

## הש��עות פסיביות בין מתחרים בישראל

מאת

דילוד גילה\*

מאמר זה דן בשאלת כיצד דין הగבלים העסקיים בישראל צריכים להתמודד עם מצבים בהם פירמה משקעה פאסיבית במתחרה, ככלומר, השקעה במתחרה שבזה הפירמה המשקעה אינה יכולה להשפיע על פעולות המתחרה ואין לה נגישות למידע רגיש שבחזקתו. השקעות מעין אלה, בין מתחרים מסוימים, בשוקים בהם קיימים מילא מעט מתחרים מסוימים, עלולות במקרים מסוימים לפגוע משמעותית בתחרות ובמהירות לצרכן. הסיבה העיקרית לכך, בנסיבות האgone, היא שההשקעה פאסיבית כזו עלולה לפגום בתמראיצ'י הפירמה אשר השקעה במתחרה לחתורות באופן אגרסיבי. פגיעה כזו בתמראיצ'י הפירמה המשקעה לתחרות אגרסיבית עלולה גם להקטין את תמריצ'י יריביה לחתורות באופן אגרסיבי. אמן, כפי שהאמיר מראה, קיימים מקרים נינטנים לאבוחן, בהם השקעה פאסיבית בין מתחרים לא עלולה לפגוע בתחרות, וזאת אף בשוק עם מעט שחקנים. מכל מקום, המאמר מראה כי דין הוגבלים העסקיים בישראל לא יושמו באופן שמצליח לחזק את מכלול פגעיין האנטי-תחרותיים של השקעות מעין אלה. בנוסף, המאמר מראה כי הסיגונג שנעשה עד כה במשפט הישראלי בין עסקה שנידונה כמווזג חברות לבין עסקה שנידונה כהסדר כובל גורם להש��עות פאסיביות בין מתחרים, אם בכלל, להידון על פי סטנדרטים לא עיקריים, לפיהם ההש��עות הפאסיביות המשמעותיות ביותר נידונות בצורה המקרה ביזה.

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. הסיגונג המשפטי של השקעה פסיבית; 2. עמדת הפסיקה ביחס להש��ות פסיביות בין מתחרים; ג. סיכום.

\* מרצה, הפקולטה למשפטים ע"ש בוכמן, אוניברסיטת תל אביב. [gilod@post.tau.ac.il](mailto:gilod@post.tau.ac.il)  
ברצוני להודות למיכל רוטשילד על עורתה הרבה ועל הערותה והצעותיה המועלות, ולmercior על צגלה למחקר בניתוחי של המשפט על סיוע כספי.

## מבוא

מאמר זה דן בשאלת כיצד דין הагבליים העסקיים בישראל צריכים להתמודד עם מצבים שבהם פירמה משקעה פסיבית בפירמה מתחרה,<sup>1</sup> וכן בשאלת כיצד השקעה פסיבית בין מתחרים עלולה לפגוע בתחרות. כמה דוגמאות בולטות להשקעה פסיבית בין מתחרים בישראל הן השקעתם של בעלי השכיטה בעיתון גלובס – בראון ופיישמן – בעיתון המתחרה ידיעות אחרונות,<sup>2</sup> וההשקעתה של חברת-האם של חברת התעופה ארקיע במתחרה אל על;<sup>3</sup> נוסף על כן, פיישמן – בעלי אג"ח בחברת השיחות הבינלאומיות ברק – רכש את השכיטה בקווי והב, מתחורתה של ברק,<sup>4</sup> ושליט ידיעות אחרונות העניקה לעיתון הארץ הלואה של כ- 20 מיליון שקלים בשנת 1992.<sup>5</sup> דוגמה אחרת לכוחה משוק הביטוח: חברת שלמה אליהו אחיזות – השולטת באליילו חברה לביטוח בע"מ – רכשה 38% ממניות הפניות, המתחירה באליילו חברה לביטוח, וזאת בזמן שאליילו אחיזות בע"מ החזיקה ב-36% מאילון חברה לביטוח.<sup>6</sup> עוד דוגמה: בנק דיסקונט מוחזיק ב-26.5%

<sup>1</sup> "השקעה פסיבית" מתייחסת למקרה שבו הפירמה המשקעה אינה מעוניינת בהשפעה על פעולות המתחירה או בגין למידע רגיש בחוקתו.

<sup>2</sup> נימוקי התנגדות למזוג בין בראון פיישמן תקשורת בע"מ לבין ידיעות אחרונות בע"מ, רשות הנטקסים העסקיים, פרטום 3015790 (2002).

<sup>3</sup> ראו ירון פרידמן, "נכפים מנהלת מומ"ל לצירוף שותף ור' לרקטת רכישת השכיטה בחב' אל-על", גלובס 9.2.2004; "איווי בורובייז", גלובס 21.8.2003 (נכפים רכשה נכון לעכשו 4.99% מלא על, ויש בידה אופציות שמאפשרות לה לעלות להחזקה של 15%, ולבסוף להחזקה של 51%, כפוך לאישרו רשות רגולטוריות שונות).

<sup>4</sup> ראו הودעה לעיתונות, "המונה אישר מיזוג בין מוניטין לבין קווי והב, רשות הנטקסים העסקיים", רשות הנטקסים העסקיים, פרטום 3015605 (2002), והחלטה בתיק מיזוג 5006: 012 קווי והב בע"מ, נכס משפחת פיישמן ניהול (1988) ומוניטין עיתנות בע"מ, רשות הנטקסים העסקיים, פרטום 3015619 (2002).

<sup>5</sup> ראו כתבת גלובס, "שוקן: איפה התלוות של "הארץ" ב"ידיעות??"", גלובס 24.3.2002.  
<sup>6</sup> שלמה אליהו אחיזות היא חברת החזקות בשליטת שלמה אליהו. נוסף על החזקוטיה בהפניות ועל החזקוטה שהיא לה בזמנו באילון, החברה מחזיקה בין היתר ב-28% מבן-אגד וב-10% מבן-לאומי. ראו [http://www.elijahu.co.il/Dey2Go\\_web?id=369563&lTable=319180&idune\\_dataid=2&rnd=18362](http://www.elijahu.co.il/Dey2Go_web?id=369563&lTable=319180&idune_dataid=2&rnd=18362). ב-1997 אושרה עסקת מיזוג בה רכשה שלמה אליהו אחיזות בע"מ 36% מאילון החזקות בע"מ. אליהו אחיזות בע"מ החזיקה 74% ממניות אליהו חברה לביטוח בע"מ, ואילו החזקות בע"מ החזיקה 100% ממניות אילון חברה לביטוח בע"מ. ראו אישור המיזוג: י.פ. 4521, ר' באיר התשנ"ז, 13.5.1997, עמוד 3422. בספטמבר 1999 רכשה משפחת רחמני, בעלת השכיטה באילון החזקות בע"מ חזרה את חלקו של שלמה אליהו אחיזות בע"מ באילון החזקות בע"מ. ראו אישור מיזוג 3212, י"פ 4817, כ"ג בחשוון התש"ס, 1003, עמ' 1,003, החלטה בתיק מיזוג 1753 שלמה אליהו אחיזות בע"מ-איילון אחיזות בע"מ, רשות הנטקסים העסקיים, פרטום 3006674 (1997); אליוור לויין, "מקורב לשלהם אליהו: בן שלוש טעה בגודל – המניות בלואם שכוכת

מהבנק הבינלאומי הראשון בע"מ.<sup>7</sup>

דוגמאות בולטות בארץות-הברית הן השקעתה הפיסיבית של מיקרוסופט – בסך 150 מיליון דולר – במניות ללא זכות הצבעה של אף, ירידתה בשוק מערכות הפעלה.<sup>8</sup> דוגמה מענית אחרת התרחשה בשוק השכורת הרכב בארץות-הברית כשלג'נגל מוטורס, בעלת השליטה בחברת השכורת הרכב נשיונל, רכשה 25% מהמניות של Avis, המתחרה בנשיונל. באותו שוק עצמו רכשה פורד – בעלת השליטה בהרץ – את כל המניות נטולות זכות הצבעה של בד'ג'.<sup>9</sup>

