביים, לפיהם ההשקעות הפאסיביות המשמעותיות ביותר נידונות בצורה המקלה ביותר.

מבוא. א. כיצד השקעה פסיבית בין מתחרים עלולה לפגוע בתחרות? 1. ההשפעה של השקעה פסיבית בהיעדר קרטל; 2. ההשפעה של השקעה פסיבית על יציבות קרטלים; 3. השקעה פסיבית על ידי בעלי שליטה; ב. ניתוח משפטי והשלכות משפטיות. 1. הסיווג המשפטי של השקעה פסיבית; 2. עמדת הפסיקה ביחס להשקעות פסיביות בין מתחרים; ג. סיכום.

* מרצה, הפקולטה למשפטים ע"ש בוכמן, אוניברסיטת תל אביב. gilod@post.tau.ac.il.
ברצוני להודות למיכל רוטשילד על עזרתה הרבה ועל הערותיה והצעותיה המועילות, ולמרכז-על צגלה למחקר בינתחומי של המשפט על סיוע כספי.

מבוא

מאמר זה דן בשאלה כיצד דיני ההגבלים העסקיים בישראל צריכים להתמודד עם מצבים שבהם פירמה משקיעה השקעה פסיבית בפירמה מתחרה,¹ וכן בשאלה כיצד השקעה פסיבית בין מתחרים עלולה לפגוע בתחרות. כמה דוגמאות בולטות להשקעה פסיבית בין מתחרים בישראל הן השקעתם של בעלי השליטה בעיתון גלובס – בראון ופישמן – בעיתון המתחרה ידיעות אחרונות,² והשקעתה של חברת-האם של חברת התעופה ארקיע במתחרה אליעל;³ נוסף על כך, פישמן – בעל אג"ח בחברת השיחות הבינלאומיות ברק – רכש את השליטה בקווי זהב, מתחרתה של ברק,⁴ ושליט ידיעות אחרונות העניק לעיתון הארץ הלוואה של כ-20 מיליון שקלים בשנת 1992.⁵ דוגמה אחרת לקוחה משוק הביטוח: חברת שלמה אליהו אחזקות – השולטת באליהו חברה לביטוח בע"מ – רכשה 38% ממניות הפניקס, המתחרה באליהו חברה לביטוח, וזאת בזמן שאליהו אחזקות בע"מ החזיקה ב-36% מאילון חברה לביטוח.⁶ עוד דוגמה: בנק דיסקונט מחזיק ב-26.5% מהבנק הבינלאומי הראשון בע"מ.⁷

- 1 "השקעה פסיבית" מתייחסת למקרה שבו הפירמה המשקיעה אינה מעוניינת בהשפעה על פעולות המתחרה או בגישה למידע רגיש בחזקתו.
- 2 נימוקי התנגדות למיזוג בין בראון פישמן תקשורת בע"מ לבין ידיעות אחרונות בע"מ, רשות ההגבלים העסקיים, פרסום 3015790 (2002).
- 3 ראו ירון פרידמן, "כנפיים מנהלת מו"מ לצירוף שותף זר לקראת רכישת השליטה בחב' אל-על", גלובס 9.2.2004; "איזי בורוביץ", גלובס 21.8.2003 (כנפיים רכשה נכון לעכשיו 4.99% מאל-על, ויש בידה אופציות שמאפשרות לה לעלות להחזקה של 15%, ולבסוף להחזקה של 51%, כפוף לאישור רשויות רגולטוריות שונות).
- 4 ראו הודעה לעיתונות, "הממונה אישר מיזוג בין מוניטין לבין קווי זהב, רשות ההגבלים העסקיים", רשות ההגבלים העסקיים, פרסום 3015605 (2002), והחלטה בתיק מיזוג 5006: 012 קווי זהב בע"מ, נכסי משפחת פישמן ניהול (1988) ומוניטין עיתונות בע"מ, רשות ההגבלים העסקיים, פרסום 3015619 (2002).
- 5 ראו כתב גלובס, "שוקן: איפה התלות של 'הארץ' בידיעות?", גלובס 24.3.2002.
- 6 שלמה אליהו אחזקות היא חברת החזקות בשליטת שלמה אליהו. נוסף על החזקותיה בהפניקס ועל ההחזקות שהיו לה בזמנו באילון, החברה מחזיקה בין היתר ב-28% מבנק אגוד וב-10% מבנק לאומי. ראו http://www.eliahu.co.il/Dev2Go.web?id=369563&Table=319180&idune_dataid=2&rnd=18362e74. אליהו אחזקות בע"מ 36% מאילון החזקות בע"מ. אליהו אחזקות בע"מ החזיקה 74% ממניות אליהו חברה לביטוח בע"מ, ואילון החזקות בע"מ החזיקה 100% ממניות אילון חברה לביטוח בע"מ. ראו אישור המיזוג: י.פ. 4521, ו' באייר התשנ"ז, 13.5.1997, עמוד 3422. בספטמבר 1999 רכשה משפחת רחמני, בעלת השליטה באילון החזקות בע"מ, בחזרה את חלקו של שלמה אליהו אחזקות בע"מ באילון החזקות בע"מ. ראו אישור מיזוג 3212, י"פ 4817, כ"ג בחשוון התש"ס, 2.11.1999, עמ' 1003, החלטה בתיק מיזוג 1753 שלמה אליהו אחזקות בע"מ-אילון אחזקות בע"מ, רשות ההגבלים העסקיים, פרסום 3006674

דוגמאות בולטות בארצות-הברית הן השקעתה הפסיבית של מיקרוסופט – בסך 150 מיליון דולר – במניות ללא זכות הצבעה של אפל, ידייתה בשוק מערכות ההפעלה.⁸ דוגמה מעניינת אחרת התרחשה בשוק השכרת הרכב בארצות-הברית כשג'נרל מוטורס, בעלת השליטה בחברת השכרת הרכב נשיונל, רכשה 25% מהמניות של Avis, המתחרה בנשיונל. באותו שוק עצמו רכשה פורד – בעלת השליטה בהרץ – את כל המניות נטולות זכות ההצבעה של בדג'ט.⁹

במקרים מסוימים, השקעות מעין אלה – של מתחרים משמעותיים – בשווקים שבהם ממילא קיימים מעט מתחרים משמעותיים, עלולות לפגוע משמעותית בתחרות ובמחיר לצרכן גם אם הן פסיביות לחלוטין.¹⁰ הסיבה העיקרית לכך, בקליפת האגוז, היא שהשקעה פסיבית כזו עלולה לפגום בתמריצי הפירמה שהשקיעה במתחרה להתחרות באופן אגרסיבי,¹¹ משום שתחרות כזו מצידה עשויה להקטין את ערך ההשקעה. אמנם, כפי שיוסבר, במקרים מסוימים, הניתנים לאבחון, השקעה פסיבית בין מתחרים לא עלולה לפגוע בתחרות אף בשוק עם

(1997); אליעזר לוין, "מקורב לשלמה אליהו: בן שלוש טעה בגדול – המניות בלאומי שייכות לאלה ולא לחברה", גלובס 30.6.2003; שלי ציפורי, "ממשיים בשיא? בעלי עניין בחברות ישראליות מכרו מניות בכ-800 מיליון שקל", גלובס 30.6.2003.

7 יצחק דגון, "האחים ספרא: פניית דיסקונט לבימ"ש – כולה פצע וחבורה ומכה טריה", גלובס 12 למאי 2003.

8 ראו John Markoff, "Microsoft Comes to the Aid of a Struggling Apple," *N.Y. Times* Aug. 7, 1997, A1.

9 ראו Devavrat Purohit & Richard Staelin, "Rentals, Sales and Buybacks: Managing Secondary Distribution Channels," 31 *J. Marketing Res.* 325, 326 (1994); Karen Talley, "Avis Advertisements Fuel Questions," 49 *Bus. News* 1 (1990).

10 כמובן, בהרבה מן הדוגמאות להשקעות בין מתחרים שהובאו לעיל ייתכן שהמשקיע רוכש, בר בבר עם ההשקעה, יכולת כלשהי להשפיע ולו בעקיפין על פעולות היריב שבו בוצעה ההשקעה, או לפחות לקבל נגישות לאינפורמציה רגישה שלו. המסר של מאמר זה הוא שגם אם ננטרל יכולת השפעה מעין זו או נגישות לאינפורמציה מעין זו, וגם אם השפעותיהן וניחות, עדיין ייוותרו אפקטים אנטי-תחרותיים. המאמר מתמקד בהתמודדות של דיגי ההגבלים העסקיים בישראל באפקטים אלה. שאלה זו היא חדה ביותר במקרים שבהם דיגי ההגבלים העסקיים אינם מתערבים בעסקה עקב כך שהאפקט של השפעה – עקיפה או ישירה – הוא חלש מדי. כך, למשל, שכפי שנראה להלן, דיגי ההגבלים העסקיים אינם רואים את בראון ופישמן, שליטי גלובס, כמי שיכולים להשפיע על פעילותה של ידיעות אחרונות באופן המקים מיווג חברות שהממונה יכול לעצור. אנו נראה שאי-התערבות בעסקה מעין זו עשויה לא להיות מוצדק, עקב ההשפעה האנטי-תחרותית שקיימת בהשקעה גם ללא מרכיב כלשהו של השפעה.

11 המונחים "תחרות אגרסיבית" או "תחרות עזה" ישמשו לתיאור פעולות פרו-תחרותיות כגון הורדת מחיר ממחיר על-תחרותי. הם אינם מתייחסים להתנהגות טורפנית, שמטרתה להוציא מתחרה מהשוק.

מעט שחקנים. מכל מקום, המאמר יראה כי דיני ההגבלים העסקיים בישראל לא יושמו באופן שמצליח לחבוק את מכלול פגיעתן האנטי-תחרותיים של השקעות מעין אלה.¹² עוד יראה המאמר כי הסיווג שנעשה עד כה במשפט הישראלי בין עסקה שנדונה כמיוזג חברות לבין עסקה שנדונה כהסדר כובל גורם לכך שהשקעות פסיביות בין מתחרים יידונו, אם בכלל, על פי סטנדרטים לא עקיבים, שלפיהם ההשקעות הפסיביות המשמעותיות ביותר נידונות בצורה המקלה ביותר. למרות שהמאמר עוסק בעיקר בתחום ההגבלים העסקיים והתחרות, הוא שואב השראה רבה מתחום דיני התאגידים ומהמשק שלו עם תחום ההגבלים העסקיים, מתחום הניתוח הכלכלי של המשפט, ומהשימוש בכלים של תורת המשחקים כדי להבין את השפעתם של כללים משפטיים על התנהגותן האסטרטגית של פירמות. תחומים אלה חבים תודה מיוחדת למפעלו ולכתביו של פרופ' אוריאל פרוקצ'ה.

א. כיצד השקעה פסיבית בין מתחרים עלולה לפגוע בתחרות?

כאשר פירמה משקיעה במתחרה שלה, בשוק שבו פועלים מתחרים משמעותיים מעטים,¹³ הפירמה המשקיעה תעדיף להתחרות באגרסיביות פחותה. היה ותתחרה הפירמה המשקיעה באגרסיביות – רווחיה של הפירמה המתחרה ירדו, ערכה יירד וערך ההשקעה ייפול גם הוא. לפיכך, השקעה פסיבית במתחרה יכולה לאותת למתחרים כי הפירמה המשקיעה מעדיפה עתה להתחרות באגרסיביות פחותה. בסיטואציות רבות יש באיתות כזה כדי לדרבן את המתחרים עצמם להתחרות באגרסיביות פחותה – ובכך יש כדי להעלות את רווחי כל הפירמות בשוק, כולל הפירמה המשקיעה.¹⁴ אם כך, לא רק שהשקעה פסיבית בין מתחרים גורמת להתחרות אגרסיבית פחות מצד הפירמה המשקיעה, אלא שהיא גם עלולה לגרום להתחרות אגרסיבית פחות מצד יריביה בשוק.

הבחנה שימושית לעניין ניתוח הפגיעה של השקעה פסיבית בתחרות היא בין ההשפעות של השקעה פסיבית על המחיר בשיווי משקל ללא קרטל (בלעז unilateral effects), לבין ההשפעה של השקעה פסיבית על יציבותם או על

12 גם דיני ההגבלים העסקיים האמריקניים אינם מיושמים באופן משביע-רצון לגבי השקעות פסיביות מעין אלה. לביקורת על דינים אלה לאור הניתוח הכלכלי של השקעות פסיביות ראו David Gilo, "The Anticompetitive Effect of Passive Investment," 99 Mich. L. Rev. 1 (2000).

13 ההשפעה הנדונה קיימת גם אם קיימות בשוק – מלבד מעט הפירמות המשמעותיות – מספר רב יחסית של פירמות קטנות, שעקב קטנותן הן מאמצות אוטומטית את המחירים שקובעות הפירמות המשמעותיות.

14 להרחבה ראו Gilo, הערה 12 לעיל, בעמ' 10-20.

תיאומם של קרטלים (סמויים¹⁵ או גלויים) בשוק (השפעה המכונה בלעז ¹⁶coordinated effects). נבחן שתי השפעות אלה להלן.

1. ההשפעה של השקעה פסיבית בהיעדר קרטל

(א) הסיבות לתחרות לא מושלמת

כדי להבין את ה־unilateral effects של השקעה פסיבית – כלומר: הפגיעה בתחרות שמתרחשת גם כשאין קרטל (סמוי או גלוי) בשוק – עלינו להבין תחילה מדוע בשווקים שבהם מספר הפירמות המשמעותיות הוא קטן התחרות איננה מושלמת גם בהיעדר קרטל. לאחר שנסביר תופעה זו, נסביר מדוע השקעה פסיבית הופכת את התחרות בשווקים מעין אלה לעוד פחות מושלמת.

אם כן, במרבית הענפים קיים מספר קטן של פירמות משמעותיות. בענפים מעין אלה המחיר התחרותי הוא בדרך כלל גבוה מהעלות השולית לייצור המוצר.¹⁷ תוצאה זו נובעת בראש ובראשונה מכך שבמרבית השווקים קיים בידול מסוים בין מוצרי הפירמות;¹⁸ הווה אומר: המוצרים שמייצרות הפירמות במרבית השווקים הם שונים במקצת זה מזה. דוגמה מובהקת לשוק מעין זה היא שוק הדגנים לארוחת הבוקר: יש המעדיפים מותג של פירמה מסוימת גם אם המוצר שלה יקר במקצת ממחיר המותג המתחרה; אולם אם הפרש המחירים גדול דיו – ימחל הצרכן על העדפותיו ויעבור אל המותג המתחרה.¹⁹ בשווקים מעין אלה ניתן להראות כי המחיר, אף בתחרות חופשית, הוא מעל לעלות השולית. זה גם המצב בשווקים שבהם המוצרים או השירותים הניתנים דומים מאוד זה לזה, אולם למיקום הגאוגרפי של הספק יש חשיבות מבחינת הצרכן. גם בשווקים מעין אלה יש לספק כוח לדרוש מהצרכנים הקרובים אליו מחירים גבוהים מהעלות השולית. דוגמה לשווקים מסוג זה היא שוק תחנות הדלק, כמו גם שווקים קמעונאיים אחרים. צרכן יעדיף למלא דלק בתחנה הקרובה לביתו, למקום עבודתו או לדרך המחברת ביניהם גם אם המחיר בה גבוה במקצת מהמחיר של תחנה מתחרה

15 "קרטל סמוי" הוא מחיר קרטליסטי המושג בשוק ללא קומוניקציה בין המתחרים, כפי שיפורט מיד.

16 בהתאם, המושג "coordinated effects" הוא במידה מסוימת מטעה, שהרי הכוונה גם לקרטלים סמויים שבהם כאמור אין קואורדינציה בין הפירמות.

17 העלות השולית היא עלות אספקת היחידה השולית – האחרונה.

18 ראו, למשל, Jean Tirole, *The Theory of Industrial Organization* 209 (1998).

19 דוגמאות נוספות לשווקים מעין אלה הן שוק העיתונים היומיים, שוקי המשקאות או שוק מעדני החלב.

ורחוקה יותר. רק אם הפרש המחירים בין התחנות גדול דיו לטובת התחנה הרחוקה יותר יעדיף הצרכן את התחנה הרחוקה.²⁰ גם בשוק שבו לא קיים בידול כלשהו – המוצרים המיוצרים זהים לחלוטין, הק מבחינת סוג המוצר הן מבחינת המיקום הגאוגרפי של הפירמה (אם מיקום זה חשוב לצרכנים) – המחיר התחרותי עשוי להיות גבוה מהעלות השולית אם לפירמות בשוק יש מגבלות מבחינת כושר הייצור. כאשר כושר הייצור של פירמות מוגבל, קיימת מגבלה על מספר הצרכנים שפירמה הדורשת מחירים נמוכים ממתחרותיה יכולה לשרת. עובדה זו יכולה להעניק לפירמות בשוק את הכוח לדרוש מחירים גבוהים מהעלות השולית.²¹ רק במקרים הנדירים שבהם המוצרים שהפירמות מספקות הם זהים, המיקום הגאוגרפי של אספקת המוצר איננו חשוב לצרכן או שהוא זהה בין הפירמות (כגון שתי תחנות דלק מתחרות הצמודות זו לזו), ולא קיימת מגבלה בכושר הייצור של הפירמות יחסית לגודל הביקוש – רק במקרים כאלה המחיר התחרותי (כלומר: ללא קרטל) יהיה קרוב מאוד לעלות השולית.

(ב) מדוע השקעה פסיבית הופכת את התחרות לעוד פחות מושלמת

לאחר שהוסבר מדוע בשווקים מעוטי-מתחרים התחרות לרוב איננה מושלמת, נראה עתה מדוע השקעה פסיבית בין מתחרים בשוק כזה גורמת לתחרות להיות עוד פחות מושלמת ולמחיר – להיות עוד יותר גבוה מעל לעלות השולית.²²

20 כאשר הבידול – הגאוגרפי או מבחינת סוג המוצר – הוא גדול דיו, דיני ההגבלים יכריעו שהמוצרים אינם מתחרים כלל, הוזה אומר: אינם מצויים באותו שוק רלבנטי. מידת הבידול המצדיקה זאת היא עניין למדיניות משפטית.

21 ראו Tirole, הערה 18 לעיל, בעמ' 212.

22 תוצאה זו הוכחה תוך שימוש במודלים כלכליים על ידי Robert J. Reynolds & Bruce R. Snapp, "The Competitive effects of Partial Equity Interests and Joint Ventures," 4 *Int'l J. Indust. Org.* 141 (1986); Timothy F. Bresnahan & Steven C. Salop, "Quantifying the Competitive Effects of Production Joint Ventures," 4 *Int'l J. Indust. Org.* 155 (1986); Daniel P. O'Brien & Steven C. Salop, "Comptitive Effects of Partial Ownership: Financial Interest and Corporate Control," 67 *Antitrust L.J.* 559 (2000); Friedel Bolle & Werner Güth, "Competition Among Mutually Dependent Sellers," 148 *J. Inst. & Theoretical Econ.* 209, 239 (1992); Eric Dietzenbacher, Bert Smid, & Bjorn Volkerink, "Horizontal Integration in the Dutch Financial Sector," 18 *Int'l J. Indust. Org.* 1223, 1242 (2000); David Flath, "When is it Rational for Firms to Acquire Silent Interests in Rivals?," 9 *Int'l J. Indust. Org.* 573, 583 (1991).

לעבודה אמפירית הדנה באפקט של השקעה פסיבית בין מתחרים על המחירים בשוק ראו Wilson A. Alley, "Partial Ownership Arrangements and Collusion in the Automobile Industry," 45 *J. Indust. Econ.* 191 (1997). מחקר זה הראה כי שוק המכוניות האמריקני תחרותי פחות משוק המכוניות היפני, בעוד שבשוק היפני ניתן למצוא רמות גבוהות יותר

נניה, למשל, שהתחרות בשוק איננה מושלמת עקב בידול בין מוצרי הפירמות המתחרות. בשוק כזה, כגון שוק מקומי בו מתחרות תחנות דלק, אם תחנה א' מחזיקה החזקה פסיבית בתחנה ב', ניתן להראות שתחנה א' תרצה להעלות מחירים יחסית למצב שהיה אלמלא ההשקעה הפסיבית.²³ אלמלא ההשקעה הפסיבית, העלאת מחירים כזו של תחנה א' הייתה גורמת לחלק מהצרכנים לעבור לתחנה ב' ולתחנות מתחרות, עד כדי כך שאבדן נתח השוק לא היה מצדיק את הפדיון המוגדל שתחנה א' קיוותה לקבל בעקבות העלאת המחיר. אולם, כאשר תחנה א' משקיעה פסיבית בתחנה ב', היא משתפת בחלק מרווחיה של תחנה ב' הנובעים מהגדלת נתח השוק של תחנה ב' על חשבון תחנה א'. או אז תחנה א' תהסס פחות להעלות את המחיר.²⁴

כפי שצינו לעיל, במקרים רבים ההתחייבות האמינה של תחנה א', בדוגמה זו, להעלות מחירים, מדרבנת גם את התחנות המתחרות להעלות מחירים בעצמן. הסיבה לכך היא שכאשר תחנה א' מתוודעת להעלות מחירים, הצרכנים ממילא רואים את תחנה א' כתחליף פחות אטרקטיבי, והדבר נותן לתחנות המתחרות כוח להעלות מחירים גם הן מבלי להפסיד נתחי שוק לתחנה א'.²⁵

של השקעות פסיביות. לטענת Alley, תוצאה זו מתאימה לתוצאה בספרות הכלכלית שכאשר שוק מאופיין בתחרות גבוהה (כגון בגלל ריבוי מתחרים, בדומה לשוק היפני) תאותר רמה גבוהה יותר של השקעות פסיביות בין מתחרים מאחר שהמתחרים השונים יחפשו מכשיר להפחתת התחרות האינטנסיבית בשוק (שם, בעמ' 193). בעניין זה ראו גם David Reitman, "Partial Ownership Arrangements and the Potential for Collusion," 42 *J. Indus. Econ.* 313 (1994).

23 היגיון דומה חל אף בתחרות שאינה תחרות מחירים, למשל תחרות על איכות, על שירות או על חדשנות. פירמה המושקעת במתחרה תירתע אף מהתחרות עם הפירמה שבה השקיעה על שוקים גאוגרפים או פלחי אוכלוסייה שבהם פועלת הפירמה שבה השקיעה. יתרה מזאת: מתחרה פוטנציאלי השוקל כניסה לשוק ייטה לא לעשות כן אם הוא מחזיק במניות בפירמה הפועלת בשוק; ראו Reynolds & Snapp הערה 22 לעיל, בעמ' 150.

24 מובן, שהאפקט האנטי-תחרותי של תמרוץ הפירמה המשקיעה להעלות מחירים גובר ככל שרמת ההשקעה הפסיבית גבוהה יותר, ככל שההשפעה של התנהגות תחרותית על רווחי הפירמה בה בוצעה ההשקעה גדולים יותר יחסית להשפעתם על רווחי הפירמה המשקיעה, ככל שיש פחות מתחרים משמעותיים בשוק, ובדרך כלל ככל שהפירמות המעורבות בהשקעה משמעותית יותר. אם צפויה כניסה של מתחרה משמעותי (כלומר: מתחרה גדול דיו, שיבין כי המחירים והכמויות שהוא קובע משפיעים על השוק) או התרחבות של מתחרה לא משמעותי, החשש הנדון בסקסט לפגיעה בתחרות פוחת שוב.

25 לניתוח כלכלי-פורמלי יותר, המראה כי בשוק עם בידול, כאשר מתחרה אחד מתמרץ להתחרות בפחות אגרסיביות גם האחרים מתמרצים להתחרות בפחות אגרסיביות, ראו Jeremy Bulow et al., "Multimarket Oligopoly: Strategic Substitutes and Complements," 93 *J. Pol. Econ.* 488 (1985).

אמנם, קיימים הקשרים אחרים, שבהם כאשר מתחרה א' משקיע במתחריו, ובתוצאה מכך נהפך למתחרה פחות אגרסיבי, המתחרים יגיבו מצידם על ידי הגדלת האגרסיביות שלהם. זו תהא התוצאה במודל כלכלי נפוץ בשם "קורנו", שבו הפירמות בוחרות את הכמות המסופקת במקום את המחיר. אם במסגרת התחרות פירמות בוחרות את הכמות המסופקת, ונותנות למחיר להיקבע על ידי המפגש בין סך הכמות בשוק לבין הביקוש, אזי כאשר פירמה משקיעה ביריב היא חפצה לספק כמות קטנה יותר (להתחרות באגרסיביות פחותה), והתגובה האסטרטגית של המתחרים תהיה דווקא הגדלת הכמות שלהם (להתחרות באגרסיביות מוגברת).²⁶ אולם, כפי שניתן להראות, גם במקרים מעין אלה הכמות הכוללת בשוק תרד בסופו של דבר (והמחירים יעלו) עקב ההשקעה הפסיבית; הווה אומר: האפקט של רצון הפירמה המשקיעה להפחית את הכמות גובר על האפקט של רצון הפירמות היריבות להגיב על ידי הגדלת הכמות.²⁷ כמו כן, המודל של פירמות הבוחרות כמויות במקום מחירים בדרך כלל איננו מציאותי, שהרי ברוב-רובם של השווקים פירמות בוחרות מחירים ולא כמויות. אינטרפרטציה מציאותית יותר של מודל "קורנו" היא שימוש בו כדי לצפות איזה כושר ייצור הפירמה בוחרת (גודל המפעל שלה, היקפם של ערוצי האספקה וההפצה וכו'), תוך ציפייה שלאחר בחירת כושר הייצור יבחרו הפירמה ויריבותיה את המחירים.²⁸ על פי אינטרפרטציה זו, השקעה פסיבית במתחרה מדרבנת פירמה לבחור כושר ייצור קטן יותר (להתחרות באגרסיביות פחותה). התנהגות זו מדרבנת את היריבים להגיב בהגדלת כושר הייצור שלהן (כדי לנצל בעתיד את החולשה שהסתמנה אצל הפירמה המשקיעה). אולם, כושר הייצור המצרפי בשוק בכל זאת יקטן; יתרה מזו: בכושר ייצור נתון, כאשר הפירמות מתחרות מבחינת המחיר, כאמור, ההשקעה הפסיבית תדרבן הן את הפירמה המשקיעה הן את יריבותיה להעלות מחירים.

- 26 ראו, למשל, Reitman, הערה 22 לעיל, ו-Flath, הערה 22 לעיל.
- 27 ראו Reynolds & Snapp, הערה 22 לעיל; Tirole, הערה 18 לעיל, בעמ' 220. אמנם במקרה בו היריבים מגיבים להפחתה באגרסיביות של פירמה על ידי העלאת האגרסיביות שלהם, אינטרפרטציה המכונה בספרות הכלכלית כ"תחליפיות אסטרטגיות"; ראו Bulow et al., הערה 25 לעיל, ההשקעה הפסיבית לא יכולה להיות מונעת מרצון לפגוע בתחרות, משום שניתן להראות שבמקרים כגון אלה הפירמה המשקיעה מפסידה מתגובה אגרסיבית זו של המתחרים שלה. ראו Reitman, הערה 22 לעיל. עדיין, אם הפירמה בכל זאת מחליטה להשקיע פסיבית במתחרה (בשל מגיעים אחרים) התוצאה שלפיה המחירים בשוק יעלו היא תקפה. את המגיעים האחרים (שכאמור לא נוגעים לרצון לפגוע בתחרות) ניתן לבדוק, למשל, במסגרת של אישור הסדר כובל לפי סעיף 9 לחוק ההגבלים, התשמ"ח-1988, במידה שהם מצביעים על יתרונות חברתיים של ההשקעה הפסיבית.
- 28 ראו David M. Kerps & Jose A. Sheinkman, "Quantity Precommitment and Bertrand Competition Yield Cournot Outcomes," 14 *Bell J. Econ.* 326 (1983).

אם כך, הפגיעה של השקעה פסיבית בתחרות, במקרה שבו לא קיים קרטל בשוק, נובעת מהפיכת התחרות הלא מושלמת בשוק לעוד פחות מושלמת. מכאן, שכאשר התחרות בשוק מלכתחילה מושלמת (כלומר: התנאים הם כאלה שהמחירים קרובים מאוד לעלות השולית), אין להשקעה הפסיבית השפעה אנטי-תחרותית שאיננה קשורה בחשש מקרטלים (גלויים או סמויים) – חשש שידון להלן. לעניין זה, "תחרות מושלמת" כוללת, כמובן, מקרה שבו מספר הפירמות המשמעותיות בשוק הוא גדול, או שכניסה של פירמות משמעותיות חדשות לשוק היא קלה וצפויה. מקרה נוסף שבו התחרות בשוק היא "מושלמת" הוא המקרה שבו נמכרים בשוק הרלבנטי מוצרים הומוגניים, שאינם שונים זה מזה בעיני הצרכנים (כגון מלט, מים מינרליים, דלק, תומרי ניקוי, סוכר, מלח, וכו'), אין בידול גאוגרפי וגם אין מגבלות בכושר הייצור. כפי שניתן להראות, במקרים מעין אלה אין להשקעה פסיבית השפעה על המחיר שאיננה קשורה בחשש מקרטלים בשוק.²⁹

2. ההשפעה של השקעה פסיבית על יציבות קרטלים

נעבור עתה לניתוח ההשפעה של השקעה פסיבית על היתכנותו של קרטל בשוק, סמוי או גלוי, כלומר: ל-"coordinated effects" של השקעה פסיבית בין מתחרים.³⁰ לכאורה ניתן היה להביט בספקנות על החשש מהקלה על קרטלים, שהרי קרטלים הם אסורים וההרתעה מהקמתם הולכת ומתחזקת במשפט הישראלי. אלא מאי? בשוק מעוט-מתחרים ניתן להגיע למחירים דמויי קרטל גם ללא כל קומוניקציה בין הפירמות. "קרטל סמוי" (tacit collusion) – שההשפעה של השקעה פסיבית על יציבותו תידון מיד – הוא מצב שבו פירמות גובות מחירים דמויי קרטל גם בהיעדר תקשורת כלשהי ביניהן. הסיבה לתופעה זו היא שכל פירמה נמנעת מגביית מחיר נמוך יותר מהמחיר הקרטליסטי מחשש שצעד כזה יתפרש כפתיחה

29 ראו David Gilo, "Partial Ownership as a Strategic Variable to Facilitate Tacit Collusion," at 2.21, 3.1.1 (John M. Olin Discussion Paper No. 170, Program in Law, Economics, and Business, Harvard Law School) (1995) (unpublished, on file with author).

30 חשוב להדגיש את ההבדל בין "קרטל סמוי" נשוא ה-"coordinated effects" הנדונים עתה לבין "תחרות לא מושלמת" נשוא ה-"unilateral effects", שנדונו לעיל. קרטל סמוי הוא היכולת של פירמות לייצב מחיר קרטליסטי שמשא את רווחי התעשייה לטווח הארוך עקב האינטרקציה ארוכת-הטווח בין הפירמות, כפי שיוסבר מיד. תחרות לא מושלמת, לעומת זאת, היא היכולת של פירמות לדרוש מחיר מעל לעלויותיהן השוליות עקב תכונות הביקוש והמוצר (במקרה של בידול) או עקב תכונות הייצור (במקרה של מגבלות בכושר ייצור). תחרות לא מושלמת יכולה להתרחש, למשל, גם כשאין אינטרקציה ארוכת-טווח בין הפירמות. המחיר בשיווי משקל, במקרה של תחרות לא מושלמת ללא קרטל סמוי או גלוי, באופן טיפוסי איננו המחיר שמשא את רווחי התעשייה אלא מחיר נמוך ממנו משמעותית.

במלחמת מחירים שבטווח הארוך תפגע בכל הפירמות הפועלות בשוק – כולל בזו שהתלה את מלחמת המחירים.³¹ קרטל סמוי, ללא כל קומוניקציה, הוא קשה ביותר לאיתור והוכחה על ידי הרשויות האוכפות את דיני ההגבלים העסקיים, וספק אם ניתן לתקוף אותו ישירות מכוח דינים אלה.³² במקרים מסוימים, השקעה פסיבית בין מתחרים עלולה להקל על שמירת יציבותו של קרטל, בין סמוי ובין גלוי. מכאן החשיבות של מניעת השקעות פסיביות מסוימות מלכתחילה – שהרי הקרטל הסמוי שהן מקלות עליו אינו נתון לשבטם של דיני ההגבלים העסקיים.

אם פירמה משקיעה במניות של פירמה מתחרה, נטייתה לסטות מקרטל מצטמצמת, משום שההשקעה גורמת לה להשתתף הן בהפסדי המתחרה בזמן הסטייה של הפירמה המשקיעה מקרטל (עקב אבדן נתח השוק) הן בהפסדיה של המתחרה ממלחמת המחירים שתבוא לאחר הסטייה.³³

(א) הלוואה למתחרה

נוסף על רכישת הון מניות של המתחרה, בנסיבות מסוימות גם הלוואה למתחרה יכולה להקל על יציבותו של קרטל בשוק.³⁴ אם פירמה נתנה הלוואה למתחרה, ותחרות עזה על ידי נותן האשראי מגבירה את הסיכוי לחדלות-פרעון של הפירמה החייבת – נותן האשראי עשוי להסס מלהתחרות בצורה אגרסיבית, מאחר שתחרות מעין זו תעלה את הסיכוי שהחוב לא יוחזר במלואו. לכן, במקרים שבהם הפירמה החייבת היא חלשה פיננסית, או כשתחרות עזה מצד נותן האשראי עשויה להעלות משמעותית את ההסתברות לחדלות-פרעון של הפירמה החייבת – ההלוואה עשויה לשמש, בין היתר, כהתחייבות אסטרטגית של נותן האשראי להתחרות באגרסיביות פחותה.³⁵

31 ראו Tirole, הערה 18 לעיל, בפרק 6.

32 אכן נראה כי דיני ההגבלים העסקיים אינם אוסרים על הקרטל הסמוי עצמו. ראו, למשל, דיויד גילה, "חוזים המגבילים תחרות, הגבלים עסקיים ומונופולין", בתוך חוזים ג' 635 (בעריכת דניאל פרידמן וגילי כהן, תשס"ד) (להלן: "גילה – חוזים"), בהערה 35.

33 לניתוח כלכלי מפורט של תוצאה זו ראו Gilo, הערה 12 לעיל, בעמ' 13–21.

34 ראו שם, בעמ' 21–22. לדוגמאות בארצות-הברית של הלוואה למתחרה ראו *United States v. Gillette Co.*, 55 F.R. 28312 (1990); *Mr. Frank, Inc. v. Waste Management, Inc.*, 591 F. Supp. 859, 862, 867 (N.D. III 1984); *Metro Goldwyn-Mayer, Inc. v. Transamerica Corp.*, 303 F. Supp. 1344, 1351 (S.D. N.Y. 1969). בישראל, כאמור במבוא, פישמן, בעודו מחזיק אג"ח בברק, רכש את השליטה בקיי זהב; ראו הערה 4 לעיל, וכן, מוזס, בעל השליטה בדיעוד אחרונות, נתן הלוואה להארץ, הערה 5 לעיל.