במקרים מסוימים, השקעות מעין אלה – של מתחרים ממשמעותיים – בשוקים שבהם כמעט קיימים מעת מתחרים ממשמעותיים, עלולות לפגוע ממשמעותית בתחרות ובמחיר לצרכן גם אם אין פסיביות לחלוין.<sup>10</sup> הסיבה העיקרית לכך, بكلיפת האゴן, היא שההשקעה פסיבית כזו עלולה לפגום בתמראצי הפירמה שהשקיעה במתחירה להתחרות באופן אגרסיבי,<sup>11</sup> משומנתחרות כזו מצדיה עשויה להקטין את ערך השקעה. אולם, כפי שיוסבר, במקרים מסוימים, הניטנים לאבחן, השקעה פסיבית בין מתחרים לא עלולה לפגוע בתחרות אף בשוק עם מעט שחכנים. מכל מקום, המאמר יראה כי דיני ההגבלים העסקיים בישראל לא

לאליה ולא לחברה", גלובס 30.6.2003; טלי ציפור, "מממשים בשיא? בעלי עניין בחברות ישראליות מכרו מניות בכ- 800 מיליון שקל", גלובס 30.6.2003.

<sup>7</sup> יצחק דנון, "האחים ספרא: פנית דיסקונט לבימ"ש – כולה פצע וחברה ומה טירה", <sup>8</sup> ראו John Markoff, "Microsoft Comes to the Aid of a Struggling Apple," *N.Y. Times* Aug. 7, 1997, A1

<sup>9</sup> Devavrat Purohit & Richard Staelin, "Rentals, Sales and Buybacks: Managing Secondary Distribution Channels," 31 *J. Marketing Res.* 325, 326 (1994); Karen Talley,

<sup>10</sup> ".Avis Advertisements Fuel Questions," 49 *Bus. News* 1 (1990) כmoron, בהרבה מן הדוגמאות ל השקעות בין מתחרים שהבאו לעיל ייתכן שהmaskיע רוכש, בד בבד עם השקעה, יכולת כלשהי להשפיע ולול בעקביפן על פעולות היריב שבבווצהה השקעה, או לפחות לקבל נגישות לאינפורמציה רגישה של. המסר של מאמר זה היא שגם אם גנטראל יכולת השפעה מעין זו או נגישות לאינפורמציה מעין זו, וגם אם השפעותיהם נויות, עדין ייווטו אפקטים אנטיתחרותיים. המאמור מתמקד בהתמודדות של דיני ההגבלים העסקיים בישראל באפקטים אלה. שאלה זו היא חדה ביותר במקרים שבהם דיני ההגבלים העסקיים אינם מתערבים בעסקה עקב כך שהאפקט של השפעה – עקיפה או ישירה – הוא חלש מדי. כך, למשל, שכפי שנראה להלן, דיני ההגבלים העסקיים אינם רואים את בראון ופישמן, שליטי גלובס, כמו שיכולים להשפיע על פעילותה של ידיעות אחרונות באופן המקיים מיזוג חברות שהמונה יכול לעצורה. אנו נראה שאירועים כאלה מחייבים או עשויים להיות מזדקפת, עקב ההשפעה האנטיתחרותית שקיימת השקעה גם ללא מרכיב כלשהו של השפעה.

<sup>11</sup> המונחים "תחרות אגרסיבית" או "תחרות עזה" יושמו לתיאור פעולות פרו-תחרותיות כגון הורדת מחיר ממחר עלי-תחרותי. הם אינם מותיחסים להנהגות טורפנית, שמטרתה להוציא מתחירה מהשוק.

יוושמו באופן שמלילית לחובוק את מכלול פגיעתן האנטי-תחרותיים של השקעות מעין אלה.<sup>12</sup> עוד נראה המאמר כי הסיווג שנעשה עד כה במשפט הישראלי בין עסקה שנדרנה כמיוזג חברות לבין עסקה שנדרנה כהסדר כובל גורם לכך שההשקעות פסיביות בין מתחרים יייזנוו, אם בכלל, על פי סטנדרטים לא עיקריים, שלפליהם ההשקעות הפסיביות המשמעותיות ביותר נזנונות בזרחה המקרה ביותר. למורתו שהמאמר עוסק בעיקר בתחום ההגבלים העסקיים והתחרות, הוא שואב השראה רבה מתחום דיני התאגידיים ומהמשמעות שלו עם תחום ההגבלים העסקיים, בתחום הנитוח הכלכלי של המשפט, ומהשימוש בכלים של תורה המשחקים כדי להבין את השפעתם של כלים משפטיים על התנהגותן האסטרטגית של FIRMOOT. תחומיים אלה חביבים תודה מיוחדת למפעלו ולכתביו של פרופ' אוריאל פרוקצ'יה.

#### **א. כיצד השקעה פסיבית בין מתחרים עלולה לפגוע בתחרות?**

כאשר FIRMOOT משקיעה במתחרה שלה, בשוק שבו פועלם מתחרים משמעותיים מעטים,<sup>13</sup> הפירמה המשקיעה תעדייף להתחרות באגרסיביות פחותה. היה ותתחרה הפירמה המשקיעה באגרסיביות – רוחחיה של הפירמה המתחרה ירד, ערכה ירד וערך השקעה ייפול גם הוא. לפיכך, השקעה פסיבית במתחרה יכולה לאוותת למתחרים כי הפירמה המשקיעה מעדיפה עתה להתחרות באגרסיביות פחותה. בסיטואציות רבות יש באיתות כזה כדי לדרבן את המתחרים עצם להתחרות באגרסיביות פחותה – ובכך יש כדי להעלות את רוחחיה כל הפירמות בשוק, כולל הפירמה המשקיעה.<sup>14</sup> אם כך, לא רק שההשקעה 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 המהירות בשינוי משקל ללא קרטל (בלעוי), לבין ההשפעה של השקעה פסיבית על יציבותם או על

12 גם דיני ההגבלים העסקיים האמריקניים אינם מושנים באופן משבייע-רצון לגבי השקעות פסיביות מעין אלה. לביקורת על דנים אלה לאור הנитוח הכלכלי של השקעות פסיביות David Gilo, "The Anticompetitive Effect of Passive Investment", 99 *Mich. L. Rev.* 1 (2000).

13 ההשפעה הנדרנה קיימת גם אם קיימות בשוק – מלבד מעט הפירמות המשמעותיות – מספר רב יחסית של FIRMOOT קטנות, שעקב קטנותן הן ממוצות אוטומטית את המחררים שקובעת הfirmoots המשמעותיות.

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

תיאורם של קרטלים (סמוים<sup>15</sup> או גליים) בשוק (השפעה המכונה בלעוז coordinated effects<sup>16</sup>). נבחן שתי השפעות אלה להלן.

## 1. ההשפעה של השקעה פסיבית בהיעדר קרטל

### (א) הסיבות לתחרות לא מושלמת

כדי להבין את ה-unilateral effects השתקעה פסיבית – כאמור: הפגיעה בתחרות שתרחשת גם כשיין קרטל (סמו או גלי) בשוק – علينا להבין תחילה מזוע בשוקים שבהם מספר הפירמות המשמעותיות הוא קטן תחרות איננה מושלמת גם בהיעדר קרטל. לאחר שנסביר תופעה זו, נסביר מזוע השקעה פסיבית הופכת את התחרות בשוקים מעין אלה לעוד פחות מושלמת.

אם כן, במרבית הענפים קיים מספר קטן של פירמות משמעותיות. בענפים מעין אלה המהיר התחרותי הוא בכך כלל גבוה מהעלות השולית לייצור המוצר.<sup>17</sup> תוצאה זו נובעת בראש ובראשונה מכך שבמרבית השוקים קיים בידול מסוים בין מוצרי הפירמות;<sup>18</sup> והוא אומר: המוצרים שמייצרות הפירמות במרבית השוקים הם שונים במקצת זה מזה. דוגמה מובהקת לשוק מעין זה היא שוק הדגנים לארכות הבוקרים: יש המעדיפים מותג של פירמה מסוימת גם אם המוצר שלו יקר במקצת ממחר המותג המתחרה; אולם אם הפרש המחיר גדול דיו – ימحل הצרכן על העדפותיו וייעבור אל המותג המתחרה.<sup>19</sup> בשוקים מעין אלה ניתן להראות כי המחיר, אף בתחרות חופשית, הוא מעיל עלות השולית. זה גם המצב בשוקים שבהם המוצרים או השירותים הנิตנים דומים מאוד זה לזה, אולם למיקום הגאוגרافي של הספק יש חשיבות מבחינת הצרכן. גם בשוקים מעין אלה יש לספק כוח לדריש מהצרכנים קרוב אליו מחירים גבוהים מהעלות השולית. דוגמה לשוקים מסוג זה היא שוק תחנות הדלק, כמו גם שוקים קמעונאים אחרים. צרכן יעדיף למלא דלק בתחנה הקרובה לבתו, למקום עבודתו או בדרך המחברת ביניהם גם אם המחיר בה גבוהה במקצת מהמחריר של תחנה מתחרה ורוחקה יותר. רק אם הפרש המחיר בין התחנות גדול דיו לטובת התחנה

<sup>15</sup> "קרTEL סמו" הוא מחיר קרטליסטי המושג בשוק ללא קומוניקציה בין המתחברים, כפי שיפורט מיר.

<sup>16</sup> בהתאם, המושג "coordinated effects" הוא במידה מסוימת מטעה, שהרי הכוונה גם לקרטלים סמוים שבהם כאמור אין קוורדיינציה בין הפירמות.

<sup>17</sup> העלות השולית היא עלות אספקת יחידה השולית – האחרונה.

<sup>18</sup> ראו, למשל, (1988), 209, Jean Tirole, *The Theory of Industrial Organization*

<sup>19</sup> דוגמאות נוספות לשוקים מעין אלה הן שוק העיתונים היומיים, שוקי המשקאות או שוק מעدني החלב.

הרוחקה יותר יעדיף הצרcn את התחנה הרוחקה.<sup>20</sup> גם בשוק שבו לא קיים בידול כלשהו – המוצרים המיוצרים והם לחולוטין, הן מבחינת סוג המוצר הן מבחינת המיקום הגאוגרافي של הפירמה (אם מיקום זה חשוב לצרכנים) – המחיר התחורתי 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 מוגבל, עובדה זו יכולה להשעניק לפירמות בשוק את הכוח לדרש מחירים גבוהים מהעלות השולית.<sup>21</sup> רק במקרים הנדרשים שבهم המוצרים שהפירמות מספקות הם זמינים, המיקום הגאוגרافي של אספקת המוצר איןנו חשוב לצרcn או שהוא זהה בין הפירמות (כגון שתי תחנות דלק מתחנות הצמודות זו לזו), ולא קיימת מגבלה בכושר הייצור של הפירמות יחסית לגודל הביקוש – רק במקרים כאלה המחיר התחורתי (כלומר: ללא קרטל) יהיה קרוב מאוד לעלות השולית.

(ב) מדוע השקעה פסיבית הופכת את התחרות לעוד פחות מושלמת, לאחר שהסביר מדוע בשוקים מעוטי-מתחררים התחרות לרוב איננה מושלמת, נראה עתה מדוע השקעה פסיבית בין מתחרים בשוק כזה גורמת לתחרות להיות עוד פחות מושלמת ולמהיר – להיות עוד יותר גבוהה מעלה לעלות השולית.<sup>22</sup>

20 כאשר הבידול – הגאוגרافي או מבחינת סוג המוצר – הוא גדול דיון, דיני ההגבאים יכירו שהמוצרים אינם מתחרים כלל, והוא אומר: אין מזויים באותו שוק רלבנטי. מידת הבידול המדיצה ואת היא עניין למדגנית משפטית.

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

22 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, "Competitive Effects of Partial Ownership: Financial Interest and Corporate Control," 67 *Antitrust L.J.* 559 (2000); F. Bolle & W. Güth, "Competition Among Mutually Dependent Sellers," 148 *J. Inst. & Theoretical Econ.* 209, 239 (1992); E. Dietzenbacher, B. Smid, & B. Volkerink, "Horizontal Integration in the Dutch Financial Sector," 18 *Int'l J. Indust. Org.* 1223, 1242 (2000); D. Flath D, "When is it Rational for Firms to Acquire Silent Interests in Rivals?," 9 *Int'l J. Indust. Org.* 573, 583 (1991).

לעבודה אמפירית הדנה בפרק של השקעה פסיבית בין מתחרים על המוצרים בשוק ראו Wilson A. Alley, "Partial Ownership Arrangements and Collusion in the Automobile Industry," 45 *J. Indus. Econ.* 191 (1997). מחקר זה הראה כי שוק המכוניות האמריקני תחרותי פחות משוק המכוניות היפני, בעוד שבסוק היפני ניתן למצוא רמות גבוהות יותר של השקעות פסיביות. לטענת Alley, תוצאה זו מתאימה לתוצאה בספרות הכלכלית

נניח, 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 לנצח שהיה אללא ההSKUה הפסיבית.<sup>23</sup> אללא ההSKUה הפסיבית, העלות מחיירים כזו של תחנה א' הייתה גורמת לחלק מהצרכנים לעבור לתחנה ב' ולתחנות מתחרות, עד כדי כך שאבדן נתה השוק לא היה מצדיק את הפדיון המוגדל שתחנה א' קיומה לקבל בעקבות העלות המהיר. אורלם, כאשר תחנה א' משקיעה פסיבית בתחנה ב', היא משתתפת בחלוקת מרוחקה של תחנה ב' הנובעים מהגדלת נתה השוק של תחנה ב' על חשבון תחנה א'. או אז תחנה א' תהסס פחות להעלות את המחיר.<sup>24</sup>

כפי שציינו לעיל, במקרים רבים ההתחייבות האמונה של תחנה א', בדוגמה זו, להעלות מחירים, מדרבנת גם את התחנות המתחרות להעלות מחירים בעצמן. הסיבה לכך היא שכאשר תחנה א' מתומצת להעלות מחירים, הצרכנים ממילא רואים את תחנה א' כתחליף פחות אטרקטיבי, והדבר נותן לתחנות המתחרות כוח להעלות מחירים גם הן מבלי להפסיד נתה שוק לתחנה א'.<sup>25</sup> אולם, קיימים קישורים אחרים, שבהם כאשר מתחרה א' משקיע במתחרין, וכתוצאה לכך נחפה למתחירה פחות אגרסיבי, המתחרים יגיבו מצידם על ידי

שכאשר שוק מאופיין בתחרויות גבואה (כגון בגלל ריבוי מתחרים, בדונה לשוק הפני) תואר רמה גבוהה יותר של SKUות פסיביות בין מתחרים מאשר שהמתחרים השונים יחששו מכשיר להפחחת 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 בתחום שאינה תחרות מחירים, למשל תחרות על שירות או על חדשותות. פירמה המושקעת בתחוםה תירתע אף מתחזרות עם הפירמה שבה השקעה על שוקים גאוגרפיים או פלחי אוכלוסייה שבhem פועלות הפירמה שבה השקעה. יתרה מזאת: מתחירה פוטנציאלי השוקל כניסה לשוק ייטה לא לעשות כן אם הוא מוחיק במניות בפירמה הפעלת בשוק; ראו Reynolds & Snapp הערה 22 לעיל, בעמ' 150.