35 רכישת חוב של מתחרה לא תגרום לנותן האשראי להתחרות באופן פחות אגרסיבי אם החוב מובטח בערבויות או בטוחות מספקות (שאינן מושפעות מתחרות עזה). במקרה כזה, גם אם הפירמה שקיבלה את הלוואה חדלת-פרעון כתוצאה מתחרות אגרסיבית מצד נותן

אמנם עשויה להתעורר השאלה מדוע תהיה פירמה מעוניינת להלוות למתחרה חלש פיננסית. ניתן לטעון שאסטרטגיה עדיפה היא להתחרות באגרסיביות מול מתחרה כזה כדי להביאו לקריסה כלכלית ולהוציאו מהשוק; אולם לעתים תגרום בחירה זו למכירת הנכסים של המתחרה דווקא למתחרה אחר – דבר שיחזק את המתחרה האחר, למורת רוחה של הפירמה שנתנה את ההלוואה. במקרה כזה, אסטרטגיה נכונה יותר עבור אותה פירמה היא דווקא להשאיר את המתחרה החלש פיננסית כגורם פעיל בשוק. בהקשר זה מעניין לציין, שכאשר פירמה שנכשלה פיננסית עומדת למכירה וכמה מתחרים בשוק מתעניינים ברכישתה, רשות ההגבלים העסקיים תיטה לפסול מיזוג עם המתחרים הדומיננטיים ביותר, תוך העדפה של מיזוג עם המתחרים האזוטריים יותר – מיזוג שיכול להעלות את הסיכוי לקרוא תגר על כוחם של המתחרים הדומיננטיים בטווח הרחוק.³⁶ בהתאם, במקרים רבים פירמה דומיננטית בשוק תהיה מעוניינת לתת הלוואה למתחרה קטן כדי שלא יתמוטט – ובלבד שלא ייפול לידיהם של מתחרים בגודל בינוני, שיוכלו לקרוא תגר על הדומיננטיות של הפירמה המלווה ביתר קלות. כאשר הפירמה הדומיננטית שנתנה את ההלוואה היא מהפירמות האגרסיביות ביותר בשוק, ההלוואה משיגה בעת ובעונה אחת מטרה אסטרטגית נכבדה לא פחות: הקלה על יציבותו של קרטל בשוק, סמוי או גלוי.

במשק הישראלי, שבו חלק מהבנקים הגדולים נשלטים על ידי קונצרנים השולטים מצידם על פירמות הפועלות בשווקים לא פיננסיים, הבעיה המוארת בפסקה זו יכולה להפוך למשמעותית. כך, למשל, היפותטית, אם בנק הפועלים נותן הלוואה לקרואף הריבוע הכחול, ובגרעין השליטה של בנק הפועלים חברה משפחת דנקנר, ונחצי דנקנר, השייך למשפחה זו, מצוי בקבוצת השליטה השולטת על שופרסל – הניתוח לעיל מראה כי במקרים מסוימים, הלוואה שייתן בנק הפועלים לקרואף עלולה לגרום לשופרסל להתנהל כמתחרה אגרסיבית פחות בתחום רשתות השיווק. הווה אומר: גם אם הצדדים הקפידו על כך שבנק

ההלוואה, נותן ההלוואה יכול עדיין לגבות את החוב מערבויות ומביטחונות אלו ובהתאם הוא פחות יירתע מלהתחרות באגרסיביות עם בעל החוב.

36 ראו נימוקי החלטה בדבר אישור מיזוג בתנאים: השמירה טכנולוגית מיגון (1971) בע"מ לבין נוראל – אלעד מרכז הביטחון בע"מ, רשות ההגבלים העסקיים, פרסום 3001328 (1998), בסעיף 6 להחלטה. החלטה בדבר התנגדות למיזוג: תנובה מרכז שיתופי לשיווק תוצרת חקלאית בישראל בע"מ, עוף הנגב מפעל למוצרי בשר אגודה חקלאית בע"מ, רשות ההגבלים העסקיים, פרסום 3007072 (1994), ס' 78–79; נימוקי התנגדות למיזוג בורגר ראנץ (1983) בע"מ – ריקמור בע"מ (בהקפאת הליכים) זכיינית ברגר קינג, רשות ההגבלים העסקיים, פרסום 3019090 (2003), בסעיף 6.2. לדיון בשיקולים אלה ראו דיורד גילה, "הערת פסיקה: ערר 2/94 תנובה מרכז שיתופי לשיווק נ' הממונה על ההגבלים העסקיים", המשפט ד 351, 367 (התשנ"ט).

הפועלים לא ירכוש יכולת להשפיע על הפעילות של קר־אופ, עדיין במקרים מסוימים התחרות עלולה להפגע. כך גם אם הבנק הבינלאומי הראשון, בשליטת צדיק בינו, ייתן הלוואה לחברת דלק המתחרה בפז, שבשליטת בינו, או אם בנק המזרחי, בשליטת משפחת ורטהיים, ייתן הלוואה לטמפו, המשווקת של פפסי ומתחרה בחברה המרכזית לייצור משקאות קלים בע"מ (יצרנית קוקה קולה).

(ב) המורכבות של ההשפעה על קרטלים ומקרים שבהם קרטלים לא יושפעו

למרות שהאינטואיציה שמאחורי המחשבה שהשקעה פסיבית במתחרה או הלוואה למתחרה עלולות להקל על קרטל היא ברורה, ניתוח מעמיק יותר מראה כי ניתן להבחין במקרים שבהם השקעה פסיבית בין מתחרים לא תקל על קרטל, כתלות בפרמטרים שונים שייסקרו להלן.

מבנה השוק

ראשית, אם מספר הפירמות המשמעותיות בשוק גדול, או שבטווח הנראה לעין צפויה כניסה של מספר גדול של פירמות משמעותיות חדשות, או התרחבות של פירמות לא משמעותיות – החשש מקרטלים בשוק ממילא קטן, עם או בלי השקעות פסיביות בין מתחרים. ככל שמספר המתחרים המשמעותיים בשוק גדול יותר, קשה יותר ליצור קרטלים, וזאת משתי סיבות עיקריות. ראשית, מספר גדול של פירמות מקשה על קואורדינציה של תנאי הקרטל, משום שבמקרים רבים האינטרסים של פירמות לגבי גובה המחיר הקרטליסטי הם מנוגדים עקב הבדלי התכונות בין הפירמות בשוק (מבנה העלויות, סוג המותג וכו'). כאשר מספר הפירמות גדול יחסית, יקשה על הפירמות להבין באופן סמוי מהו המחיר הקרטליסטי, וכדי ליצור קרטל יהא עליהן להיפגש ולגשר על ניגודי האינטרסים ביניהן. אלא, שמפגשים וגישורים מעין אלה חשופים לתביעות פליליות מכוח דיני ההגבלים העסקיים, ולכן הפירמות עשויות להירתע מלקיימם. לכן, כאשר מספר הפירמות המשמעותיות הוא יחסית גדול, הקרטל יקרוס באבו.

יתרה מזו: מספר גדול של פירמות עשוי לגרום לקרטלים להיות בלתי־אפשריים, משום שגם אם הפירמות הצליחו לתאם את תנאי הקרטל הוא לא יהיה יציב. זאת, משום שחלקה של כל פירמה ברווחים הקרטליסטיים יהא קטן יחסית, ועל כן הרווח לטווח קצר שכל פירמה יכולה להפיק מסטייה מהקרטל – תוך חטיפת נתחי שוק למתחריה – גדול יותר. במקרה זה צפוי שיותר פירמות לא תוכלנה לעמוד בפיתוי החזק לסטות מהקרטל, והקרטל יקרוס. הקרטל גם עלול לקרוס באבו, שהרי הפירמות עשויות להבין מראש כי ממילא הפיתוי של יריבותיהן לסטות מהקרטל הוא גדול, ועל כן מלכתחילה לא ירצו להשתתף בקרטל – מחשש שהמתחרות יפנו להן עורף ויסטו מן הקרטל.

השקעה יחידה בשוק שלא בוצעה על ידי מחולל תחרות
השקעה פסיבית יחידה בשוק (בהנחה שמתחרים אחרים לא השקיעו במתחרים)
יכולה להקל על קרטל רק אם הפירמה שבצעה את ההשקעה היא הפירמה הכי
אגרסיבית בשוק, כלומר: הפירמה שהפיתוי שלה לסטות מקרטל הוא הגדול
ביותר.³⁷ פירמה כזו מכונה בפי רשויות ההגבלים העסקיים "מחוללת תחרות"
ובלעז: "maverick".

ברוב-רובם של השווקים פירמות מתחרות אינן זהות זו לזו, ובפרט נטייתן
להוריד מחירים בדרך כלל איננה זהה. רוב השווקים מאופיינים בכך שלחלק
מהפירמות יד קלה יותר על ההדק מלאחרות. כך, למשל, פירמה עם עלויות
שוליות נמוכות מפירמות אחרות תיטה, בהינתן ששאר הנתונים זהים, להיות עם
יד קלה יותר על ההדק מפירמה עם עלויות שוליות גבוהות.³⁸ שנית, כאשר אחת
מהפירמות היא בעלת נתח שוק קטן יותר ניתן להראות שהיא תיטה להוריד מחיר
– בהינתן ששאר הנתונים זהים – יותר משתיטה לעשות זאת פירמה בעלת נתח
שוק גדול יותר.³⁹ זאת, מאחר שלפירמה בעלת נתח השוק הקטן יותר טמון רווח
קטן יותר מקרטל ורווח גדול יותר מסטייה ממנו. פוטנציאלית, בטווח הקצר
הפירמה הקטנה יותר יכולה להרוויח הרבה מהורדת מחיר, על ידי הגדלה
משמעותית של נתח השוק שלה. פירמה גדולה תשאף פחות להוריד מחיר מאחר
שרווחיה מקרטל גבוהים והעליה הפוטנציאלית בנתח השוק שלה מהורדת מחיר
תהיה קטנה יותר עבורה.

נוסף על כך, פירמה שנוטה לעשות עסקאות גדולות ולא תכופות, בשונה
ממתחרותיה, או פירמה שנוטה לעשות עסקאות בצורה המקשה על מעקב אחר
הורדות מחיר מצידה, נוטה יותר ממתחרותיה לסטות מקרטלים.⁴⁰ זה המקרה
כשיצרן מסוים מוכר בקביעות לקבוצה קטנה של סיטונאים גדולים במחירים
שיכולים להישמר בסוד ממתחרים לתקופות ממושכות יחסית. אם פירמות אחרות
בשוק מוכרות ישירות לצרכנים סופיים, עושות עסקאות תכופות יותר, או אם

37 להרחבה ראו Gilo, הערה 12 לעיל, בעמ' 15–21.

38 פירמה עם עלויות נמוכות תיטה יותר להוריד מחירים משתי סיבות: ראשית, רווחיה
במהלך מלחמת מחירים גבוהים מאלו של פירמה בעלת עלויות גבוהות; שנית, המחיר
הקרטליסטי שפירמה כזו מעדיפה הוא נמוך מהמחיר הקרטליסטי שמעדיפות הפירמות
הפחות יעילות. פירמה בעלת עלויות נמוכות עדיין תיטה פחות להוריד מחיר מהפירמה
בעלת העלויות הגבוהות אם לאחרונה נתח שוק קטן דיו. כפי שנראה בהמשך, בהינתן
ששאר הנתונים זהים, פירמה בעלת נתח שוק קטן היא בעלת נטייה חזקה יותר להוריד
מחיר מפירמה בעלת נתח שוק גדול. על כן, פירמה בעלת נתח שוק קטן ועלויות גבוהות
תיטה יותר להוריד מחירים אם האפקט האמור הנובע מנתח השוק חזק מזה של הבדל
העלויות.

39 ראו Reynolds & Snapp, הערה 22 לעיל, בעמ' 149.

40 ראו Tirole הערה 18 לעיל, בעמ' 248.

הורדת מחיר על ידן שקופה יותר לשוק – הן תהיינה מועמדות פחות טובות לבצע הורדת מחיר, ולכן תהיינה מתחרות עם יד פחות קלה על ההדק. בהקשר של מיוזגים בין מתחרים, רשויות הגבלים עסקיים ברחבי העולם מורגלות לעסוק בשאלה מיהי הפירמה "מחוללת התחרות" בשוק. כך, בהתאם להנחיות המיוזגים שהוציאו משרד המשפטים האמריקני ונציבות הסחר הפדרלית ב-1992,⁴¹ רכישה של מחולל תחרות מעלה חששות הגבליים מיוחדים. זאת, מאחר שרכישה של פירמה מחוללת תחרות היא דרך שבה מיוזג יכול ליצור תנאים טובים יותר לקרטלים סמויים או גלויים, על ידי הכחדת עצמאותה של הפירמה המאיימת על יציבות הקרטל.⁴²

גם בישראל כבר קבע בעבר הממונה על ההגבלים עסקיים (להלן: "הממונה"), בפרשת חביב,⁴³ כי מידת האגרסיביות של המתחרה שנעלם עקב המיוזג יהווה שיקול במסכת השיקולים לאישור מיוזג. בפרשה זו חפצה רשת השיקוק הריבוע הכחול – הרשת השנייה בגודלה בישראל – לרכוש סופרמרקט פרטי בשם חביב באזור פתחתקוה. חביב היה ידוע כסופרמרקט שהנהיג מבצעי הוזלות והוריד מחירים באופן עקיב. הממונה, בהחלטתו, הצביע עליו כמחולל תחרות, והצביע על החשש העולה לפיכך מהשתלטות של רשת הריבוע הכחול על חביב.⁴⁴ גישה כללית דומה עולה גם מסיטסה שפרסמה הרשות ביולי 2002 – הנחיות לניתוח פגיעה משמעותית בתחרות בבדיקת מיוזגים.⁴⁵

בהתאם, אם קיימת השקעה פסיבית יחידה בשוק, והיא בוצעה על ידי פירמה שאינה הפירמה הכי אגרסיבית בשוק (מחוללת התחרות), להשקעה זו אין שום השפעה על יציבות קרטלים בשוק. זה המצב גם במקרה שבו יש כמה פירמות שהן מחוללות התחרות, כלומר: כולן אגרסיביות באותה מידה. אם רק אחת מהן השקיעה במתחרה אין בכך כדי להקל על קרטלים, משום ששאלת יציבותו של הקרטל בשוק זה תקום או תיפול בתלות במחוללות התחרות, שתמריציהן לא מושפעים מההשקעה הבודדת של יריבתם בפירמה מתחרה. אם כן, החששות התחרותיים היחידים מההשקעה צריכים להתרכז בשאלה אם ההשקעה עלולה להעלות מחירים כשאין קרטל (סמוי או גלוי) בשוק, על סמך הדיון שלנו באפקט זה לעיל.

41 Federal Trade Commission and Department of Justice, "Statement Accompanying Release of Revised Merger Guidelines," 57 Fed. Reg. 41,552; 41,559 (Sept. 10, 1992).

42 שם, 41,560.

43 ראו נימוקי התנגדות למיוזג הריבוע הכחול ישראל בע"מ, (דקון פלוס) סיכונאות מזון בע"מ, רשות ההגבלים העסקיים, פרסום 3012217 (2001), בסעיף 7.ג.

44 ראו שם.

45 הנחיות להגדרה ולמדידה של שוק רלבנטי לעניין חוק ההגבלים העסקיים, אוגוסט 2001, נוסח להערות הציבור, רשות ההגבלים העסקיים, פרסום 3011839 (2001).

ניתוח זה מבהיר עוד, כי אם השקעה פסיבית בוצעה על ידי פירמה מחוללת תחרות, היא מעוררת חשד מיוחד עקב הפוטנציאל שלה להקל על יציבות קרטלים בשוק. אחת התכונות שעשויות לגרום לפירמה להיות מחוללת תחרות היא יעילות של פירמה זו יחסית לפירמות האחרות (הוזה אומר: עלויות שוליות נמוכות מהאחרות).⁴⁶ אכן, בנייר עבודה כלכלי-פורמלי שכתבנו על בעלויות צולבות בין מתחרים⁴⁷ מצאנו שכאשר הפירמה הכי יעילה בשוק משקיעה במתחרה פחות יעיל שלה, קרטלים בשוק נעשים יציבים יותר. יתרה מזו: התוצאות שלנו מצביעות על כך שלא רק שקרטל יהא יציב יותר, אלא שהמחיר הקרטליסטי יהא גבוה יותר לאחר השקעה פסיבית כאמור לעיל.⁴⁸

שוק שבו כמה פירמות השקיעו במתחרים

הפסקאות הקודמות נסבו על השקעה יחידה של מתחרה במתחרה אחר. השאלה מורכבת יותר כשכמה פירמות באותו שוק השקיעו השקעות פסיביות זו בזו. קיימות כמה דוגמאות בשווקים בעולם לבעלויות צולבות בין מתחרים. כאלה הם, למשל, שוק הפלדה העולמי,⁴⁹ שוק התעופה העולמי,⁵⁰ שוק ייצור המכוניות בארצות-הברית וביפן,⁵¹ שוק האנרגיה הסקנדינבי,⁵² והתחום הפיננסי בודולנד.⁵³ במקרים מעין אלה, שבהם כמה פירמות באותו שוק השקיעו זו בזו, לא רק השקעה על ידי מחולל התחרות עלולה להקל על קרטלים כי אם גם השקעות בין

46 ראו Gilo הערה 12 לעיל, בעמ' 17.

47 David Gilo, Yossi Moshe and Yossi Spiegel, "Partial Cross Ownership and Tacit Collusion," forthcoming, RAND J. Econ (2005).

48 אמנם, כפי שאנו מראים שם, הפירמה הכי יעילה בשוק תעדיף להשקיע במתחרה הכי יעיל שלה, ובלבד שדי בכך כדי לאפשר קרטלים בשוק. ככל שהמתחרה שההשקעה בוצעה בו יעיל יותר, כך ההשפעה על יציבות קרטלים חזקה יותר. מצד שני, ככל שהמתחרה שההשקעה בוצעה בו יעיל יותר, כך גם העלייה במחיר הקרטליסטי תהא מתונה יותר.

49 Gilo, Moshe & Spiegel הערה 47 לעיל.

50 ראו "Airlines with Ownership by Other Carriers," *Airline Business News* 48, June 1998.

51 Alley, הערה 22 לעיל.

52 Eirik S. Amundsen & Lars Bergman, "Will Cross Ownership Re-Establish Market Power in the Nordic Power Market," 23 *The Energy J.* 73 (2002).

53 Dietzenbacher, Smid & Volkerink, הערה 22 לעיל.

מתחרים אחרים. כך, למשל, נניח שבשוק מסוים השקיעה פירמה א' בפירמה ב', שהשקיעה בפירמה ג', שהשקיעה בפירמה ד', שהשקיעה בפירמה א'. נניח עוד שפירמה א' היא מחוללת התחרות. על כן, השאלה אם יהיה קרטל בשוק התלוי רק בתמריציה של פירמה א' לסטות מקרטל. כעת נניח שפירמה ג' הגדילה את השקעתה בפירמה ד': האם ההשקעה מקלה על קרטל? התשובה יכולה להיות חיובית למרות שפירמה א', מחוללת התחרות, לא הגדילה את השקעתה ביריב. כל כך למה? משום שהגדלת ההשקעה של פירמה ג' בפירמה ד' הגדילה את ההחזקה העקיפה שהייתה לפירמה א' בפירמה ד', דרך חלקה של פירמה א' בפירמה ב', דרך חלקה של פירמה ב' בפירמה ג', ודרך חלקה המוגדל של פירמה ג' בפירמה ד'. אם כך, במבנה השקעות מורכב יותר מעין זה, אין זה מובן מאליו שהשקעה על ידי פירמה שאיננה מחוללת התחרות אינה מקלה על קרטלים.

אולם, השאלה מורכבת אף יותר, משום שבדוגמה זו פירמה ד' גם השקיעה בפירמה א'. על כן, כאשר פירמה ג' מגדילה את השקעתה בפירמה ד', גם חלקה של פירמה א' בעצמה גדל. משום כך, הגדלת ההחזקות של פירמה ג' בפירמה ד' בעת ובעונה אחת גם מגדילה את רווחיות הקרטל עבור פירמה א' וגם מגדילה את רווחיות הסטייה מקרטל. כדי להבין אפקט זה של החזקת פירמה בעצמה בעקיפין נבחן דוגמה פשוטה יותר, שבה קיימות רק שתי פירמות שהשקיעו זו בזו. נניח, למשל, שבד בבד השקיעה חברת התעופה ארקיע באל על, ואל על השקיעה (במישרין או בעקיפין) בארקיע. האם במצב מעין זה הגדלת ההשקעה של ארקיע באל על, למשל, בהכרת מקלה על יציבות קרטל? מחד גיסא, הגדלת ההשקעה של ארקיע באל על מגדילה את ההפסד של ארקיע מסטייה מן הקרטל, עקב חלקה בהפסדים של אל על מסטייה זו; אולם, מאידך גיסא, גדל בעקיפין הרווח של ארקיע מהורדת מחירים. כל כך למה? משום שכאשר חלקה של ארקיע באל על גדל, גדל גם חלקה של ארקיע "בעצמה" דרך ההשקעה של אל על בארקיע. כאשר ארקיע מורידה מחירים, בטווח הקצר רווחיה גדלים מאוד עקב חטיפת נתחי השוק למתחריה. אך מכיוון שאל על השקיעה בארקיע, חלק מהרווחים הללו שייכים לאל על כמשקיעה פסיבית בארקיע – ולא לשליטים של ארקיע. אולם, אם ארקיע הגדילה את השקעתה באל על, אזי חלק מהרווחים שמועברים לאל על חוזרים לקופתה של ארקיע, שממנה יוכלו ליהנות גם שליטיה של ארקיע. בכך יש דווקא כדי לעודד את ארקיע לסטות מקרטל, משום הגידול ברווחים שיכולים לגרוף שליטיה מסטייה זו. אולם, אותה תופעה מתרחשת לגבי הרווחים של ארקיע מקרטל: חלקם זורם חזרה לארקיע דרך החלק של ארקיע באל על ודרך החלק של אל על בארקיע. בכך יש דווקא כדי להרתיע את ארקיע מלסטות מקרטל. אך איזה מהאפקטים הנוגדים הללו גובר?

יוסי שפיגל, יוסי משה ואני⁵⁴ בדקנו שאלה זו באמצעות מודל כלכלי שבו מספר כלשהו של מתחרים משקיעים רמה כלשהי של השקעה זה בזה. במודל שלנו המתחרים הם בעלי עלות שולית זהה, והם מוכרים מוצרים הומוגניים (כלומר: אין בידול). על כן המודל ניתן ליישום ישיר בשווקים שבהם העלויות השוליות של המתחרים דומות זו לזו והמוצר הומוגני יחסית. בהקשר זה ניתן לחשוב על שווקים כגון שוק המים המינרליים, שוק הדלק, שוק האנרגיה, תקשורת קווית, שוק הפלדה וכו'. אנו מצאנו שבשווקים כאלה העלאה כלשהי של רמת ההשקעה של פירמה אחת בפירמה אחרת תגרום לכל הפירמות בענף להיות פחות אגרסיביות (מבחינת הרצון שלהן לסטות מקרטל)⁵⁵, למעט שני סוגים של פירמות, שהתמריץ שלהן לסטות מקרטל לא מושפע כלל מההעלאה ברמת ההשקעה.

הסוג הראשון של פירמות כאלה הוא הפירמה שבה בוצעה ההשקעה המוגדלת, כלומר: אם, למשל, פירמה א' מעלה את רמת ההשקעה שלה בפירמה ד', אזי תמיד לא יהא כל שינוי בתמריצייה של פירמה ד'. האינטואיציה לתוצאה זו היא שכאשר מוגדלת ההשקעה בפירמה ד', הן הרווחים מקרטל של פירמה ד' והן הרווחים של פירמה ד' מסטייה מקרטל גדלים באותה מידה. המשמעות של תוצאה זו היא שאם הפירמה שבה בוצעה ההשקעה היא מחולל התחרות בשוק הנדון, רמת ההשקעה הפסיבית של פירמות מתחרות במחולל התחרות כלל לא משפיעה על קרטלים בשוק. זוהי תוצאה מעניינת, בפרט לאור העובדה שהשתלטות על הפעילות של מחולל תחרות היא, כאמור, חשודה במיוחד בפגיעתה המסתברת בתחרות על ידי כך שהיא מקלה על קרטלים בשוק. זאת בעוד – כאמור לעיל – שהשקעה פסיבית ברמה כלשהי במחולל תחרות איננה יכולה להקל על קרטלים כלל.

המקרה השני שבו הגדלת השקעה פסיבית במתחרה, בשוק בו כמה מתחרים השקיעו זה בזה, איננה משפיעה על יציבות קרטלים הוא המקרה שבו פירמה שהועלתה רמת ההשקעה בה שייכת לתת-קבוצה של פירמות שהשקיעו רק זו בזו, ואילו הפירמה שהגדילה את השקעתה גמצאת מחוץ לקבוצה זו. נגית, למשל, כי בשוק מסוים פירמות א' ב' ו-ג' השקיעו רק זו בזו, ופירמות ד', ה' ו-ו' השקיעו בכל הפירמות האחרות. בשוק זה, אם פירמה ה' הגדילה את רמת ההשקעה שלה בפירמה ב', אזי התמריץ של פירמות א', ב' ו-ג' לסטות מקרטל לא משתנה. בהתאם, אם מחולל התחרות בשוק זה הוא פירמה א', ב' או ג', אזי הגדלת ההשקעה כלל לא משפיעה על קרטל. מאידך גיסא, אם בדוגמה זו מחולל

54 Gilo, Moshe & Spiegel, הערה 47 לעיל.

55 המחקר בודק את ההשפעה של העלאה רמת ההשקעה הפסיבית תחת ההנחה שהרמה הקיימת של השקעות פסיביות היא עובדה היסטורית שלא קוראים עליה תגר.

התחרות הוא דווקא פירמה ד', ה' או ו', אזי הגדלת ההשקעה מקלה על קרטל. האינטואיציה לתוצאה זו היא שהגדלת ההשקעה בפירמה א', ב' או ג' לא משפיעה על חלקן של פירמות אלה בפירמות אחרות וגם לא משפיעה על חלקן של פירמות אלה "בעצמן". זאת, משום שהן לא השקיעו במישרין או בעקיפין בפירמה שביצעה את הגדלת ההשקעה.

3. השקעה פסיבית על ידי בעלי שליטה

בישראל נפוץ המקרה שבו בעל שליטה בפירמה (כלומר: חברה או אדם השולטים בנעשה בפירמה) משקיע פסיבית במתחרה של הפירמה (להלן: "השקעה על ידי שליט"). כוונה, למשל, השקעתה של קבוצת בראון-פישמן – בעלת השליטה בעיתון גלובס – בידיעות אחרונות,⁵⁶ וכוונה השקעתה של חברת כנפיים, בעלת השליטה בארקיע, בחברת אל על.⁵⁷

כאשר בעל שליטה בפירמה משקיע במתחרה של הפירמה, ההשפעה האנטי-תחרותית עשויה להיות חזקה יותר ביחס למקרה שבו הפירמה עצמה משקיעה במתחרה. זאת, משום שבעל השליטה יכול לחזק את האפקט האנטי-תחרותי של השקעתו במתחרה על ידי דילול חלקו בפירמה שבה הוא שולט.⁵⁸ דילול כאמור גורם לו להעניק משקל רב יותר על חלקו בפירמה המתחרה. כפי שנייר העבודה הכלכלי הנזכר שלנו מראה,⁵⁹ מה שחשוב לצורך מידת הפגיעה בתחרות הוא היחס בין ההשקעה של השליט ביריב לבין ההחזקה של השליט בפירמה שלו. כך, למשל, אם לשליט מסוים יש 60% מהפירמה שבה הוא שולט, והוא משקיע ב-15% מחברה מתחרה – ההשקעה מפחיתה את התחרות כמו השקעה ישירה בין מתחרים בגובה 0.15/0.60, שהם 0.25 או 25%. הונה אומר: אם רשות ההגבלים העסקיים חוששת מהשקעה פסיבית של 25% בין מתחרים בשוק נתון, הרי כשמדובר בהשקעה על ידי שליט המחזיק ב-60% כאמור מהפירמה שלו, די בהשקעה של כ-15% בלבד כדי להצדיק חשש דומה בחומרתו. אילו החזיק השליט רק ב-50% מהחברה שבשליטתו האפקט היה מחמיר, והיה משול להשקעה ישירה בין מתחרים של 0.15/0.50 שהם 30%.

אמנם, שליט של חברה מקבל למעשה חלק גדול יותר ברווחי החברה מזה המיוחס להחזקתו הפורמלית, משום שלעתים קרובות הוא מצליח להפיק טובות הנאה על חשבון בעלי מניות המיעוט מתוקף היותו שליט. מאותה סיבה, החוקת המיעוט של השליט בחברה מתחרה, שבה שולט שליט אחר המפיק טובות הנאה

56 הערה 2 לעיל.

57 הערה 3 לעיל. לכנפיים 75% מארקיע והשאר בידי עובדי ארקיע.

58 להסבר מפורט על אודות אפקט זה ראו Gilo, הערה 12 לעיל, בעמ' 22-28.

59 Gilo, Moshe & Spiegel, הערה 47 לעיל.

כאלה, מייצגת ערך אמיתי הפחות, במידה מסוימת, מאחזו ההחזקה הפורמלי. מבחינה זו ניתן לטעון שיש הצדקה להמעיט במידה מסוימת את אחוז ההחזקה האפקטיבי נשוא הנוסחה הנ"ל.

כאשר בעל שליטה מתחשב באינטרסים האישיים שלו תוך כדי שליטתו בפירמה, או מתעלם מהרווחים המגיעים לבעלי מניות המיעוט בפירמה שבה הוא שולט, נהוג לכנות זאת "בעיית נציג", המהווה לעתים הפרה של חובת ההגיונות של בעל השליטה או הפרת אמון של נושא משרה (אם בעל השליטה הוא גם נושא משרה בפירמה), ומפחיתה את הערך של מניות המיעוט. הניתוח לעיל מראה ש"בעיית נציג" ספציפית זו עשויה להיות דווקא בעלת ערך הן לפירמה הנשלטת בכללותה והן לבעלי מניות המיעוט בה. הראינו לעיל שהעובדה שהשליט מתחשב בחלקו בפירמה המתחרה מאפשרת לפירמה שלו להתחייב להתחרות באגרסיביות פחותה – דבר שבדרך כלל משרת את האינטרסים של פירמה זו על ידי דבון יריביה להתחרות בעצמם באגרסיביות פחותה, העלאת המחירים והגדלת הרווחים.

לא רק שהתחשבות השליט בהחזקתו בפירמה היריבה משרתת את טובת הפירמה שבה הוא שולט, אלא שהתעלמותו של השליט מהרווחים הזורמים לבעלי מניות המיעוט בפירמה שלו רק משפרת עוד יותר את טובת הפירמה בשליטתו, לרבות את טובתם של בעלי מניות המיעוט בה. זאת, משום שרק אם השליט מתעלם מהרווחים של בעלי מניות המיעוט בפירמה שלו יחול האפקט הנוסף הנזכר, שלפיו דילול חלקו בפירמה מגביר עוד יותר את הפגיעה בתחרות. אילו במקום זאת היינו מניחים שהשליט משיא את הערך הכולל של הפירמה שלו – כולל הרווחים לבעלי מניות המיעוט בה – כי אז לדילול ההחזקה של השליט לא היה אפקט אנטי-תחרותי נוסף.

כפי שהבהרנו לעיל, בשווקים רבים תהא זו אסטרטגיה רווחית לפירמה להתחייב באופן אמין להתחרות באגרסיביות פחותה, משום שיש בהתחייבות כזו כדי לעודד את המתחרות להתחרות בעצמן באגרסיביות פחותה, באופן המעלה את רווחיהן של כלל הפירמות בשוק. זה ודאי יהיה המקרה כשפירמה יכולה להתחייב באופן אמין לא לסטות מקרטל באופן שיכול להקל על קרטל סמוי בשוק. גם אם לא שורר קרטל בשוק, עדיין במקרים רבים יהא זה מועיל לפירמה להתחייב לתחרות פחות אגרסיבית, מאחר שהתחייבות כזו מעודדת גם מתחרים אחרים להתחרות בעצמם באגרסיביות פחותה.⁶⁰

בהתאם, נניח ששליט מסוים שהשקיע בפירמה מתחרה גורם לפירמה שלו להתחרות באגרסיביות פחותה. יהא זה קשה לטעון נגדו שהוא נמצא בהפרה של חובת ההגיונות שלו כלפי הפירמה שבשליטתו, או שנושאי המשרה בפירמה שלו –

60 ראו הערה 25 לעיל והסקט הנלווה אליה.

עושי דברו – מפרים את חובת האמון שלהם. כפי שהודגש לעיל, התנהגות כזו מצידם עשויה דווקא להועיל לפירמה ולבעלי מניות המיעוט בה. בעלי מניות מיעוט אלו יתקשו להוכיח בבית המשפט שהתנהגותו הרכה של הפירמה. ראשית, כאמור לעיל, עצם ההתחייבות האמינה להתחרות באגרסיביות פחותה יכולה להעלות את רווחי הפירמה; שנית, במישור הפרקטי, השליט תמיד יוכל לסעון כי ההתנהגות בהנחייתו (כגון אי-הורדת מחירים או העלאת מחירים) כלל איננה נובעת מהאינטרסים של השליט ביד. הוא גם יוכל לסעון שהפירמה שבשליטתו מנוהלת דווקא באופן תחרותי, ושהורדת מחיר או השארת מחיר נמוך אינה אופטימלית בהינתן הביקוש בשוק והעלויות של הפירמה. בעלי מניות המיעוט בפירמה יתקשו להוכיח שלא כך הדבר. השאלה מהו "המחיר התחרותי" או ה"התנהגות התחרותית" לפירמה נתונה בזמן נתון תלויה במגוון פרמטרים מורכבים, העשויים להשתנות מדי יום ואינם ניתנים לאימות בבית המשפט. אם כך, כאשר בעל שליטה בפירמה משקיע בפירמה מתחרה, נוסף על אחוז החזקתו בפירמה המתחרה, מי שאוכף את דיני ההגבלים העסקיים צריך לבחון גם את אחוז החזקתו בפירמה שבה הוא שולט. ככל שהחזקתו של בעל השליטה בפירמה שבה הוא שולט קטנה, כך יגרום בעל השליטה לפירמה שבה הוא שולט להתחרות באגרסיביות פחותה. יתרה מזו: גם רמות השקעה נמוכות שמחזיק בעל שליטה בפירמה מתחרה עשויות לגרום להפחתה משמעותית בתחרות, אם בעל השליטה מדלל באופן משמעותי מספיק את החזקותיו ברווחי הפירמה שבשליטתו. כך, פירמות רבות בישראל נשלטות דרך מבנה "פירמידה", שבו משפחה מסוימת מחזיקה, למשל, ב-60% בחברת החזקות, שמצדה מחזיקה ב-60% מחברת החזקות שניה, שמצדה מחזיקה ב-60% בפירמה פלונית המתחרה בשוק מסוים. במצבים מעין אלה, למרות שאותה משפחה שולטת שליטה בלתי-מעוררת באותה פירמה פלונית – דרך שליטתה הבלתי-מעוררת בחברה הסבתא והחברה האם של פירמה פלונית – חלקה של המשפחה השלטת ברווחי פירמה פלונית הוא רק $21.6\% = 60\% \times 60\% \times 60\%$. אם משפחה זו גם משקיעה השקעה פסיבית במתחרה של אותה פירמה פלונית, די יהיה בהשקעה קטנה יחסית כדי לדרבן את המשפחה לנהל את פירמה פלונית בצורה מאוד לא תחרותית, משום שחלקה ברווחי פירמה פלונית קטנים, כך שהיא תעניק משקל יתר להחזקתה במתחרה.⁶¹ כפי שצינו לעיל, בקירוב ניתן לומר שכדי לקבל מושג על רמת ההשתתפות של השליט באינטרסים של הפירמה המתחרה יש לחלק את החזקתו במתחרה

61 ראו Gilo, הערה 12 לעיל, בעמ' 23-25 לגיתוח המתח בין תמריצים אלה של השליט לבין חובתו לנהל את החברה שבשליטתו לטובת אותה החברה.

בהחזקתו בפירמה שבה הוא שולט.⁶² על כן, למשל, אם המשפחה השולטת בקונצרנים נשוא הדוגמה לעיל משקיעה ב-10% בלבד מפירמה שמתחרה בפירמה פלונית, מהדוגמה לעיל, הדבר שקול להשקעה של פירמה פלונית עצמה ב-46.3% ממניות המתחרה – אחוז החזקה שהיה גורם לכל רשות הגבלים עסקיים לחשוש אף מבלי להבין לעומק את התובנות הקשורות בהשקעה פסיבית בין מתחרים. זאת, משום שאחוז ההחזקה של השליט ברווחי מתחרה (10%) חלקי אחוז ההחזקה של השליט ברווחי הפירמה שבשליטתו (21.6%) הם 46.3%.