24 מובן, שהאפקט האנטי-תחרותי של תמרוץ הפירמה המשקיעה להעלות מחירים גובר ככל שרמת ההSKUה הפסיבית גבוהה יותר, ככל שההשפעה של התנהגות תחרותית על רוחוי הפירמה בה בוצעה ההSKUה גדולים יותר. ישית להשפעות על רוחוי הפירמה המשקיעה, ככל שיש פחות מתחרים משמעותיים בשוק, ובדרך כלל ככל שהפירמות המעורבות בהSKUה משמעותיות יותר. היה וצפיה כניסה של מתחירה משמעותית (כלומר: מתחירה גדול דיו, שיבין כי המתחרים והכמוויות שהוא קובע מופיעים על השוק) או התחרבות של מתחירה לא משמעותית, החשש הנדון בטקסט לפגיעה בתחרות פוחת שוב.

25 ניתוח כלכלי-פורמלי יותר, המראה כי בשוק עם בידול, כאשר מתחירה אחד מתמרוץ לתחירות בפחות אגרסיביות גם الآחרים מתחברים לתחירות בפחות אגרסיביות, ראו Jeremy Bulow et al., "Multimarket Oligopoly: Strategic Substitutes and Complements,"

93 *J. Pol. Econ.* 488 (1985)

הגדלת האגרסיביות שלהם. זו תאה 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, או כי כאשר פירמה משקיעה ביריב היא חפיצה לספק כמות קטנה יותר (להחרות באגרסיביות וחותה), והתגובה האסטרטגיית של המתחרים תהיה דזוקא הגדרת הכמות שלהם (להחרות באגרסיביות מוגברת).<sup>26</sup> אולם, כפי שניתן להראות, גם במקרים מעין אלה הכמות הכוללת בשוק תרד בסופו של דבר (והמחירים יעלו) עקב ההשקעה הפסיבית; הינה אומרה: האפקט של רצון הפירמה המשקיעה להפחית את הכמות גובר על האפקט של רצון הפירמות הייריבות להגיב על ידי הגדרת הכמות.<sup>27</sup> כמו כן, המודל של פירמות הבוחרות כמויות במקומות שונים בדרך כלל אינו מציאותי, שהרי ברוב-רובם של השוקים פירמות בוחרות מחירים ולא כמות.

איןטרפרטציה מציאותית יותר של מודל "קורנו" היא שימוש בו כדי לצפות איזה כשור ייצור הפירמה בוחרת (גודל המפעל שלו, היקףם שלعروציז האספקה וההפקה וכו'), תוך ציפייה שלאחר בחירות כשור הייצור יבחרו הפירמה וייריבותה את המחיר.<sup>28</sup> על פי איןטרפרטציה זו, ההשקעה פסיבית מתחילה מדרבנת פירמה לבחור כשור ייצור קטן יותר (להחרות באגרסיביות וחותה). התוצאות זו מדרבנת את הייריבים להגיב בהגדלת כשור הייצור שלו (כדי לנצל בעתיד את החולשה שהסתמנה אצל הפירמה המשקיעת). אולם, כשור הייצור המצרי בשוק בכל זאת יקטן; יתרה מזו: בchooser ייצור נתון, כאשר הפירמות מתחרות מבחןת המחיר, כאמור, ההשקעה הפסיבית תדרבן הן את הפירמה המשקיעת הן את ייריבותה להעלות מחירים.

אם כך, ההגעה של השקעה פסיבית בתחרות, במקרה שבו לא קיים קרTEL בשוק, נובעת מהפיקת התחרות הלא מושלמת בשוק לעוד פחות מושלמת. מכאן,

ראו, למשל, Reitman, הערכה 22 לעיל, ו-Flath, הערכה 22 לעיל.<sup>26</sup>  
 ראו Reynolds & Snapp, הערכה 22 לעיל; Tirole, הערכה 18 לעיל, בעמ' 220. אמן במקורה בו הייריבים מגיבים להחפתה באגרסיביות של פירמה על ידי העלאת האגרסיביות שלהם, איןטרקציה המכונה בספרות הכלכלית כ"תחליפיות אסטרטגיית"; ראו al Bulow et al., הערכה 25 לעיל, ההשקעה הפסיבית לא יכולה להיות מונעת מרצון לפגוע בתחרות, משום שניתן להראות שבמקרים כגון אלה הפירמה המשקיעת מפסידה מתגבה אגרסיבית זו של המתחרים שלו. ראו Reitman, הערכה 22 לעיל. עדין, אם הפירמה בכל זאת מחייבת להשקייע פסיבית בוחירה (בשל מניעים אחרים) התוצאה שלפיה המהירים בשוק יעלו היא תקפה. את המניעים האחרים (שכאמרם לא נוגעים לרצון לפגוע בתחרות) ניתן לבדוק, למשל, בנסיבות של אישור הסדר כובל לפני סעיף 9 לחוק ההגבלים, התשמ"ח-1988, במידה שהם מזכירים על יתרונות חברתיים של ההשקעה הפסיבית.<sup>27</sup>

D. Kerps & J. Sheinkman, "Quantity Precommitment and Bertrand Competition 28 Yield Cournot Outcomes," 14 *Bell J. Econ.* 326 (1983)<sup>28</sup>

שכאשר התחרויות בשוק מלכתחילה מושלמת (כלומר: התנאים הם ככלא שהמחברים קרובים מאוד לעלות השולית), אין להשקעה הפסיבית השפעה אנטיתחרותית שאיננה קשורה בחשש מקרטלים (גולויים או סמיים) – חשש שידון להן. לעניין זה, "תחרויות מושלמת" כוללת, כמובן, מקרה שבו מספר הפירמות המשמעותיות בשוק הוא גדול, או שכניםה של פירמות משמעותיות חדשות לשוק היא קלה וצפואה. מקרה נוסף שבדו התחרויות בשוק היא "מושלמת" הוא המקרה שבו נמכרים בשוק הרובני מוצריים הומוגניים, שאינם שונים זה מזה בעניין הצרכנים (כגון מלט, מים מינרליים, דלק, חומרי ניקוי, סוכר,מלח, וכו'), אין בידול גאגראפי וגם אין מגבלות בכושר הייצור. כפי שניתן להראות, במקרים מעין אלה אין להשקעה פסיבית השפעה על המחריר שאינו קשורה בחשש מקרטלים בשוק.<sup>29</sup>

## 2. ההשפעה של השקעה פסיבית על יציבות קרטלים

נעבור עתה לנitorה ההשפעה של השקעה פסיבית על היציבותו של קרטל בשוק, סמי או גלי, כלומר: coordinated effects של השקעה פסיבית בין מתחברים.<sup>30</sup> לבאורה ניתן היה להביט בספקנות על החשש מהקללה על קרטלים, שהרי קרטלים הם אסורים וההרתעה מהקמתם הולכת ומתחזקת במשפט הישראלי. אלא מי? בשוק מעוטר-מתחברים ניתן להגיע למחרירים דמיי קרטל גם ללא כל קומיניקציה בין הפירמות. "קרטל סמי" (tacit collusion) – שההשפעה של השקעה פסיבית על יציבותו תידין מיד – הוא מצב שבו פירמות גובות מחרירים דמיי קרטל גם בהיעדר תקשורת כלשהו ביניהם. הסיבה לתופעה זו היא שככל פירמה נמנעת מגביהת מחריר נמוך יותר מהmatchCondition הקרטיליסטי מחשש שצד כוה יתפרק כפתיחה במלחמה מחרירים שבוטווה הארוך תפגע בכל הפירמות הפועלות בשוק – כולל בו

29 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 להזכיר את ההבדל בין "קרטל סמי" נשוא הדונגים עתה לבין "תחרות לא מושלמת" נשוא הדוניגן, שנדרנו לעיל. קרטל סמי הוא היכולת של פירמות לייצב מחריר קרטיליסטי שימושית ממשיא את רוחי התעשיה לטווח הארוך עקב האינטראקציה ארכות-הטווח בין הפירמות, כפי שiosoבר מיד. תחרות לא מושלמת, לעומת זאת, היא היכולת של פירמות לדרש מחריר מעל לעולותיהם השוליות עקב תוכנות הביקוש וה מוצר (במקרה של בידול) או עקב תוכנות הייצור (במקרה של מגבלות בכושר ייצור). תחרות לא מושלמת יכולה להתறח, למשל, גם כאשר אינטראקציה ארכות-טווח בין הפירמות. המחריר בשווי משקל, במקרה של תחרות לא מושלמת לא קרטל סמי או גלי, באופן טיפוסי אינו המחריר שימושית את רוחי התעשיה אלא מחריר נמוך ממנו ממשמעותית.