ניתוח השקעה פסיבית על ידי בעל שליטה בפירמה מתחרה הוא אגלוגי לניתוח השקעה פסיבית על ידי מנהל בפירמה מתחרה. יתרה מזו: מכיוון שבמקרים רבים מנהל מחזיק באחוז קטן יחסית מהבעלות בפירמה שהוא מנהל, מדובר במקרה קיצוני של שליט שדילל את החזקתו בפירמה שהוא שולט – דבר המחמיר עוד יותר את האפקט האנטי-תחרותי של השקעת המנהל בפירמה מתחרה.⁶³

תוצאה נוספת של המחקר הכלכלי שנוכר לעיל⁶⁴ היא ששילוב של השקעה בין פירמות לבין עצמן עם השקעה על ידי שליטי הפירמות יכול להוביל לתוצאות מעניינות. כך, למשל, הראינו שאם פירמות א' וב' השקיעו זו בזו, ובנוסף השליט של פירמה א' השקיע בפירמה ב', אמנם – כפי שעולה מהניתוח שלעיל – השקעה כזו של השליט מקלה עוד יותר על קרטלים בשוק, אם פירמה ב' היא מחוללת התחרות. אולם, בהנחה ששליט פירמה ב' כבר השקיע בפירמה א', ולא קראו על השקעה זו תגר, אזי הגדלת ההשקעה של פירמה א' בפירמה ב' דווקא תקשה על קרטלים בשוק (ומבחינה זו היא תהא פרו-תחרותית). הסיבה היא שהגדלת ההשקעה של פירמה א' בפירמה ב' מעלה את ההחזקה העקיפה של פירמה ב' בעצמה, ובכך יש כדי להגדיל דה-פקטו את החזקתו של שליט פירמה ב' בפירמה שלו. כפי שראינו לעיל, הגדלת חלקו של שליט בפירמה שלו גורמת

62 ראו Gilo, Moshe & Spiegel, הערה 47 לעיל.

63 כמו כן, גם מרכיבים בחבילות של שכר-מנהלים, שהם בעלי זיקה לרווחי מתחרה או בעלי זיקה למצב השוק בכללותו, עשויים להיות אנטי-תחרותיים מסיבות דומות. להרחבה ראו Gilo, הערה 12 לעיל, בעמ' 25-28. למחקר אמפירי המראה קשר חיובי בין מרכיבי תגמול ארוכי-טווח לביצועי פירמות מתחרות ראו Rajesh K. Aggarwal & Andrew A. Samwick, "Executive Compensation, Strategic Competition, and Relative Performance. Evaluation: Theory and Evidence," 54 J. Fin. (1999). אמנם Aggarwal & Samwick עוסקים בהשפעה של הצלחת מתחרים על השכר הכולל של מנהלים, וקשה למצוא דוגמאות, בישראל או בעולם, של חוזי שכר הכוללים באופן מפורש רכיבים בעלי זיקה חיובית לביצועי מתחרה.

64 ראו Gilo, Moshe & Spiegel, הערה 47 לעיל.

לו להעניק משקל פחות להחזקתו בפירמה המתחרה באופן שמקשה על קרטלים בשוק.

ב. ניתוח משפטי והשלכות משפטיות

1. הסיווג המשפטי של השקעה פסיבית

הפסקאות הבאות יעסקו בסיווג המשפטי של השקעות פסיביות על פי דיני ההגבלים העסקיים הישראליים הקיימים ובסיווג המשפטי הראוי שלהן. השאלה העיקרית שתידון היא מתי, אם בכלל, תהווה השקעה פסיבית משום מיווג חברות, וככזו תסופל על ידי פרק ג' לחוק ההגבלים העסקיים, ומתי, אם בכלל, היא תהווה הסדר כובל שיטופל על ידי פרק ב' לחוק. זוהי שאלה חשובה, משום שהטיפול של חוק ההגבלים במיווגים ובחסדרים כובלים הוא שונה – הן מבחינה טכנית-פרוצדורלית והן מבחינה חומרית ההתערבות של דיני ההגבלים בעסקה.

(א) השקעה פסיבית כמיווג חברות

על פי סעיף 1 לחוק ההגבלים, מיווג כולל רכישה על ידי פירמה אחת של מניות פירמה אחרת, המקנה יותר מרבע מזכויות ההצבעה, הון המניות, הרווחים או הזכות למנות דירקטורים בפירמה האחרת.⁶⁵ אם כך, הדרך היחידה שהשקעות פסיביות במתחרים יהיו מיווגים לפי סעיף 1 לחוק היא כשאחוז ההחזקה ברווחי המתחרה עולה על 25%. אמנם הפסיקה פירשה את הגדרת מיווג לפי סעיף 1 לחוק כבלתי-ממצה,⁶⁶ אך האופן שבו השלימה הפסיקה את ה"חסר" בהגדרת מיווג לא עונה על החששות המובעים במאמר זה. נהפוך הוא: פסיקה זו קבעה שגם עסקה שאיננה נכנסת לגדר הגדרת מיווג לפי סעיף 1 תהווה מיווג אם פירמה

65 הסעיף מוסיף כי הרכישה "יכול שתהא במישרין או בעקיפין או באמצעות זכויות המוקנות בחוזה". ראו גם החלטות הממונה בעניין: רכישת מניות "נחשת" על ידי מר גרשון ולקניד (ההגבלים העסקיים – החלטות הממונה ופסקי דין, הוצאת ועד מחוז ת"א, כרך א' 113); מימוש אופציות למניות כור תעשיות בע"מ בידי קבוצת בנק הפועלים-קביעה ע"פ ס' 43 לחוק ההגבלים העסקיים, תשמ"ח-1988 (ההגבלים העסקיים – החלטות הממונה ופסקי דין, הוצאת ועד מחוז ת"א, כרך ג' 55).

66 ראו, למשל, ערר 2/94 (י"ם) תנובה מרכז שיתופי לשיווק ג' הממונה על ההגבלים העסקיים (ההגבלים העסקיים – החלטות הממונה ופסקי דין, הוצאת ועד מחוז ת"א, כרך ב' 159, 170, 171); ע"א 2247/95 הממונה על הגבלים עסקיים ג' תנובה מרכז שיתופי לשיווק תוצרת חקלאות בישראל בע"מ, פ"ד נב(5) 213.

רוכשת יכולת לכונן את פעילותה העסקית של פירמה אחרת.⁶⁷ הרחבה זו של הגדרת מיזוג איננה עונה כמובן על החששות המובעים ברשימה זו, הדנה בפגיעה בתחרות הכרוכה בהשקעה פסיבית, שאיננה מלווה כלל ביכולת של פירמה אחת – המשקיעה – לכונן את הפעילות של הפירמה השנייה, שבה בוצעה ההשקעה. מן האמור עולה שהאופן היחיד שבו השקעה פסיבית במתחרה תהווה מיזוג על פי חוק ההגבלים העסקיים, כפי שפורש, הוא אם אחוז ההשקעה במתחרה עלה על 25%. באחוז החזקה גבוה מעין זה המחוקק מכתיר את העסקה כ"מיזוג" לצורך החוק גם כשהחזקה היא פסיבית. זאת אנו למדים מסעיף 1 עצמו, הכולל גם השתתפות ביותר מ-25% מהרווחים או בהון המניות של פירמה אחרת כמיזוג – גם אם היא לא מלווה בזכות למינוי דירקטורים או בזכויות הצבעה באסיפה הכללית.

אם כך, אם קיווינו לטפל בחששות לפגיעה בתחרות המובעים במאמר זה באמצעות הוראות חוק ההגבלים העסקיים במיזוגים, צפויה לנו אכזבה. זאת משום שהשקעה פסיבית בין מתחרים, בשוק שבו קיימות מעט פירמות משמעותיות, אינה צריכה לעלות על 25% כדי שתלווה בהשפעות התחרותיות השליליות שנדונו לעיל.

יתרה מזו: החוק איננו ערוך לתת ביטוי לחששות המיוחדים העולים מהשקעה פסיבית על ידי שליט. כך, למשל, כפי שדאינו, אם שליט מחזיק בפירמה שלו 60%, הרי שהשקעה של 20% על ידו בפירמה המתחרה בחברה שבשליטתו משולה להשקעה בין מתחרים בגובה 0.2/0.6, שהיא 30%. אם כך, מבחינת האפקט האנטי-תחרותי, ההשקעה עברה את סף ה-25%, אולם מכיוון שהמבחן של סעיף 1 הוא פורמלי-מספרי ולא מהותי, עדיין תיחשב ההשקעה כפי הנראה כהשקעה הפותחת מ-25% ולא תיחשב כמיזוג.

(ב) השקעה פסיבית כהסדר כובל

נקודת המוצא לניתוח שלהלן היא שכל עסקה שאיננה מיזוג לצורך פרק ג' לחוק ההגבלים (העוסק במיזוגים) חשופה אוטומטית לטענה כי היא הסדר כובל, הנידון בפרק ב' לחוק. מבחינה זו, הגדרת הסדר כובל היא שיוויונית. ככלות הכול, מבחינה טכנית כל מיזוג הוא גם "הסדר בין בני אדם המנהלים עסקים העלול לפגוע בתחרות..." כהגדרתו של הסדר כובל לפי סעיף 2(א) לחוק – אלא שהמחוקק קבע שהסדרים הנכנסים לגדר הגדרת מיזוג יידונו בנפרד, בפרק ג'.

67 ראו, למשל, החלטות הממונה בעניין: רכש מניות בנק ברקליס-דיסקונט בע"מ על ידי בנק דיסקונט לישראל בע"מ (ההגבלים העסקיים-החלטות הממונה ופסקי דין, הוצאת ועד מחוז ת"א, כרך א' 123); ובעניין מיזוג החברות גרלן בע"מ ו-א.ב. אלקטרוניקה בע"מ (ההגבלים העסקיים – החלטות הממונה ופסקי דין, הוצאת ועד מחוז ת"א, כרך א' 196).

לחוק. מטרת המחוקק בכך הייתה להביע את דעתו כי מיוזגים הם תופעה ייחודית, שהיא באופן עקרוני יעילה יותר מהסדרים שאינם מיוזגים.⁶⁸ אכן, מבחינות רבות, הטיפול של החוק במיוזגים מקל יותר עם הפירמות מטיפולו בהסדרים כובלים (אלא אם מדובר בהסדרים הנהנים מפטור "אוטומטי" כלשהו, כגון סעיף 3 לחוק, שההסדרים הנכנסים לגדרם לא ייחשבו לכובלים, כגון הסדרים הנהנים מאחד מפטורי הסוג, וכגון הסדרים שכלל לא ייחשבו ככובלים עקב אי-פגיעתם בתחרות).⁶⁹ בהתאם, כל הסדר שאיננו נכנס להגדרת מיוזג איננו ראוי לאותו טיפול מקל של פרק המיוזגים אלא לטיפול הנוקשה יותר בהסדרים כובלים, המצוי בפרק ב'.

הסדר כובל מוגדר כאמור בסעיף 2 לחוק ההגבלים העסקיים, שזו לשונו:

2. (א) הסדר כובל הוא הסדר הנעשה בין בני אדם המנהלים עסקים, לפיו אחד הצדדים לפחות מגביל עצמו באופן העלול למנוע או להפחית את התחרות בעסקים בינו לבין הצדדים האחרים להסדר, או חלק מהם, או בינו לבין אדם שאינו צד להסדר.
- (ב) מבלי לגרוע מכלליות האמור בסעיף קטן (א) יראו כהסדר כובל הסדר שבו הכבילה נוגעת לאחד העניינים הבאים:
 - (1) המחיר שיידרש, שיוצע או שישולם;
 - (2) הריווח שיופק;
 - (3) חלוקת השוק, כולו או חלקו, לפי מקום העיסוק או לפי האנשים או סוג האנשים שעמם יעסקו;
 - (4) כמות הנכסים או השירותים שבעסק, איכותם או סוגם.

סעיף קטן (א) מנוסח בצורה רחבה מאוד והוא אוסר על הסדרים המונעים או עלולים להפחית את התחרות, בעוד שסעיף קטן (ב) מונה ארבע חזקות חלוטות

68 ראו הערות לחקיקה - "דו"ח הוועדה למיוזגים וקונגלמרים", הפרקליט ל"ב 559 (תש"מ).
 69 ראו גילה - חוזים, הערה 32 לעיל, בהערה 226, שם מוסבר מדוע, מבחינות רבות, הטיפול במיוזגים מקל יותר מהטיפול בהסדרים. כך, למשל, מיוזג שאיננו מיוזג "גדול" דיו על פי המבחנים של נתחי שוק ומחזורי מכירות הנקובים בסעיף 17 לחוק הוא פטור לחלוטין מדיני ההגבלים העסקיים; מהירות התגובה של הממונה לבקשת מיוזג עקרונית גבוהה יותר ממהירות תגובתו לבקשת פטור להסדר כובל על פי סעיף 14; המבחן ההסתברותי לפגיעה בתחרות הנדרש כדי להסמיך את הממונה או את בית הדין להגבילים עסקיים לעצור את העסקה הוא מקל יותר עם הפירמות במקרה של מיוזגים מאשר במקרה של הסדרים (השוו את סעיף 21 לחוק אל מול סעיפים 14 ו-9 לחוק).

שבהתקיימן כלל אין צורך להראות, במקרה קונקרטי, פגיעה מסתברת בתחרות.⁷⁰ החזקה פסיבית של פירמה בפירמה מתחרה איננה כלולה במסגרת הכבילות המנויות בסעיף 2(ב). זהו מצב ראוי, משום שהכבילות המנויות בסעיף 2(ב) צריכות לכלול רק את אלה מהסוג החמור ביותר, שקשה להבין אותן שלא על רקע אנטי-תחרותי כגון תיאום מחירים מפורש בין מתחרים, חלוקת השוק בין מתחרים וכדומה. זאת, להבדיל מהחזקה פסיבית בפירמה מתחרה, שלמרות שהראינו בפסקה 1 לעיל שבמקרים מסוימים היא עלולה לפגוע בתחרות, קיימים מקרים רבים אחרים שבהם היא איננה פוגעת בפגיעה של ממש בתחרות, וזאת למשל כשקיימים בשוק הרלבנטי מתחרים משמעותיים רבים שאינם מעורבים בהשקעות מעין אלה, או כשההשקעה היא בשיעור נמוך דיו. משום כך, אם השקעה פסיבית במתחרה תידון כהסדר כובל, יהא מדובר בהסדר כובל לפי סעיף 2(א) לחוק, הדורש פגיעה מסתברת בתחרות.

ה"הסדר" כאן הוא, כמובן, בין הפירמה המשקיעה לבין מי שמכר לה את החזקה במתחרה, יהא זה המתחרה עצמו, שהנפיק לה מניות או לקח ממנה הלוואה, בעל מניות מיעוט במתחרה (או הציבור המחזיק במניות המתחרה) שמכר את מניותיו, או השליט של המתחרה, שמכר לפירמה מתחרה חלק מהחזקתו. בהתאם, במקרים מסוימים עשויה להתעורר השאלה אם מתקיימת דרישת סעיף 2(א) לחוק ההגבלים, שלפיה שני הצדדים להסדר צריכים "לנהל עסקים" כדי שההסדר יוכל להיחשב כובל. השאלה מתעוררת במלוא חריפותה כשמוכר המניות הוא משקיע פסיבי, או במקרה הקיצוני – הציבור הרחב, שמניותיו נרכשו על ידי המתחרה בשוק ההון. ניתן לכאורה לטעון שמוכרים מעין אלה אינם "מנהלים עסקים" ושמשום כך לא מתקיים תנאי הסף הנ"ל לראות את ההסדר ככובל, אולם הדרישה ל"ניהול עסקים" על ידי שני הצדדים להסדר פורשה בפסיקה ובצדק באופן רחב.⁷¹ בהתאם, לדעתי, מי שמוכר את המניות צריך להיתפס כמי שמנהל עסקים, גם אם כל "עסקיו" הם החזקתו בפירמה מסוימת ומכירת החזקה זו או חלקה לפירמה אחרת.

יסוד נוסף בסעיף 2(א) שראוי לציון בענייננו הוא יסוד ה"כבילה". על פי לשון סעיף 2(א), כדי שהסדר יהא כובל אחד הצדדים להסדר צריך "להגביל עצמו". ניתן לכאורה לטעון כי השקעה פסיבית של פירמה במתחרה שלה איננה "מגבילה" אף אחת מהן: הפירמה שבה בוצעה ההשקעה לא מגבילה עצמה משום שההשקעה היא פסיבית, וככזו איננה מקנה לפירמה המשקיעה יכולת להגביל בדרך כלשהי את פעילות הפירמה בה בוצעה ההשקעה; אשר לפירמה המשקיעה, לכאורה ניתן לטעון כי עצם ההשקעה במתחרה איננו מגבילה מפורשות את חופש

70 ראו גילה – תנאים, שם, בעמ' 642, והאסמכתאות המובאות שם.

71 ראו שם, בהערת שוליים 39.

פעולתה של הפירמה המשקיעה. עם זאת, את יסוד ה"כבילה" המצוי בסעיף 2(א) לחוק יש לפרש באופן תכליתי יותר ודווקא פחות. ברגע שהסדר מפחית את התמריצים של פירמה להתחרות הוא כולל את אלמנט הכבילה הנדרש, גם אם הוא אינו כופה עליה מפורשות להתחרות פחות. קיימים לפחות שני סוגים של הלכות הממחישות כיצד גישה תכליתית זו שולטת על פרשנותו של סעיף 2(א) לחוק.

ראשית, ראוי לציון ההלכה שלפיה הסדר הכולל תמרוץ כלכלי להתנהגות מסוימת – כגון מתן בלעדיות לספק או ללקוח – עשוי להיות הסדר כובל הנידון באופן אנלוגי להסדר הכופה מפורשות התנהגות זו. כך, למשל, בהחלטת בית הדין להגבלים עסקיים בעניין ידיעות אחרונות נקבע כי אם ספק ניתן למפיץ שלו תמריצים כלכליים שמעודדים את המפיץ לרכוש רק ממנו, הגם שהמפיץ איננו כבול מפורשות לכך, הדבר אנלוגי מבחינת תחולת דיני ההגבלים העסקיים להסדר מפורש המחייב את המפיץ לרכוש רק מן הספק.⁷² גם בפטורי הסוג ניתן למצוא ביטוי לאותה גישה תכליתית. כך, למשל, בכללי ההגבלים העסקיים (פטור סוג להסכמי רכישה בלעדית), התשס"א-2001, פטור הסוג שניתן בהם להסדרי רכישה בלעדית מסויג בין היתר בכך שבין הצדדים להסדר קיימים הסכמים מסויגים שונים כגון הכתבת מחירים. סעיף 3(4)(ד) לפטור הסוג מבחיר כי אותו סייג חל גם כשקיים "כל הסכם אחר שתוצאתו שוות ערך להסכמים כאמור...".

כלל נוסף המושרש בדיני ההגבלים העסקיים הישראליים הוא שגם המלצה בין מתחרים להתנהגות מסוימת מהווה הסדר כובל. כך, למשל, סעיף 5 לחוק ההגבלים קובע במפורש כי גם המלצה (שאינה מתיימרת להיות מחייבת ואינה מלווה באמצעי אכיפה כלשהם) של איגוד עסקי לחבריו לפעול בדרך מסוימת, העלולה לפגוע בתחרות, מהווה הסדר כובל. גם כאן לכאורה נעדר אלמנט ה"כבילה"; עם זאת, נהיר שחוק ההגבלים איננו לוקח את מושג ה"כבילה" באופן ליטרלי אלא חותר אל התכלית של שימור התחרות – גם על ידי מניעת הסדרים מומלצים גרידא בין מתחרים העלולים לפגוע למרות זאת בתחרות.

סעיף 2(א) לחוק פורש בעבר באופן "מילולי" ולא תכליתי. לפי פירוש מילולי זה של הסעיף, כל עוד קיימת פגיעה בתחרות בין הצדדים לבין עצמם יהא מדובר בהסדר כובל לפי סעיף 2(א), וזאת בלי קשר לשאלה אם אכן נפגעה התחרות בענף הרלבנטי. גישה "מילולית" זו נובעת מלשון הסעיף, המכתימה בהסדר כובל הסדר "לפיו אחד הצדדים ... מגביל עצמו באופן העלול למנוע או להפחית את

72 בקשה 18/96 (ה"ע, י"ם) הממונה על ההגבלים העסקיים ב' ידיעות אחרונות בע"מ (12.9.1996), פסקה 3 להחלטה. הדיון בעניין ידיעות אחרונות נסב על הפיקוח על בעל מונופולין, אולם האנלוגיה התכליתית האמורה יפה גם לעניין הסדרים כובלים.

התחרות בעסקים בינו לבין הצדדים האחרים להסדר" (ההדגשה הוספה). על פי פרשנות "מילולית" זו, למשל, דוכן משותף של שתי חנויות נעליים, מתוך 100 חנויות כאלה באזור מסוים, מהווה הסדר כובל משום שחנויות הנעליים נשוא הדוכן המשותף מפסיקות להתחרות ביניהן לעניין הקמת הדוכן (לכל הפחות הן יפסיקו להתחרות, למשל, לעניין עיצוב הדוכן). זאת, למרות שברור בדוגמה זו שלא נפגעה התחרות בענף הרלבנטי, משום שקיומן של 98 החנויות המתחרות באזור מרסן כל אפשרות לפגיעה בתחרות בהקמת הדוכן המשותף.⁷³ החשש הוא שהשקעה פסיבית על ידי מתחרה אחד במתחרה אחר תיכנס לגדר הפרשנות המילולית האמורה של הסעיף, שהרי מצינו שהשקעה כזו מפחיתה את התמריצים של הפירמה המשקיעה להתחרות באגרסיביות – ובמסקנה זו מתבקשת לכאורה גם כשבשוק הרלבנטי פועלות פירמות משמעותיות רבות, שקיומן מונע את הפגיעה בתחרות בענף. זוהי דוגמה נוספת הממחישה את האנומליה שבפרשנות המילולית הנ"ל, שאת ביקורתי עליה מתחתי במקום אחר.⁷⁴

כללי ההגבלים העסקיים (פטור סוג להסכמים שפגיעתם בתחרות קלת ערך), התשס"א-2001 מביעים במפורש את החשש מהחזקות בין מתחרים בסעיף 3 לפטור, הקובע בין היתר חוקה כי הסכם לרכישה של זכות בתאגיד מתחרה פוגע בתחרות פגיעה שאיננה קלת-ערך, וזאת אף כשנתה השוק המצרפי של הצדדים קטן מ-10%. "זכות בתאגיד מתחרה" מוגדרת בכללי ההגבלים העסקיים (הוראות והגדרות כלליות), התשס"א-2001 ככוללת, בין היתר, רכישה של בעלות במניה, זכות להחזיקה או להורות על מכירתה, וזכות להשתתף ברווחי התאגיד או לחלוק ביתרת נכסיו לאחר סילוק חובותיו בעת פירוקו. מכאן, שגם השקעה פסיבית בפירמה מתחרה מהווה רכישה זכות בתאגיד מתחרה בלי קשר לשיעור ההחזקה. מכאן אנו למדים, ראשית, כי לדעת הממונה שכתב את פטור הסוג, השקעה פסיבית אכן עשויה להיות הסדר כובל – שהרי אחרת לא היה טעם לקבוע חוקה לאי-תחולת פטור הסוג להסדרים שפגיעתם בתחרות קלת-ערך על השקעה פסיבית. שנית, קיים כאן אימוץ נדיר יחסית בחדותו מצד רשות ההגבלים העסקיים לחששות התחרותיים הנובעים מהשקעה פסיבית.

ניתן אף לומר שדרך הטיפול של סעיף 3 הנ"ל לפטור הסוג בחששות התחרותיים הללו היא מרחיקת-לכת, שהרי הניתוח הכלכלי בפסקה 1 לעיל ממחיש כי הפגיעה בתחרות בהשקעות פסיביות קיימת רק כשבשוק קיים מספר קטן של מתחרים משמעותיים, ורק אם אחוז ההחזקה משמעותי מספיק. זאת, בעוד שהחוקה (הניתנת לסתירה) לאי-תחולת פטור הסוג חלה גם בשווקים

73 להרחבה בקשר לפרשנות מילולית זו של הסעיף ראו גילה – חתים, הערה 32 לעיל, בפסקה 30.10.

74 ראו שם.

תחרותיים ביותר, שבהם קיים מספר רב של שחקנים משמעותיים, גם כשנתחי השוק המצרפיים של הצדדים המעורבים בהשקעה קטנים מ-10%, ולכל רמה – ולו מזערית – של החזקה.

(ג) הסיווג הראוי של השקעה פסיבית

ראינו כי על פי הסיווגים המקובלים בפסיקה אודות מיוזגים, השקעות פסיביות העולות על החזקה של 25% בפירמה שבה בוצעה ההשקעה מהוות מיוזג, ואילו השקעות פסיביות המקנות החזקה של מתחת ל-25% בפירמה שבה בוצעה ההשקעה עשויות להוות הסדר כובל. זוהי, כמובן, תוצאה אנומלית אם מתחשבים בעובדה שצוינה לעיל שחוק ההגבלים מטפל במיוזגים ביד קלה יותר מזו שהוא נוקט כלפי הסדרים העלולים לפגוע בתחרות ואינם נהנים מפטור אוטומטי. אין היגיון בכך שכאשר אחוז ההחזקה עולה מעבר לסף ה-25% ייחפך הטיפול בהשקעה הפסיבית באופן פתאומי למקל יותר, עקב סיווג העסקה כמיוזג להבדיל מהסדר כובל.

קיימים שני פתרונות אפשריים לאנומליה. האחד הוא הרחבת הגדרת מיוזג גם להשקעות פסיביות הפוחתות מ-25%. פתרון זה הוא אפשרי אף היום, לאור האופי הבלתי-ממצה של הגדרת מיוזג בסעיף 1 לחוק באופן המאפשר לפסיקה להרחיב את הגדרת מיוזג כפי שהיא רואה לנכון.⁷⁵ זוהי גם הגישה של דיני ההגבלים העסקיים בארצות-הברית, הרואים מיוזג ככולל כל רכישה של מניות, בלי קשר לאחוז המניות הנרכש.⁷⁶ הבעייתיות בפתרון זה נעוצה בכך שהוא מאפשר טיפול בעל אופי מקל יותר, הנהוג במיוזגים המערבים שליטה משותפת של פירמות, גם להתזקות פסיביות. זה המקום לתהות על קנקנה של ההבחנה בין מיוזגים להסדרים כובלים. הדעת נותנת שהטיפול המקל יותר שייחד המחוקק למיוזגים, והעובדה שמיוזגים נתפסו על ידו כסומנים בחיובם יתרונות חברתיים אינהרנטיים, נבע דווקא מאלמנט השליטה המשותפת המאפיין את רוב המיוזגים. במקרים מסוימים, שליטה משותפת, לצד הפוטנציאל הברור שלה לפגיעה בתחרות, היא שמאפשרת ניצול של יתרונות חברתיים כגון יתרונות לגודל בייצור. יתרון לגודל בייצור, המוגדר כהקטנה של עלויות הייצור כשהיקף הפעילות גדל, יכול להיות מושג רק כשקיים אלמנט של שליטה משותפת בין פירמות המאחדות משאבים וכוחות ופועלות במשותף. השקעה פסיבית איננה יכולה להשיג יתרונות מעין אלה, שהרי מעצם הגדרתה היא איננה מאפשרת שליטה משותפת, אלא שתחתיה

75 ראו ערר תנובה, הערה 66 לעיל, בעמ' 164.

76 ראו סעיף 7 של ה-Clayton Act, חיקוק המיוזגים האמריקני, האוסר על: "acquisitions of the whole or any part of the stock" or "the whole or any part of the assets" of another firm where "the effect of such acquisition may be substantially to lessen competition ...". (15 U.S.C. 18 (1994)).

כל אחת מן הפירמות המעורבות תנוהל עצמאית. ההשפעה היחידה של השקעה פסיבית היא על התמריצים של הפירמות המעורבות – ובפרט על אלה של הפירמה המשקיעה – להתחרות בשוק. מבחינה זו ראוי יותר לסווג השקעות פסיביות דווקא כהסדר הראוי לטיפול המחמיר יותר של הפרק הדן בהסדרים כובלים, ולא כמיוזג.

מכאן, שמבחינה תכליתית עדיף היה פתרון שונה לאנומליה שלפיה השקעה פסיבית נצפית כמיוזג רק כשהיא עוברת את סף ה-25% שינוי הגדרת מיוזג בסעיף 1 לחוק באופן שמיוזג לפי סעיף 1 יכול רק רכישות העשויות להביא להשפעה על עסקי הפירמה שבה בוצעה ההשקעה, דרך זכויות הצבעה באסיפה הכללית שלה, מינוי דירקטורים שלה וכדומה. באופן זה, השקעה שהיא פסיבית לחלוטין, בלי קשר לאחוז ההחזקה שהיא מניבה, תידון במסגרת הפרק של הסדרים כובלים. בניתוח לפי פרק ההסדרים הכובלים, ככל שאחוז ההחזקה יהא גבוה יותר תגבר פגיעתה המסתברת בתחרות. הבעיה בגישה זו היא, כמובן, שהיא מצריכה שינוי של החוק. כל עוד לא ישונה החוק ברוח זו עדיפה הגישה הקודמת, הרואה את כל ההשקעות הפסיביות כמיוזגים, על גישת כלאיים הרואה בהשקעות פסיביות מתחת ל-25% כהסדרים ובהשקעות פסיביות מעל סף זה כמיוזגים.⁷⁷ גישה מעין זו גם תתגבר על הקושי הפרשני הנוכחי, שיתעורר לעתים במישור ההסדרים הכובלים – שלפיו יש לראות גם את מוכר המניות (גם אם הוא בעל מניות פסיבי או בעל מניות מן הציבור) כמי ש"מנהל עסקים" לצורך הגדרת ההשקעה הפסיבית כהסדר.

2. עמדת הפסיקה ביחס להשקעות פסיביות בין מתחרים

בפרשות ספורות שהגיעו לפתחה של רשות ההגבלים העסקיים הכירה הרשות, ולו חלקית, בסכנה הנובעת מהשקעה פסיבית בין מתחרים, אולם ברוב המקרים היא בחרה לטפל בהן באמצעות פרק המיוזגים לחוק, על רף ה-25% – הליברלי מדי עם הפירמות – הקבוע בו. לדעתי, התוצאה היא שקיים חשש כי השקעות פסיביות בין מתחרים, בשווקים בהם פועלים מעט מתחרים משמעותיים, מקבלות בפועל יחס מקל מדי בדיני ההגבלים העסקיים הישראליים.

⁷⁷ בפועל תיתכן השקעה שאכן מקנה לפירמה המשקיעה השפעה מסוימת על עסקי הפירמה בה בוצעה ההשקעה. השקעה זו תיראה כמיוזג על פי הפסיקה, עקב היכולת לכוון את פעילות אותה הפירמה. עם זאת, צפויים להיות בהשקעה, במקרה מתאים, אפקטים של פגיעה בתחרות הנובעים מתמריצי הפירמה המשקיעה הנדונים כאן. אפקטים אלה יכולים להידון במסגרת שיקוליו של הממונה, אם יש חובה להודיע לו על המיוזג בנסיבות הנקובות בסעיף 17 לחוק ההגבלים, כשהוא מחליט אם לאשר את המיוזג.

כך, למשל, בפרשת בראון-פישמן נידונה הגדלת ההחזקה של בראון ושל פישמן בחברת ידיעות אחרונות בע"מ, המוציאה לאור את עיתון ידיעות אחרונות. בראון-פישמן היא חברת החזקות הנשלטת על ידי מר אליעזר פישמן וגב' עדנה בראון. לפישמן ובראון יש גם שליטה בחברת מוניטין עיתונות בע"מ, השולטת ביומון הכלכלי "גלובס". נוסף על כך, לבראון-פישמן, עוד לפני הגדלת ההחזקה האמורה, הייתה החזקה בידיעות אחרונות שהקנתה לה את הכוח למנות 12.5% מכוח ההצבעה בדירקטוריון. מאוחר יותר הודיעו בראון ופישמן על כוונתם לרכוש, כל אחד בנפרד, חלק ממניותיו של עודד מוזס בידיעות אחרונות, כך שיחזיקו בראון ופישמן יחזיקו במניות המקנות להם יותר מ-25% מרווחי ידיעות אחרונות, תוך השארת כוח ההצבעה של חברת בראון-פישמן בדירקטוריון ידיעות כפי שהיה לפני כן. חלק הארי של זכויות ההצבעה, הן באסיפה הכללית והן בדירקטוריון ידיעות אחרונות, מסור למשפחת מוזס.

הממונה התנגד לצעד זה ודרש מבראון ופישמן למכור חלק ממניותיהם בעיתון ידיעות אחרונות כך שההחזקות של בראון ושל פישמן גם יחד ברווחי ידיעות אחרונות לא יעברו את רף ה-25%⁷⁸ על רקע זה הגיעה רשות הגבלים העסקיים להסדר עם בראון-פישמן, שלפיו ימכרו המניות העודפות מעבר לרף ה-25% לצד שלישי בלתי-תלוי, ושעז מכירתן – תוך פרק זמן שנותר חסוי בהחלטה אבל הוגדר בפסק דין של בית הדין להגבלים עסקיים בערר כ"תקופה ארוכה"⁷⁹ – תימנע בראון-פישמן מלמנות מטעמה נושא משרה בדירקטוריון ידיעות אחרונות או להשתתף בישיבות הדירקטוריון של ידיעות אחרונות, למעט בהחלטות הסעודות אישור לפי סעיף 270 לחוק החברות, הדין באישור עסקאות עם בעלי עניין.

הבעיה, מבחינת יישום הביתוח של מאמר זה על המקרה הגדון, היא שההכרעות שניתנו בעניין זה אינן נותנות משקל לאפקט האנטי-חרוטי האפשרי של השתתפות בראון ופישמן, השולטים בגלובס, ב-25% מרווחי ידיעות אחרונות. נקודת המוצא של הממונה בהחלטתו, שאומצה גם על ידי בית הדין בדיונו בערר על החלטת הממונה,⁸⁰ היא שגלובס וידיעות אחרונות מתחרות זו בזו בשוק אספקת המידע הכלכלי בעיתונים היומיים בשפה העברית ובשוק התשומות של כתבים כלכליים. כפי שהדגיש הממונה בהחלטתו, אלה הם שווקים ריכוזיים שבהם פועל מספר מצומצם של שחקנים משמעותיים. עוד הדגיש הממונה כיצד הריכוזיות בשווקים אלה רק עולה עם הזמן:⁸¹ הוא הדגיש את חסמי הכניסה

78 ראו בימוקי התנגדות למיזוג בין בראון פישמן תקשורת בע"מ לבין ידיעות אחרונות בע"מ, הערה 2 לעיל.

79 ראו ה"ע 8002/03 (בש"א 916/03) הממונה על הגבלים עסקיים נ' בראון-פישמן תקשורת בע"מ (לא פורסם, 13.01.2004), בסעיף 18.

80 ראו שם.

81 ראו שם, בפסקה 4.1.

התמירים לשווקים אלה,⁸² וכן את הפרטיות האנטי-תחרותית שהסתמנו בשווקים אלה, לרבות תיאום בין מתחרים, קשרים פיננסיים בין המתחרים ודחיקת מתחרים חדשים.⁸³ בהחלטתו ניתח הממונה את ההשפעות האנטי-תחרותיות של השקעה פסיבית בשווקים כגון אלה, והדגיש את השפעת ההשקעה על תמריצי המשקיע להתחרות ואת העובדה שיש בכך גם כדי לדרבן את המתחרים של המשקיע להתחרות באופן פחות אגרסיבי בעצמם.

אולם, הממונה נמנע מלהתערב בהחלטה זו בהשקעה פסיבית של בראון ופישמן בידיעות שאיננה עולה על 25%. זוהי החזקה משמעותית, וראוי שדיני ההגבלים העסקיים יחולו גם עליה – אם על ידי הרחבת ההגדרה המהותית של מיוזג ואם דרך דיני ההסדרים הכובלים, כאמור בפרקים ב.1(א) וב.1(ב) לעיל.