שהחללה את מלחמת המהירים.<sup>31</sup> קרטל סמוני, ללא כל קומוניקציה, הוא קשה ביותר לאיתור והוכחה על ידי הרשות האוכפota את דיני הגבלים העסקיים, וספק אם ניתן לתקן אותו ישירות מכוח דין אללה.<sup>32</sup> במקרים מסוימים, השקעה פסיבית בין מתחרים עלולה להקל על שמירת יציבותו של קרטל, בין סמוני ובין גלי. מכאן החשיבות של מניעת השקעות פסיביות מסוימות מלבת חיליה – שהרי גלווי.

הקרטל הסמוני שהן מוקלות עליו אינו נתון לשפטם של דיני ההגבלים העסקיים. אם פירמה משקעה במניות של פירמה מתחדרה, נטייתה לסתות מקרטל מצטמצמת, משום שההשקעה גורמת לה להשתף הן בהפסדי המתחדרה בזמן הנטיה של הפירמה המשקעה מקרטל (עקב אבדן נתח השוק) הן בהפסדייה של המתחדרה ממלחמות המהירים שתבואו לאחר הנטיה.<sup>33</sup>

#### (א) הלוואה למתחדרה

נוסף על רכישת הון מניות של המתחדרה, בניסיבות מסוימות גם הלוואה למתחדרה יכולה להקל על יציבותו של קרטל בשוק.<sup>34</sup> אם פירמה נתנה הלוואה למתחדרה, ותחרות עזה על ידי נותן האשראי מגבירה את הסיכוי לדולדות-פרעון של הפירמה החייבה – נותן האשראי עשוי להסס מלהתחרות בצוරא אגרסיבית, לאחר שתחרות מעין זו תעלה את הסיכוי שהחוב לא יוחזר במלואו. לכן, במקרים שבهم הפירמה החייבה היא חלה פיננסית, או כשתחרות עזה מצד נותן האשראי עשויה להעלות משמעותית את ההסתברות לדולדות-פרעון של הפירמה החייבה – הלוואה עשויה לשמש, בין היתר, כחתיכות אסטרטגית של נותן האשראי להתחרות באגרסיביות פחותה.<sup>35</sup>

<sup>31</sup> ראו *Tirole*, הערא 18 לעיל, בפרק 6.

<sup>32</sup> אכן נראה כי דיני ההגבלים העסקיים אינם אוסרים על הקרטל הסמוני עצמו. ראו, למשל, דיויד גילה, "חווזים המגבילים תחרות, הגבלים עסקיים ומונופולין", בטור חוות ג' 635 (בעריכת דניאל פרידמן ונילי כהן, תשס"ד) (להלן: "גיל-חווזים"), בהערה 35.

<sup>33</sup> לביתוח כלכלי מפורט של תוכאה זו ראו *Gillo*, הערא 12 לעיל, בעמ' 21–13.

<sup>34</sup> ראו שם, בעמ' 21, לדוגמאות בארץ-ישראלית של הלוואה למתחדרה 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. Ill. 1984); *Metro Goldwyn-Mayer, Inc. v. Transamerica Corp.*, 303 F. Supp. 1344, 1351 (S.D. N.Y. 1969) (בעוודו מהזיק אג"ח בברק, רכש את השליטה בקיי זhab; ראו הערא 4 לעיל, וכן, מוז, בעל השליטה בידי ידיעות אחרונות, נתן הלוואה להארץ, הערא 5 לעיל).

<sup>35</sup> רכישת חוב של מתחדרה לא תגרום לנוטן האשראי להתחרות באופן פחות אגרסיבי אם החוב מובטח בערכיות או בטוחות מספקות (שאין מושפעות מתחרות עזה). במקרה כזה, גם אם הפירמה שקיבלה את הלוואה הדلت-פרעון כתוצאה מתחרות אגרסיבית מצד נתן הלוואה, נותן הלוואה יכול עדין לגבות את החוב מערכיות ומבטיחות אלו ובהתאם הוא פחות יתרע מלהתחרות באגרסיביות עם בעל החוב.

אמנם עשויה להתעורר השאלה מדוע תהיה פירמה מעוניינת להלוות למתחרה חלש פיננסית. ניתן לטעון שאסטרטגיה עדיפה היא להתרות באגרסיביות מול מתחרה כזו כדי להביאו לקריסה כלכלית ולהוציאו מהשוק; אולם לעיתים תגרום בחירה זו למכירת הנכסים של המתחרה דוקא למתחרה אחר – דבר שיתוך את המתחרה الآخر, לモרת רוחה של הפירמה שנתנה את הלוואה. במקרה כזה, אסטרטגיה נכונה יותר עברו אותה פירמה היא דוקא להשאיר את המתחרה החלש פיננסית כגורם פעיל בשוק. בהקשר זה מעוניין לציין, שכארד פירמה שנכילה פיננסית עומדת למכירה וכמה מתחרים בשוק מתעניינים ברכישתה, רשות ההגבאים העסקיים תיטה לפסול מיזוג עם המתחרים הדומיננטיים ביותר, תוך העדפה של מיזוג עם המתחרים האזוטריים יותר – מיזוג שיכל להעלות את הסיכוי לקרה תגר על כוחם של המתחרים הדומיננטיים בטוח הרחוק.<sup>36</sup> בהתאם, במקרים רבים פירמה דומיננטית בשוק תהיה מעוניינת לתת הלוואה למתחרה קטן כדי שלא יתמוטט – ובלבך שלא יוכל לידיהם של מתחרים בגודל בינוני, שיוכלו לקרו תגר על הדומיננטיות של הפירמה המלאה ביתר קלות. כאשר הפירמה הדומיננטית שנתנה את הלוואה היא מהפירמות האגרסיביות ביותר בשוק, הלוואה ממשגה בעת ובעונה אחת מטרה אסטרטגית נכבה לא פחות: הקלה על יציבותו של קרTEL בשוק, סמוני או גלי.

במשך הישראלי, שבו חלק מהבנקים הגדולים נשלטים על ידי קונצראנים השולטים מצדם על FIRMOOT הפעולות בשוקים לא פיננסיים, הבעייה המאורת בפסקה זו יכולה ליהפוך למשמעותית. כך, למשל, היפוטטי, אם בנק הפעולים נותן הלוואה לקו-אוף הריבוע הctal, ובגרעין השליטה של בנק הפעולים חברה משפחת דנקר, וכן דנקר, השיך למשפחה זו, מצוי בקבוצת השליטה השולטת על שופרסל – הנитаوة לעיל מראה כי במקרים מסוימים, הלוואה שייתן בנק הפעולים לקו-אוף עלולה לגרום לשופרסל להתנהל כמתחרה אגרסיבית פחות בתחום רשתות השיווק. והוא אומר: גם אם הצדדים הקפידו על כך שבנק הפעולים לא ירכוש יכולת להשפיע על הפעולות של קו-אוף, עדין במקרים מסוימים התחרות עלולה להפגע. כך גם אם הבנק הבינלאומי הראשון, בשליטת

<sup>36</sup> ראו נימוקי החלטה בדבר אישור מיזוג בתנאים: השמירה טכנולוגית מיגון (1971) בע"מ לבין נוריאל – אליעזר מרcco הביטחון בע"מ, רשות ההגבאים העסקיים, פרטום 3001328 (1998), בסעיף 6 להחלטה. ההחלטה בדבר התנגדות למיזוג: תנובה מרכז שיתופי לשוק תוצרת חקלאית בישראל בע"מ, עף הנגב מפעל למוציאר בשראודה חקלאית בע"מ, רשות ההגבאים העסקיים, פרטום 3007072 (1994), ס' 78-79; נימוקי התנגדות למיזוג ברגע ראנץ (1983) בע"מ – ריקמו בע"מ (בתקופה הליכים) זכיינית ברגע קינג, רשות ההגבאים העסקיים, פרטום 3019090 (2003), בסעיף 6.2. לדין בשיקולים אלה ראו דיזיד גילה, "הערת פסיקה: ערד 2/94, 351 (התשנ"ט).