למעשה, האפקט האנטי-תחרותי הגלום בהחזקה של 25% מרווחי מתחרה בשוק ריכוזי ומועד לפורענות עשוי להיות חמור אף ממה שנראה על פני השטח. זאת, משום שההשקעה של בראון ושל פישמן בידיעות היא בגדר השקעה על ידי שליטים. הניתוח של השקעה פסיבית על ידי שליטים, המפורט בפרק א.3 לעיל, מראה כי ככל שחלקם של בראון ושל פישמן ברווחי גלובס – העיתון שבשליטתם – קטן יותר, כך בראון ופישמן יעניקו יותר משקל להחזקתם האמורה בידיעות אחרונות, וכך התחייבותם לנהל את גלובס כמתחרה אגרסיבית פחות בשווקים אלה תגדל. יישום ניתוח זה על המקרה הנדון הוא מעניין במיוחד. כך, אם נסתכל על התמריצים של פישמן לחוד ועל התמריצים של בראון לחוד, כל אחד מהם בעל יכולת לשלוט על פעילות גלובס דרך האורגנים של גלובס, ועל כן החזקתו של כל אחד מהם בידיעות משליכה על תמריציו כשליט של גלובס. אשר לפישמן, נניח כי החזקתו הפסיבית בידיעות היא של 12.5% (בין באמצעות החזקה ישירה ובין באמצעות החזקה של 50% בבראון-פישמן, המחזיקה, מצידה, 25% בידיעות). כמצוות הניתוח הכלכלי בפרק א.3, הדנה בהחזקה פסיבית על ידי שליטים, יש לבחון עתה את החזקתו של פישמן בגלובס. לקבוצת פישמן 2/3 מחברת מוניטין עיתונות, שלה 100% בגלובס. על כן חלקו של פישמן ברווחי גלובס הוא 2/3. החזקה חלקית זו גורמת לפישמן להעניק משקל גבוה הרבה יותר לחלקו (12.5%) ברווחי ידיעות. בהתאם, כאשר האורגנים של גלובס אמורים להכריע לגבי מידת האגרסיביות של התחרות גלובס בשווקים הרלבנטיים, פישמן ייטה להפעיל את השפעתו לכיוון של תחרות פחות אגרסיבית. אשר לבראון, נניח שגם לה חלק עקיף או ישיר של 12.5% בידיעות. מנגד, חלקה במוניטין עיתונות הוא 1/3 בלבד, וחלקה של מוניטין עיתונות ברווחי גלובס הוא כאמור 100%. מכאן, שחלקה של בראון ברווחי גלובס הוא 1/3 בלבד. אם כך, באותן הברעות

82 ראו שם, בפסקה 4.2.

83 ראו שם, בפסקה 4.3.

של אורגני גלובס שבהן פישמן היה מעוניין בהתחרות פחות אגרסיבית, בראון תתמוך בהפחתת האגרסיביות בשתי ידיה, משום שחלקה ברווחי גלובס הוא של 1/3 בלבד - כך שהמשקל שהיא מעניקה לחלקה בידיעות הוא גדול אף מזה של פישמן. על פי הניתוח שלנו בפרק 3.א לעיל ניתן בקירוב לומר שהחזקות האמורה של פישמן בידיעות משולה להחזקה של 12.5% חלקי שני-שלישים, שהם 18.75%, ואילו החזקה של בראון בידיעות משולה ל-12.5% כפול שלוש, שהם 37.5%.

לחלופין, אם נביט על בראון ועל פישמן כגוף אחד - עקב האינטרסים הזהים שיש להם בידיעות, ועקב שיתוף הפעולה ארוך השנים שלהם תוך כדי השליטה בגלובס - נגיע לתוצאה דומה מבחינת האפקט של ההשקעה הפסיבית. חלקם ברווחי ידיעות, שהממונה מסכים לו בשתיקה, יהיה של 25%, והחזקתם בגלובס תהיה זהה להחזקה של מוניטין עיתונות בגלובס, שהיא 100% - כך שבראון-פישמן תעניק משקל קטן יותר להחזקה הפסיבית בידיעות מאשר בניתוח התמריצים של בראון ושל פישמן לחוד. מבחינה זו, האפקט האנטי-תחרותי של ההחזקה הפסיבית בידיעות דומה בגודלו בין אם נביט על בראון ועל פישמן לחוד ובין אם נביט על בראון ועל פישמן, בהקשר זה, כגוף אחד. אם מביטים עליהם לחוד אמנם ההחזקה הפסיבית של בראון או של פישמן בידיעות קטנה יותר, אך המשקל שבראון או פישמן מעניקים להחזקה פסיבית זו גדול יותר עקב החזקתם הקטנה יותר, כל אחד לחוד, בגלובס. במקרה השני, שבו מביטים עליהם כגוף אחד, ההחזקה הפסיבית של גוף זה בידיעות גדולה יותר, והמשקל שהמשקיע מעניק להשקעתו קטן יותר מבמקרה הקודם, עקב החזקתו הגדולה יותר בגלובס. כפי שמראה הניתוח בפרק ב.1(ב) לעיל, עסקה שאיננה מיזוג מהווה הסדר, וניתן על כן לתקופה כהסדר כובל אם היא עלולה לפגוע בתחרות. אם כך, אין זה ברור מדוע נקודת המוצא של הממונה ושל בית הדין בהחלטות הנ"ל היא שהחזקה של 25% על ידי בראון ופישמן ברווחי ידיעות אחרונות - מרגע שהגענו למסקנה שאיננה מהווה מיזוג - איננה כפופה לדיני ההסדרים הכובלים. ככלות הכול, כפי שהדגשנו לעיל,⁸⁴ כל עסקה אנטי-תחרותית שאיננה מיזוג היא פוטנציאלית בגדר הסדר כובל. דיני ההגבלים העסקיים הם "רציפים" בעניין זה; לא קיים "ריק" או "שטח הפקר" שבו עסקה אנטי-תחרותית לא תידון כמיזוג מחד גיסא, ומאידך גיסא תהא מנועה מלהידון כהסדר כובל.

תהיה נוספת נוגעת להוראות בהסדר שבין הממונה לבראון-פישמן המתנות את המשך החזקת המניות העודפות עד שאלה תימכרנה, בכך שבראון-פישמן תפסיק להשפיע על פעילותה של ידיעות באמצעות כוח ההצבעה שהיה לה עוד קודם לכן בדירקטוריון ידיעות (למעט בהחלטות על פי סעיף 270 לחוק החברות). אם

84 ראו דיון בפסקה 2.1.2.

נקודת המוצא היא שהגדלת השתתפות בראון ופישמן ברווחי ידיעות אחרונות כשלעצמה מקימה מיוזג, האפקט האנטי-תחרותי שהמיוזג יוצר הוא האפקט של השקעה פסיבית במתחרה, קרי: הפחתת תמריצי גלובס להתחרות באופן אגרסיבי בשווקים הרלבנטיים. מנגד, התנאי הנ"ל לאישור המיוזג איננו משליך כלל על האפקט האנטי-תחרותי האמור של ההשקעה הפסיבית שהוכתרה כמיוזג. השפעה זו כשלעצמה איננה תלויה ביכולת של בראון-פישמן להשפיע על ניהול ידיעות או בנגישות של בראון-פישמן למידע רגיש הנידון בדירקטוריון של ידיעות, אלא רק בתמריציהם לנהל את גלובס באופן פחות תחרותי.

תוצאה זו מעלה שתי בעיות. ראשית, האפקט האנטי-תחרותי של ההחזקה הפסיבית העודפת מצד שליטי גלובס, שמעל 25%, ברווחי ידיעות אחרונות, עשוי להיות משמעותי עד שהמניות העודפות תימכרנה, והתנאי שהתווה הממונה אין בו כדי להפחית בכהוא זה חששות אלה לפגיעתה של ההשקעה הפסיבית האמורה בתחרות. בפרט, החזקה משמעותית מעין זו של שליטי גלובס בידיעות עלולה לגרום לעליית מחירים בשווקים הרלבנטיים שבהם גלובס וידיעות מתחרות, לתנאים להיות תחרותיים פחות, ולקרטלים (לרבות קרטלים סמויים) להיות יציבים יותר. פסקה א.2 לעיל מלמדת כי האפקט האחרון – הקלה על יציבות קרטלים – היא חזק יותר במיוחד אם גלובס נחשבת כ"מחוללת תחרות"; כלומר: בעלת נטייה גדולה יותר לסטות מקרטלים בענפים אלה. למשל, תחת ההנחה שגלובס יעילה לפחות כמו מתחריה בשווקים הרלבנטיים מתד גיסא, ומאידך גיסא נתח השוק שלה קטן משלהם, סביר יהיה להסיק לכאורה כי גלובס היא אכן בעלת נטייה גדולה יותר ממתחרותיה לסטות מקרטלים.⁸⁵

שנית, ניתן לטעון כי אין זה ברור מנין שואב הממונה את הסמכות להתוות כתנאי להכשרת השקעה פסיבית – בתקופת הביניים עד שהמניות העודפות תימכרנה – שההשפעה שהייתה לבראון-פישמן לפני המיוזג על דירקטוריון ידיעות תנוטרל. הניתוח הכלכלי של פסקה א לעיל מראה כי החשש לפגיעה בתחרות בהשקעה פסיבית במתחרה שונה לחלוטין מהחשש לפגיעה בתחרות מיכולת השפעה של פירמה אחת על המתחרה. אין ביכולת ההשפעה של בראון-פישמן על פעילותה של ידיעות אחרונות, שמשפיעה על תמריציה של ידיעות אחרונות להתחרות, כדי להחמיר את הפגיעה בתחרות הכרוכה בהשקעה פסיבית של בראון ושל פישמן בידיעות אחרונות, המשפיעה ישירות רק על תמריצי של גלובס להתחרות. במילים אחרות: אין בנטרול יכולת ההשפעה של בראון-פישמן על ידיעות אחרונות כדי להפחית את החשש לפגיעה בתחרות הטמון בהשקעה הפסיבית של בראון ושל פישמן בה. אמת, הן ההשפעה על ידיעות אחרונות והן

85 ראו Gilo, הערה 12 לעיל, בעמ' 17. כמוכן, בדיקה אמיתית של סוגיות אלה ראויה לדיון מעמיק יותר, על בסיס העובדות הרלבנטיות שהיו בפני הממונה.

ההשקעה הפסיבית יכולות לפגוע בתחרות, אך אין בפגיעה האחת כדי ללבות את הפגיעה השנייה.

ניתן לטעון כי הממונה איננו מוסמך להתנות מיזוג בתנאים שאינם נחוצים כדי להפחית את הפגיעה בתחרות הטמונה באותו מיזוג. במקרה שלפנינו, ה"מיזוג" הוא ההשקעה הפסיבית של בראון ושל פישמן בידיעות אחרונות, שהעלתה אותם יחדיו להשתתפות הגדולה מ-25% ברווחי ידיעות. מנגד, התנאי לאישור המיזוג (עד שתימכרנה המניות העודפות) הוא נטרול ההשפעה שהיתה לבראון-פישמן על ידיעות אחרונות עוד לפני המיזוג, שאין בו כדי להפחית את הפגיעה בתחרות הטמונה במיזוג.

הטענה להיעדר סמכות של הממונה להתנות תנאי מעין זה למיזוג היווה את לב הערר שהגישה ידיעות אחרונות על החלטת הממונה הנ"ל. בית הדין להגבלים עסקיים דחה את הטענה:

אין דומה רכישת זכות לקבלת רווחי הפירמה (בשעור העולה על 25%) למי שאין בידו כוח הצבעה בדירקטוריון של הפירמה, לרכישת זכות כזו בידי מי שיש בידו כוח הצבעה כזה... לאור כך, אינני רואה כל פסול בכך שהממונה יתנה הסכמתו למיזוג שקם עקב רכישת זכות עודפת לרווחים בעיקור כוח ההצבעה של הרוכש בדירקטוריון הפירמה. תנאי זה אמנם לא יאיץ את המיזוג אך הוא עשוי לאיץ או להקלות את עוקצו מבחינת הפגיעה בתחרות.

כאמור לעיל, לדעתי הניתוח הכלכלי של השפעות השקעה פסיבית מראה כי אין הדבר כך. הפגיעה המסתברת בתחרות בהשקעה פסיבית זהה, בלי תלות בשאלה אם למשקיע גם יכולת להשפיע על הפירמה שבה בוצעה ההשקעה. מובן, שאם מדובר במיזוג שבו המשקיע רוכש הן זכות ברווחי פירמה אחרת והן השפעה על פעולותיה (ואכן, רוב המיזוגים הם כאלה), במיזוג עצמו טמונים שני הסוגים של פגיעה בתחרות: זה של היכולת להשפיע על מתחרה וזה של ההשקעה הפסיבית. או אז יהא לגיטימי, גם על פי הפרשנות הצרה האמורה של סמכות הממונה להתנות תנאים, להתנות את המיזוג בנטרול ההשפעה על המתחרה, תוך התחשבות בכך שהפגיעה הכוללת בתחרות תפחת, ותישאר בעינה הפגיעה בתחרות הטמונה בהשקעה הפסיבית. אמנם במקרה כזה יהיה צורך להראות שבמיזוג המוצע יתרונות חברתיים הגוברים על הפגיעה בתחרות הטמונה בהשקעה הפסיבית שתיוותר לאחר יישום התנאי הנ"ל, או כי החשש לפגיעה בתחרות בהשקעה הפסיבית הזו, לאור נתוני השוק, איננו די משמעותי. מכל מקום, ההבדל בין הדוגמה האחרונה לבין פרשת בראון-פישמן הוא שבפרשה זו כל כולו

של המיזוג הוא ההשקעה הפסיבית, בעוד שההשפעה של בראון-פישמן על ידיעות אחרונות הייתה קיימת גם לפני המיזוג.

ניתן, אמנם, לפרש את סמכות הממונה להתנות תנאים למיזוג באופן רחב יותר, שלפיו הממונה מוסמך להתנות מיזוג בתנאים היכולים לשפר את תחרותיות הענף או הענפים שבהם המיזוג עלול לפגוע בתחרות, וזאת גם אם אין בתנאים אלה כדי להפחית את הפגיעה המסתברת בתחרות הסמונה במיזוג עצמו.⁸⁶ על פי גישה פרשנית זו, בפרשת בראון-פישמן היה הממונה מוסמך להתנות את ההשקעה הפסיבית של בראון ושל פישמן בידיעות אחרונות בנטרול ההשפעה של בראון-פישמן על ידיעות אחרונות, משום שבנטרול השפעה זו יש כדי לתרום לתחרותיות באותם שווקים שבהם ההשקעה הפסיבית האמורה עלולה לפגוע בתחרות.⁸⁷

עם זאת, עדיפה בעיני הפרשנות הצרה יותר של סמכות הממונה להתנות תנאים, לפיה התנאים שהוא מוסמך להתנות הם רק כאלה שיכולים להפחית את הפגיעה בתחרות הגלומה במיזוג עצמו. ככלות הכול, סמכות הממונה לעצור מיזוג או להתנותו בתנאים קמה מהפגיעה בתחרות הכרוכה במיזוג עצמו. לדעתי אין הצדקה "להשתמש" במיזוג בתעשייה מסוימת כעוגן להרחבת הסמכויות הרגולטוריות של הממונה לכדי הסדרת התחרות בתעשייה בכללותה, גם מבחינת פרמטרים שאינם קשורים ישירות למיזוג שבפני הממונה. תהא זו התערבות

86 הרחבה מרחיקת-לכת עוד יותר של סמכות הממונה היא לפרש שהוא מוסמך להתנות מיזוג המשליך לרעה על ענף מסוים בתנאים האמורים לשפר תחרותיות בענפים אחרים. ניתן לטעון שכאלה היו התנאים לאישור המיזוג בין כור לקלארידג', שהגבילו, בין היתר, שיתופי פעולה בין כור לבין קונצרנים אחרים גם בענפים שעצם המיזוג בין כור וקלארידג' לא השפיע עליהם. ראו החלטה בדבר אישור מיזוג בתנאים: Columbus Capital Corporation מקבוצת קלארידג', כור תעשיית בע"מ, רשות ההגבלים העסקיים, פרטום 3001322 (1998). אולם, נראה כי פרשנות זו מרחיבה יתר על המידה את סמכות הממונה. ככלות הכול, הסמכות להתנגד למיזוג או להתנות אותו בתנאים מתעוררת עקב חשש סביר לפגיעה משמעותית בתחרות בענף מסוים. לפיכך, "ניצול" אישורו של המיזוג כדי "להשיג" תנאים המשפרים תחרותיות ענפים אחרים מאלה שהמיזוג משפיע עליהם תורג מתכלית סעיף 21 לחוק, המסמך את הממונה להתנגד למיזוג או להתנות אותו בתנאים.

87 באותה רוח פורסם לאחרונה כי הממונה הצהיר שהוא היה מוכן לאשר מיזוג בין ארקיע לאל על, או אפילו בינם לבין ישראיר, ובלבד שיבטלו שיתופי הפעולה בין אל על לבין חברות תעופה זרות. ראו הדס מנור, "שטרם יאשר המיזוג בין אל על לארקיע בתנאי שאל על תפסיק תיאום מחירי טיסות עם חברות זרות", גלובס 13.1.2004. גם תנאי זה מסתמך על הפרשנות הרחבה יותר של סמכות הממונה להתנות מיזוג בתנאים: ביטול שיתופי הפעולה בין חברות תעופה ישראליות לחברות זרות יתרום לתחרות באותם שווקים המושפעים לרעה ממיזוג בין החברות הישראליות, אך אין בו כדי להפחית את הפגיעה בתחרות הסמונה במיזוג זה עצמו.

מרחיקת-לכת בחופש העיסוק של הפירמות המעורבות במיזוג. יתרה מזו: בהרחבת סמכותו של הממונה להתנות תנאים יש כדי להרתיע פירמות מלהגיש הודעות מיזוג והן עלולות להעדיף שלא להתמזג או להתמזג ללא הודעה, תוך עבירה על החוק.