367

צדיק בינו, ייתן הלואה לחברת דלק המתחרה בפז, שבשליטת בינו, או אם בנק המזרחי, בשליטת משפחת ורטהיים, ייתן הלואה 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 שהשקרה פסיבית במתחרה או הלואה למתחרה עלולות להשקל על קרTEL היא ברורה, ניתוח עמוק יותר מראה כי ניתן להבחין במקרים שבהם השקרה פסיבית בין מתחרים לא תקל על קרTEL, כתלות בפרמטרים שונים שייסקרו להלן.

#### מבנה השוק

ראשית, אם מספר הפירמות המשמעותיות בשוק גדול, או שבוטוח הנראה לעין צפואה כנישה של מספר גדול של פירמות משמעותיות חדשות, או התהבות 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 משתה סיבות עיקריות. ראשית, מספר גדול של פירמות מקשה על קוואורדינאציה של תנאי הקרTEL, משום שבמקרים רבים האינטראסים של פירמות לגבי גובה המחיר הקרטיליסטי הם מנוגדים עקב הבדלי התכונות בין הפירמות בשוק (מבנה העליות, סוג המותג וכו'). כאשר מספר הפירמות גדול יחסית, מקשה על הפירמות להבין באופן סמיי מה מחיר הקרטיליסטי, וכי ליזור קרTEL יהא עליהם להיפגש ולקשר על ניגודי האינטראסים ביניהם. אלא, שמנגנים וגישורים מעין אלה חשופים לתביעות פליליות מכוח דיני ההגבלים העסקים, ולכן הפירמות שעשוות להירעט מלקיים. לכן, כאשר מספר הפירמות המשמעותיות הוא יחסית גדול, ה الكرTEL יקרים באבו.

יתרה מזו: מספר גדול של פירמות עשוי לגרום לקרטלים להיות בלתי-אפשריים, משום שגם אם הפירמות הצליחו לataם את תנאי ה الكرTEL הוא לא יהיה יציב. זאת, משום שחלוקת של כל פירמה ברוחות הקרטיליסטים יהא קטן – יחסית, ועל כן הרוחה לטוחה קצר שככל פירמה יכולה להפיק מסתית מה الكرTEL – תוך חטיפת נתיבי שוק למתחירה – גדול יותר. במקרה זה צפוי שיותר פירמות לא תוכלנה לעמוד בפיתוי החוק לסתות מה الكرTEL, וה الكرTEL יקרים. ה الكرTEL גם עלול לקרוס באבו, שהרי הפירמות עשויות להבין מראש כי ממילא הפיתוי של ירידותיהם לסתות מה الكرTEL הוא גדול, ועל כן מלכתחילה לא ירצו להשתתף ב الكرTEL – מהשש שהמתחרות יפנו להן עורך ויסטו מן ה الكرTEL.

השקרה ייחודה בשוק שלא בוצעה על ידי מחולל תחרות  
השקרה פסיבית ייחודה בשוק (בנהנה שמתחרים אחרים לא השקיעו במתחרים)

יכולת להקל על קרטל רק אם הפirma שבעצמה היא הפirma היחידה אגרסיבית בשוק, כלומר: הפirma שהאפיינו שלה לסתות מקרטל הוא הגدول ביותר.<sup>37</sup> פirma כזו מכונה בפי רשות הагבלים העסקיים "מחללת תחרות" ובלועז: "maverick".

ברובxDרוכם של השוקים פירמות מתחרות איןן זהות זו לזו, ובפרט נטייתן להוריד מחירים בדרך כלל איננה זהה. רוב השוקים מאופיינים בכך שלחלוק מהפירמות יד קלה יותר על ההדק מלאחרות. כך, למשל, פirma עם עליות שלויות נמוכות מפירמות אחרות תיטה, בהינתן ששאר הנתונים והם, להיות עם יד קלה יותר על הבדיקה מפירה עם עליות שלויות גבוהות.<sup>38</sup> שנית, כאשר אחת מהפירמות היא בעלת נתח שוק קטן יותר ניתן להראות שהיא תיטה להוריד מחיר – בהינתן ששאר הנתונים והם – יותר משיטתה לעשרות זאת פירה בעלת נתח שוק גדול יותר.<sup>39</sup> זאת, לאחר שלפירה בעלת נתח השוק הקטן יותר טמון רווח קטן יותר מקרטל ורווח גדול יותר מסטיה ממנו. פוטנציאלית, בטוחה הקצר הפירה הקטנה יותר יכולה להרוויח הרבה מהורדת מחיר, על ידי הגדלה משמעותית של נתח השוק שלה. פירה גדולה תשאף פחות להוריד מחיר לאחר שרואה אותה מקרטל גבויים והעליה הפוטנציאלית בנתח השוק שלא מהורדת מחיר תהיה קטנה יותר עבורה.

נוסף על כך, פירה שנותה לעשרות עסקאות גדולות ולא תוכפות, בשונה ממתחרותיה, או פירה שנותה לעשרות עסקאות בצדקה המקשה על מעקב אחר הوردות מחיר מצידה, נטה יותר ממתחרותיה לסתות מקרטלים.<sup>40</sup> זה המקשה בשיצור מסויים מוכר בקביעות לקבוצה קטנה של סיטונאים גדולים במחירים שיוכלים להשמר בסוד ממתחרים לתקופות ממושכות יחסית. אם פירמות אחרות בשוק מוכרכות ישרות לצרכנים סופיים, עושות עסקאות תוכפות יותר, או אם הורדת מחיר על ידן שקופה יותר לשוק – הן תהיינה מועמדות פחות טובות לבצע הורדת מחיר, ולכן תהיינה מתחרות עם יד פחות קלה על הבדיקה.

<sup>37</sup> להרחבה ראו Gilo, הערכה 12 לעיל, בעמ' 15–21.  
<sup>38</sup> פירה עם עליות נמוכות תיטה יותר להוריד מחירים מסוימים: ראשית, רווחה ב.zaהן מלחמות מחירים גבויים מלאו של פירה בעלת עליות גבוהות; שנייה, המחריר הkartellistische שפירמה כזו מעדיפה הוא נמוך מהחריר הkartellistische שمعدיפות הפירמות הפתחות יעילות. פירה בעלת עליות נמוכות עדין תיטה פחות להוריד מחיר מהפירמה בעלת העליות הגבוהות אם לאחרונה נתח שוק קטן דיו. כפי שנראה בהמשך, בהינתן ששאר הנתונים והם, פירה בעלת נתח שוק קטן היא בעלת נטייה חזקה יותר להוריד מחיר מפירה בעלת נתח שוק גדול. על כן, פירה בעלת נתח שוק קטן ועליות גבוהות תיטה יותר להוריד מחירים אם האפקט האמור הנובע מנתח השוק חזק מזה של הבדל העליות.

<sup>39</sup> ראו Reynolds & Snapp, הערכה 22 לעיל, בעמ' 149.  
<sup>40</sup> ראו Tirole הערכה 18 לעיל, בעמ' 248.

בקשר של מיזוגים בין מתחרים, רשות הגבאים עסקיים ברוחבי העולם מרגלות לעסוק בשאלת מיהי הפirma "מחוללת התחרות" בשוק. כך, בהתאם להנחיות המיזוגים שהציגו משרד המשפטים האמריקני ונציגות הסחר הפדרלית ב-1992,<sup>41</sup> רכישה של מחולל תחרות מעלה החשות הגבאים מוחדים. זאת, לאחר שרכישה של פirma מחוללת תחרות היא דרך שבה מיזוג יכול ליצור תנאים טובים יותר לקרטלים סמויים או גלוים, על ידי הגדלת עצמהה של הפirma המאימת על יציגות الكرטל.<sup>42</sup>

גם בישראל כבר קבע בעבר המונח על הגבאים עסקיים (להלן: "המונח"), בפרש חביב,<sup>43</sup> כי מידת האגרסיביות של המתחרה שנעלם עקב המיזוג יהווה שיקול במסכת השיקולים לאישור מיזוג. בפרש זה הוצה רשות השיווק הריבועי הכלול – הרשות השנייה בגודלה בישראל – לרכוש סופרמרקット פרטี้ בשם חביב באור פתח-תקווה. חביב היה ידוע כסופרמרקット שהניג מציע הוזלות והוריד מחירים באופן עקיף. המונח, בהחלתו, הצביע עליו כמחלל תחרות, והצביע על החשש העולה לפיקח מהשתלטות של רשות הריבועי הכלול על חביב.<sup>44</sup> גישה כללית דומה עולגה גם מטיוטה שפורסמה הרשות ביולי 2002 – הנחיות לנition פגיעה משמעותית בתחרות בבדיקה מיזוגים.<sup>45</sup>

בהתאם, אם קיימת השקעה פסיבית יחידה בשוק, והוא בוצעה על ידי פירה שאינה הפירה המכ אגרסיבית בשוק (מחוללת התחרות), להשקעה זו אין שום השפעה על יציגות קרטלים בשוק. זה המצב גם במקרה שיש כמה FIRMOOT שהן מחוללות התחרות, כלומר: ככלן אגרסיביות באונה מידה. אם רק אחת מהן השקעה במתחרה אין בכך כדי להקל על קרטלים, משומש שאלת יציגותו של الكرטל בשוק וזה תקום או טיפול בתלות במחוללות התחרות, שתMRIZHIN לא מושפעים מההשקעה הבודדת של ירידתם בפירה מתחר. אם כן, החששות התחרותיים היחדים מההשקעה צריים להתרכו בשאלת אם ההשקעה עלולה להעלות מחירים כשאין קרטל (סמי או גלו) בשוק, על סמך הדיון שלנו באפקט זה לעיל.

ניתוח זה מבahir עוד, כי אם השקעה פסיבית בוצעה על ידי פירה מוחוללת תחרות, היא מעוררת חשד מיוחד עקב הפטנציאלי שלו להקל על יציגות

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

שם, 41,560.<sup>42</sup>

ראו נימוקי התנגדות למיזוג הריבועי הכלול בישראל בע"מ, (ירקון פלוס) סיטונאות מזון בע"מ, רשות הגבאים העסקיים, פסום 3012217 (2001), בסעיף ג' 7.<sup>43</sup>

ראו שם.<sup>44</sup>

הנחיות להגדלה ולמדידה של שוק רלבנטי לעניין חוק הגבאים העסקיים, אוגוסט 2001, נוסח להערות הציבור, רשות הגבאים העסקיים, פסום 3011839 (2001).<sup>45</sup>

קרטלים בשוק. אחת התכונות שעשוות לגרום לפירמה להיות מוחללת תחרות היא ייעילות של פירמה זויחסית לפירמות האחרות (הוא אומרים: עלויות שלויות נמוכות מהאחרות).<sup>46</sup> אכן, בניר עבודה כלכלי-פורמלי שכתבנו על בעלות צולבות בין מתחברים<sup>47</sup> מצאנו שכארה הפירמה היכי ייעילה בשוק משקיעיה במתחרה פחות יעיל שלה, קרטלים בשוק נעשים יציבים יותר. יתרה מזאת: התוצאות שלנו מצביעות על כך שלא רק שקרטל יהא יציב יותר, אלא שהמחריר הקרטלייסטי יהיה גבוה יותר לאחר השקעה פסיבית כאמור לעיל.<sup>48</sup>

שוק שבו כמה פירמות השקיעו במתחרים הפסקות הקודמות נסבו על השקעה יחידה של מתחרה במתחרה אחר. השאלה מורככת יותר כשהכמה פירמות באותו שוק השקיעו השקעות פסיביות זו בזו. קיימות כמה דוגמאות בשוקים בעולם לבעלות צולבות בין מתחברים. ככל האם, למשל, שוק הפלדה העולמי,<sup>49</sup> שוק התעופה העולמי,<sup>50</sup> שוק ייצור המכוניות בארצות-הברית וביפן,<sup>51</sup> שוק האנרגיה הסקנדינבי<sup>52</sup> והתחום הפיננסי בהולנד.<sup>53</sup> במקרים מעין אלה, שביהם כמה פירמות באותו שוק השקיעו זו בזו, לא רק השקעה על ידי מוחלל התחרות עלילה להקל על קרטלים כי אם השקעות בין מתחברים אחרים. כך, למשל, נניח שהשוק מסוים השקיעה פירמה א' בפירמה ב', שהשקעה בפירמה ג', שהשקעה בפירמה ד', שהשקעה בפירמה א'. נניח עוד

ראוי Gilo הערה 12 לעיל, בעמ' 17.	46
David Gilo, Yossi Moshe and Yossi Spiegel, "Partial Cross Ownership and Tacit Collusion," forthcoming, RAND J. Econ (2005)	47
אמנם, כפי שאנו מראים שם, הפירמה היכי ייעלה בשוק تعدיף להשקיע במתחרה היכי יעיל שלה, ובלבבד כדי בכך 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 במחריר הקרטלייסטי תהא מתונה יותר.	48
ראוי Gilo, Moshe & Spiegel הערה 47 לעיל.	49
„Airlines with Ownership by Other Carriers” <i>Airline Business News</i> 48, June 1998	50
ראוי Alley, <i>הערה 22 לעיל</i> .	51
E. Amundsen & L. Bergman, "Will Cross Ownership Re Establish Market Power in the Nordic Power Market," 23 <i>The Energy J.</i> 73 (2002)	52
, Dietzenbacher, Smid & Volkerink, <i>הערה 22 לעיל</i> .	53

שפירמה א' היא מחוללת התחרות. על כן, השאלה אם יהיה קרטל בשוק תלוי רק בתמראציה של פירמה א' לסתות מקרטל. כעת נניח שפירמה ג' הגדילה את השקעה בפירמה ד': האם ההשקעה מקלה על קרטל? התשובה יכולה להיות חיובית למורות שפירמה א', מחוללת התחרות, לא הגדילה את השקעה ביריב. כל כך لماذا? משום שהגדלת ההשקעה של פירמה ג' בפירמה ד' הגדילה את החזקה העקיפה שהיא 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, מבנה השקעות מוככב יותר מעין זה, אין זה מובן מליין השקעה על ידי פירמה שאיננה מחוללת התחרות אינה מקלה על קרטלים.