בית הדין נימק את גישתו, לפיה התניית המיזוג בנטרול השפעת בראון-פישמן על ידיעות אחרונות היא לגיטימית, באמצעות סמכותו של בית הדין לצוות על הפרדת חברות שהתמזגו שלא כדין, הקבועה בסעיף 25 לחוק ההגבלים. סעיף זה קובע כי:

- (א) ראה בית הדין, על פי פניה של הממונה, כי קיים חשש סביר כי כתוצאה ממזוג חברות, שנעשה בניגוד להוראות חוק זה, תיפגע באופן משמעותי התחרות באותו ענף או ייפגע הציבור כאמור בסעיף 21, רשאי הוא לצוות על הפרדתן של החברות שמוזגו.
- (ב) הפרדת החברות שמוזגו תהא בדרך של החזרת המצב לקדמותו או בדרך של העברת חלק מהמניות לגוף, לפי בחירתו, שאינו קשור להן, או הקמת פירמה נוספת אליה יועברו חלק מנכסי החברות או בכל דרך אחרת שתיראה לבית הדין...

עם כל הכבוד, גם כאן אני חולק על עמדת בית הדין. סמכות בית הדין להפרדה נוגעת אך ורק להפרדת המיזוג האסור, והמיזוג האסור במקרה של בראון-פישמן הוא ההשקעה הפסיבית. על כן, העסקה היחידה שבית הדין יכול לצוות על ביטולה הוא עסקת ההשקעה הפסיבית – ולא ההשקעה שהייתה קיימת קודם לכן לבראון-פישמן על ידיעות אחרונות.

פרשה נוספת שבה החששות המיוחדים מפני השקעה פסיבית על ידי שליט לא קיבלו ביטוי הוא אפסור ההחזקה של כלל ב-11% ממניות חברת הלויין DBS.⁸⁸ החזקה זו אופשרה למרות שא.ד.י.בי, ששולטת מצידה בכלל, שלטה בזמנו בעקיפין גם בתבל. תבל, כידוע, הייתה (בתחומים הבלעדיים נשואי הזכיון שלה) המתחרה היחידה של DBS בתחום הטלביזיה הרב-ערוצית. ההחזקה אושרה הודות להבטחות של חברת כלל ליצור "חומות סיניות" שימנעו השפעה של א.ד.י.בי. על פעילות DBS.⁸⁹ אולם, כמובן, החששות מהשקעה פסיבית לא קטנים גם כשהפירמה המשקיעה מבטיחה כי לא תשפיע על פעילות הפירמה בה בוצעה

88 "מי מנהל את המנהלים", גלובס 7.3.1999.

89 שם, וכן אפי לנדאו, "צפויים מגעים למיזוג בין קבוצות ה-DBS של בזק וכלל בעקבות פסילת הרכביהן", גלובס 21.12.1998.

ההשקעה. אמנם, משום שאי.די.בי פיתוח שלטה בכלל רק בעקיפין, חלקה של אי.די.בי פיתוח ב-DBS היה למעשה פחות מ-7.7%⁹⁰ עם זאת, יש לזכור שמדובר בהשקעה פסיבית על ידי שליט: אי.די.בי, ששלטה בעקיפין בתבל, השקיעה בעקיפין במתחרה של תבל. על כן, ככל שהחלק של אי.די.בי ברווחי תבל קטן יותר, כך תעניק אי.די.בי משקל גדול יותר להחזקתה (דרך כלל) ב-DBS. אכן, חלקה של אי.די.בי פיתוח בדסק"ש (שהיתה השליטה הישירה של תבל) היה 54.91% וחלקה של דסק"ש בתבל היה 48.92%⁹² על כן, חלקה של אי.די.בי פיתוח ברווחי תבל היה רק $54\% \times 48\% = 25.52\%$. בהתאם, משמעות ה-7% הללו שיש לאי.די.בי פיתוח ברווחי DBS, מבחינה תחרותית, הייתה גדולה פי כמה. בקירוב, מכיוון שכאמור לעיל מה שחשוב הוא היחס בין החזקת השליט במתחרה להחזקת השליט בחברה שבה הוא שולט, האפקט האנטי-תחרותי של 7% אלה דומה יותר לאפקט של השקעה ישירה של 7% חלקי 25%, שהם כ-28% של תבל ב-DBS.

אזכור נוסף מסוים לחשש כי השקעה במתחרה עלולה לפגוע בתחרות גם אם איננה מלווה בשליטה על אותו המתחרה מצוי בהחלטת הממונה בעניין ים תטיס.⁹³ פרשה זו עסקה בשותפות ים תטיס, שעסקה בחיפוש נפט וגז טבעי מול חופי מדינת ישראל. במיום זה ביקשו לחבור, בין היתר, שתי חברות מרכזיות בשוק האנרגיה בישראל, קבוצת דלק וקבוצת גרנית הכרמל, השולטת בחברת סוגול ישראל בע"מ. בפני הממונה היה הסדר לפיו גרנית הכרמל הייתה אמורה להחזיק 15% מהמזום, קבוצת דלק 45% ו-Samedan (תאגיד זר המתמחה בקידוחי נפט וגז טבעי) 40%. הממונה, בסרבו להעניק להסדר פטור מן הצורך לקבל את אישור בית הדין להסדר כובל, נימק את החלטתו בין היתר בכך שגז טבעי ומוצרי דלק מסורתיים עתידיים להיות מתחרים או מתחרים פוטנציאליים בשוק האנרגיה. לפיכך, החזקה של גרנית הכרמל בחלק משמעותי מרווחי שותפות

90 זאת, משום שאי.די.בי פיתוח החזיקה, מצידה, 63.6% מכלל, וכלל היא שהחזיקה 11% ב-DBS. כמו כן, כפי שצוין לעיל, חשובה השפעת התחרות על רווחי DBS יחסית להשפעתה על רווחי תבל – ולא רק אחוז ההחזקה עצמו. אם, בנסיבות העניין, תחרות אגרסיבית מצד תבל משפיעה משמעותית לטובה על רווחי תבל, ומשפיעה באופן לא משמעותי על רווחי DBS – השפעתה של ההשקעה קטנה יחסית.

91 אלי ציפורי, "נסיכי הניהול של הרקאנטים", גלובס 9.7.1998.

92 שי שלו, "הענק השקט", גלובס 6.7.2000.

93 החלטה בעניין אי-מתן פטור באישור הסדר כובל לפי סעיף 14 לחוק ההגבלים העסקיים, התשמ"ח-1988, מיזם ים תטיס – גרנית הכרמל השקעות בע"מ, רשות ההגבלים העסקיים, פרסום 3008959 (2000).

ימ"תים, הפועלת בתחום הגז הטבעי, יכולה לרסן את תמריצי סוגול להתחרות בימ"תים, בעתיד, בשווקים אלה.⁹⁴

עד כאן מילים כדרבנות; עם זאת, לדעתי, יש להיזהר מהרחבת התובנה בדבר האפקט האנטי-תחרותי של השקעה פסיבית אל תחומים נוספים, אפורים יותר. נוסף על הנימוק האמור לאימתן הפטור – שלפיו השקעת גרנית הכרמל בים תטיס תפגע בתחרות הפוטנציאלית בין גז טבעי לבין מוצרי דלק מסורתיים יותר – היה נימוק נוסף לאימתן הפטור, והוא החשש כי אינטרס כלכלי משותף של דלק ושל גרנית הכרמל בשותפות ים תטיס יפגע בתחרות בין דלק לבין גרנית הכרמל, שליטת סוגול, בשוקי הדלק המסורתיים עצמם.⁹⁵ גם כאן נעזר הממונה לכאורה בתובנה בדבר האפקט האנטי-תחרותי של השקעה פסיבית,⁹⁶ אולם לדעתי אין הצדקה להתלת תובנה זו בהקשר זה.

כאשר מתחרה א' משתתף ברווחי מתחרה ב', מתחרה א' אכן עלול להתחרות באופן פחות אגרסיבי, משום שתחרות אגרסיבית תפגע בערכה של השקעתו. אולם, כלל אין זה מובן מאליו שאם למתחרה א' ולמתחרה ב' החזקות בשותפות הפועלת בענף השונה מן הענף בו הם מתחרים, אזי תמריציהם להתחרות זה בזה ירוסנו. ככלות הכול, גם אם יתחרו זה עם זה באופן אגרסיבי ביותר לא תהיה לכך השפעה כלכלית על החזקותיהם בשותפות הפועלת, על פי ההנחה הנ"ל, בשוק אחר לגמרי. אם כך, התובנה שעליה ביסס הממונה את חששותיו מבוססת על תאוריה אחרת, הנוגעת ל"זיקה הדדית" או ל"יחסי נאמנות" בין שותפים שיחששו לפגוע זה בזה בשווקים שבהם הם מתחרים.⁹⁷ זוהי תובנה חדשה, פחות, שקשה יותר להסבירה בכלים כלכליים צרופים, שלא כמו האפקט האנטי-תחרותי של השקעה פסיבית בין מתחרים באותו השוק.

יישום מעניין של החששות התחרותיים הגלומים בהלוואה למתחרה ניתן למצוא בתנאים לאישור המיזוג בין מוניטין עיתונות, שבשליטת קבוצת פישמן, לבין חברת התקשורת הבינלאומית קווי זהב. כתנאי לאישור המיזוג האמור דרש

94 ראו שם, בפסקה 5.2.

95 ראו שם, בפסקה 5.3.1.

96 ראו שם, בהערות 73–74 והסקט הנלווה אליהן.

97 גורמים מגיעים נוספים לאותו חשש נובעים מהחשש הנובע משליטה משותפת בין מתחרים בשותפות הפועלת בענפים אחרים מאלה של השותפות, ומהעובדה שהמתחרים עלולים לנצל את השותפות לצורך קרטל אדוות הפרמטרים התחרותיים בשווקים שבהם הם מתחרים (שם, בפסקאות 5.3.2, 5.3.3). חששות מעין אלה הנקובים בטקסט ובהערה זו מוצאים ביטוי גם בהחלטות אחרות של הממונה, כגון החלטת הממונה על אימתן פטור מאישור בית הדין להסדר כובל: אנרגיה המזרח התיכון, רשות ההגבלים העסקיים, פריסום 3001385 (1997), והחלטה בעניין Columbus Capital Corporation, הערה 89 לעיל. חששות דומים מגולמים בתנאים לתחולתם של כללי ההגבלים העסקיים (פטור סוג למיזמים משותפים), התשס"א-2001, ובעיקר סעיף 1(א)3.

הממונה מקבוצת פישמן להיפטר בהדרגה, במשך שנתיים, מאג"ח של חברת ברק שירותי תקשורת, המתחרה בקווי זהב.⁹⁸ לא קיימים בהחלטה נתונים לגבי גובה ההלוואה שנתנה קבוצת פישמן לברק, אולם אין ספק כי בשוק ריכוזי כשוק השיחות הבינלאומיות, הלוואה משמעותית למתחרה עלולה לרסן את תמריצי המלווה להתחרות באופן אגרסיבי ולהקל על קרטלים סמויים או גלויים, אלא אם קיימות בטוחות מוצקות ומספיקות לכיסוי החוב – עניין שגם הוא לא פורט בהחלטה האמורה. תכונה מעניינת נוספת להלוואה זו היא שההלוואה לא נעשתה על ידי קווי זהב עצמה אלא על ידי השליט העתידי של קווי זהב, פישמן. בהתאם לניתוח בפרק 3.3 לעיל אודות השקעה פסיבית על ידי שליט, ככל שהחלק של פישמן בקווי זהב קטן יותר, כך האפקט האנטי-חרותי של ההלוואה גדול יותר, משום שפישמן, תוך כדי השליטה בקווי זהב, יעניק משקל גדול יותר לאינטרסים שלו בברק בדמות ההלוואה שנתן לה.

לבסוף, בהחלטת הממונה לאישור המיזוג בין קבוצת אליהו לאיילון, שהנציחה מצב שבו לשלמה אליהו יש החזקות של 38% ממניות הפניקס, המתחרה באליהו חברה לביטוח, ולאליהו אחזקות בע"מ יש 36% מהון המניות של איילון חברה לביטוח, המיזוג עם איילון אושר בתנאי שהשפעת אליהו על פעילות הפניקס ופעילות איילון תהא מוגבלת, והייתה התעלמות מוחלטת מהאפקט האנטי-חרותי של השתתפות אליהו בדוחי הפניקס ואיילון. גם כאן מדובר בהשקעה פסיבית על ידי שליט, שהרי החזקות האמורות בהפניקס ובאיילון הן של מי ששולט באליהו חברה לביטוח. העובדה, למשל, שלאליהו אחזקות בע"מ היו רק 74% מהמניות של אליהו חברה לביטוח מצביעה על כך שאליהו אחזקות ואליהו העניקו משקל רב יותר משנדמה להחזקותם בחברות המתחרות.

כללית, דומה שקיימות בישראל השקעות פסיביות בין מתחרים שכלל לא קראו עליהם תגר, בין במישור הפיקוח על שווקים ספציפיים – כגון שוק התקשורת – ובין במישור ההגבלים העסקיים. כך, למשל, בנק לאומי רכש 9.9% ממניות פועלים תקשורת, ובעקבות העסקה נעשה בנק לאומי מעורב בשתיים מתוך שלוש הזכייניות של ערוץ 2. זאת, משום שלאומי כבר החזיק לפני כן ב-20% מקשת, ובעקבות העסקה הנ"ל החזיק גם החזקה עקיפה ברשת – שהרי לפועלים תקשורת 27% ממניות רשת.⁹⁹ אם ההחזקה של לאומי בקשת נותנת ללאומי יכולת השפעה על פעילות קשת, מדובר בהשקעה פסיבית על ידי שליט מסוג שהוא פוטנציאלית חמור: מדובר ב"שליט" המחזיק רק 20% מהפירמה שבשליטתו. אמנם, לקולה ניתן לשקול במקרה כזה את מידת השליטה של לאומי

98 ראו הערה 4 לעיל.

99 ראו ג'ודי מלץ, "תרמודר יבדוק העיסקה למכירת 9.9% ממניות פועלים תקשורת לבנק לאומי", גלובס 23.9.1999.

בקשת: ככל שהיא קטנה יותר ומתבטאת בספקטרום צר יותר של פעילות קשת בשוק, כך קטן החשש – אם כי הוא לא נעלם. גם ההחזקה של כנפיים – שליטת ארקיע – באל על עברה בינתיים ללא התערבות רגולטורית. אמת, בשלב כתיבתו של מאמר זה ההחזקה היא של אחוזים בודדים (כ"5%); עם זאת, מדובר גם כאן בהשקעה על ידי שליט. לכנפיים רק 75% בארקיע, ולכן המשקל שתשים כנפיים על האינטרס שלה באל על הוא של יותר מ"5%. הגדלה עתידית של החזקת כנפיים באל על, כגון על ידי מימוש האופציה הקיימת כבר עתה להגדלת ההחזקה לכדי 15% או אף יותר, כמו גם דילול חלקה של כנפיים בארקיע, יחמירו את החשש, וראויים לבדיקה. זאת בעיקר על רקע העובדה ששוקי התעופה בישראל הם ריכוזיים ורוויים בשיתופי פעולה בין מתחרים.

אם כן, ניתן לסכם שהיחס של רשות ההגבלים העסקיים להשקעה פסיבית בין מתחרים הוא לרוב מקל מדי. אמנם, במקרה הנדון של החזקת פישמן, שליט קווי זהב, בברק שירותי תקשורת, נדרש פישמן להיפטר מההחזקה כולה, אך זאת לא במסגרת חקירת ההחזקה עצמה כהפרה של דיני ההגבלים העסקיים אלא כתנאי לאישור מיזוג בינו לבין קווי זהב. אמנם גם החלטת הממונה הנזכרת בעניין ים תטיס נקטה גישה נוקשה בכך שהתערבה בהחזקה של 15% בין מתחרים פוטנציאליים (פירמה בתחום הגז ופירמה בתחום הדלק), אך, כאמור, היו נימוקים נוספים להתערבות זו, וקשה להעריך מה היה משקלם. כמו כן, למעט ההחלטה האמורה בעניין ים תטיס, בהחלטות האופרטיביות של הממונה לא קיימת אמירה פוזיטיבית ברורה כי השקעה פסיבית עשויה להיות בגדר חסדר כובל בפני עצמו גם בנסיבות שבהן היא לא מהווה מיזוג. לבסוף, קיימת התעלמות עקיבה מהמקרה הנפוץ בישראל של השקעה פסיבית על ידי שליט, למרות שהראינו שמקרה זה דורש תשומת לב מיוחדת, כפי שפירסנו בפרק א.3 לעיל.

ג. סיכום

שוקים רבים בישראל הם ריכוזיים ומועדים להתנהגות קרטליסטית ולכוחן של פירמות להעלות מחירים. כמו כן, מבנה הבעלות על פירמות בישראל הוא במידה רבה ריכוזי מבחינה זו שקבוצה קטנה יחסית של משפחות שולטת בקונצרנים הפועלים בענפים רבים, בין על דרך שליטה בתברות ובין על דרך השתתפות ברווחי חברות. צירוף עובדתי זה מביא לכך שעל קובעי דיני ההגבלים העסקיים בישראל והאוכפים אותם לשקול בכובד ראש את החשש לפגיעה בתחרות הגלום בהשקעה פסיבית בין מתחרים, ואת ישימותו של חשש זה במקרים קונקרטיים. למותר לומר שאינני מצדד כאן, חלילה, בפסילה אוטומטית של השקעות פסיביות בין מתחרים, אף בשוקים ריכוזיים כאמור; כל מקרה לגופו. מידת

הפגיעה בתחרות לא תלויה רק בריכוזיותו של השוק אלא בגובה ההשקעה, מיהות הפירמה המשקיעה והפירמה שהשקיעו בה, ומיהותם וחוזקם של מתחריהם. יתרה מזו: ייתכן כי במקרה נתון יהיו שיקולים לאישור של השקעה פסיבית על ידי בית הדין להגבלים עסקיים, המוסמך לאשר הסדרים כובלים משיקולים של טובת הציבור על פי סעיף 9 לחוק, גם אם פגיעתה בתחרות של ההשקעה הפסיבית משמעותית. בעוד שהשקעה פסיבית גרידא איננה סומנת בחובה, כמובן, יתרונות לציבור הקשורים בשליטה משותפת על משאבים, ייתכן שקיימים יתרונות חברתיים מסוגים אחרים כגון אינפורמציה עדיפה למשקיע הפועל בתוך השוק, מגיעת אופורטוניזם בין ספק ללקוח שגם מתחרים זה בזה וכדומה. יתרונות מעין אלה ראויים לבדיקה וניתוח מעמיק יותר במקרים הקונקרטיים שבהם הם מתעוררים.