אולם, השאלה מוכבבת אף יותר, משום שבוגמה זו פירמה ד' גם השקעה בפירמה א'. על כן, כאשר פירמה ג' מגדילה את השקעה בפירמה ד', גם חלקה של פירמה א' בעצמה גדול. משום כך, הגדלת החזקות של פירמה ג' בפירמה ד' בעת ובעונה אחת גם מגדילה את רוחניות הקרטל עבור פירמה א' וגם מגדילה את רוחניות הسطייה מקרטל. כדי להבין אפקט זה של החזקת פירמה בעצמה בעקבין נבחן דוגמה פשוטה יותר, שבה קיימות רק שתי פירמות שהשקייעו בו. נניח, למשל, שבבב השקעה חברה ארקיע באל על, ואל על השקעה (במיושרין או בעקבין) בארכיע. האם במצב מעין זה הגדלת השקעה של ארקיע באל על, למשל, בהכרח מקלה על יציבות קרטל? מהד גיסא, הגדלת השקעה של ארקיע באל על מגדילה את הפסק של ארקיע מסטיה מן הקרטל, עקב חלקה בהפסדים של אל על מסטיה זו; אולם מאידך גיסא גדול בעקבין הרווח של ארקיע מוחרמת מהירותים. כל כך لماذا? משום שכאשר חלקה של ארקיע באל על גדול גם חלקה של ארקיע "בעצמה" דרך ההשקעה של אל על בארכיע. כאשר ארקיע מוריידה מהירותים, בטוחה הקצר רוחניה גדלים מאוד עקב חטיבת נתתי השוק למתחריה. אך מכיוון שאל על השקעה בארכיע, חלק מהרווחים הללו שייכים לאל על כמשמעות פסיבית בארכיע – ולא לשילטים של ארקיע. אולם, אם ארקיע הגדילה את השקעה באל על, אזי חלק מהרווחים שמוסברים לאל על חוזרים לקופטה של ארקיע, שמנה יכולו להינות גם שליטה של ארקיע. בכך יש דוקא כדי לעודד את ארקיע לסתות מקרטל, משום הגידול ברוחנים שיכולים לגורוף שליטה מסטיה זו. אולם, אותה תופעה מתורחשת לגבוי הרווחים של ארקיע מקרטל: חלקם זורם חזוה לארקיע דרך החלק של ארקיע באל על ודרך החלק של אל על בארכיע. בכך יש דוקא כדי להורתיע את ארקיע מלסתות מקרטל. אך איך מהאפקטים הנוגדים הללו גוברים?

ヨシ שפיגל, יוסי משה ונני<sup>54</sup> בדקנו שאלה זו באמצעות מודל כלכלי שבו מספר כלשהו של מתחרים משקיעים וrama כלשהו של השקעה זה בואה. במודל

שלנו המתחברים הם בעלי עלות שליטה זהה, והם מוכרים מוצרים הומוגניים (כלומר: אין בידול). על כן המודל ניתן לישום ישיר בשוקים שבהם העולות השוליות של המתחברים דומות זו לזו והמושך הומוגני יחסית. בהקשר זה ניתן לחשב על שוקים כגון שוק המים המינרליים, שוק הדלק, שוק האנרגיה, תקשורת קווית, שוק הפלדה וכו'. אנו מצאנו שבשוקים כאלה העלה כלשהו של רמת ההשקעה של פירמה אחת בפירמה אחרת תגרום לכל הפירמות בענף להיות פחות אגרסיביות (מבחן הרצון לשון לטנות מקרטל),<sup>55</sup> לפחות שני סוגים של פירמות, שהתרמיז שלחן לטנות מקרטל לא מושפע כלל מההעלה ברמת ההשקעה.

הסוג הראשון של פירמות כאלה הוא הפירמה שבבוצעה ההשקעה המוגדלת, ככלומר: אם, למשל, פירמה א' מULA את רמת ההשקעה של פירמה ד', או תמיד לא יהיה כל שינוי בתמזרצה של פירמה ד'. האינטואיציה לתוצאה זו היא שכאשר מוגדלת ההשקעה בפירמה ד', הן הרוחים מקרטל של פירמה ד' וכן הרוחים של פירמה ד' מסוימת מקרטלים גדולים באותה מידת המשמעות של תוצאה זו היא שאם הפירמה שבבוצעה ההשקעה היא מחולל התחרות בשוק הנדון, רמת ההשקעה הפסיבית של פירמות מתחרות במחולל התחרות כלל לא משפיעה על קרטלים בשוק. וזה תוצאה מעניינת, בפרט לאור העובדה שהשתלטות על הפעולות של מחולל תחרות היא, כאמור, חשודה במיוחד בפגיעה המסתברת בתחרות על ידי כך שהיא מקלה על קרטלים בשוק. ואת ועוד – כאמור לעיל – שההשקעה פסיבית ברמה כלשהי במחולל תחרות אינה יכולה להקל על קרטלים כלל.

המקרה השני שבו הגדלת השקעה פסיבית במתחרה, בשוק בו כמה מתחברים השקיעו זה בזוז, איןנה משפיעה על יציבות קרטלים הוא המקרה שבו פירמה שהועלתה רמת ההשקעה בה שייכת לתת-קבוצה של פירמות שהקיעו רק זו בזוז, ואילו הפירמה שהגדילה את השקעתה נמצאת מחוץ לקבוצה זו. במקרה, למשל, כי בשוק מסוים פירמות א' ו-ג' השקיעו רק זו בזוז, ופירמות ד' ה' ו-ו' השקיעו בכל הפירמות האחרות. בשוק זה, אם פירמה ה' הגדילה את רמת ההשקעה שלה בפירמה ב', או התמזרץ של פירמות א', ב' ו-ג' לטנות מקרטל לא משתנה. בהתאם, אם מחולל התחרות בשוק זה הוא פירמה א', ב' או ג', או ה' הגדלת ההשקעה כלל לא משפיעה על קרטל. מאידך גיסא, אם בדוגמה זו מחולל התחרות הוא דוקא פירמה ד', או ו', או ה' 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

<sup>55</sup> המחבר בודק את ההשפעה של העלאת רמת ההשקעה הפסיבית תחת ההנחה שהרמה הקיימת של השקעות פסיביות היא עובדה היסטורית שלא קוראים עליה תגר.

של פירמות אלה "בזמן". זאת, משומם שכן לא השקיעו במישרין או בעקיפין בפירמה שבייצה את הגדלת ההשקעה.

### 3. השקעה פסיבית על ידי בעלי שליטה

בישראל נפוץ המקרה שבו בעל שליטה בפירמה (כלומר: חברת או אדם השולטים בנעשה בפירמה) משקיע פסיבית במתחרה של הפירמה (להלן: "ההשקעה על ידי שליט"). כוהי, למשל, השקעתה של קבוצת ברואן-פישמן – בעלת השליטה בעיתון גלובס – בידיעות אחרונות<sup>56</sup>, וכוהי השקעתה של חברת כנפיים, בעלת השליטה באקיין, בחברת אל על.<sup>57</sup>

כאשר בעל שליטה בפירמה משקיע במתחרה של הפירמה, ההשפעה האנטי-תחרותית עשויה להיות חזקה יותר כייסם למקרה שבו הפירמה עצמה משקיעה במתחרה. וזאת, משומם שבבעל השליטה יכול לזרוק את האפקט האנטי-תחרותי של השקעתו במתחרה על ידי דילול חלקו בפירמה שבה הוא שלט.<sup>58</sup> דילול כאמור גורם לו להעניק משקל רב יותר על חלקו בפירמה המתחרה. כפי שנייר העבודה הכלכלי הנזכר לנו מראה,<sup>59</sup> מה שהוא צריך מידת הפגיעה בתחום הוא היחס בין ההשקעה של השליט ביריב לבין ההזואה של השליט בפירמה שלו. כך, למשל, אם לשagit מסוים יש 60% מהפירמה שבה הוא שלט, והוא השקיע ב-15% מהחברה מתחרה – ההשקעה מפחיתה את התחרות כמו השקעה ישירה בין מתחרים בגובה 0.15/0.60, שהם 0.25 או 25%. והוא אומר: אם רשות הגבלים העסקיים החוששת מההשקעה פסיבית של 25% בין מתחרים בשוק נתון, הרי כשמזרב בההשקעה על ידי שליט המזוהיק 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 מוגזם, והוא משול להשקעה ישירה בין מתחרים של 0.15/0.50 שהם 30%.

אמנם, שליט של חברה מקבל למעטה חלק גדול יותר ברווחי החברה מזו המיוחס להחזקתו הפורמלית, משומם שלעתים קרובות הוא מצילich להפיק טובות הנאה על חשבון בעלי מנויות המיעוט מתוקף היותו שליט. מאותה סיבה, החזקת המיעוט של השליט בחברה מתחרה, שבה שליט שליט אחר המפיק טובות הנאה ככל, מייצגת ערך אמיתי הפתוח, במידה מסוימת, מהוזה החזקה הפורמלית. מבחינה זו ניתן לטעון שיש הצדקה להמעיט במידה מסוימת את אחוזה החזקה האפקטיבי נשוא הנושא הנ"ל.

<sup>56</sup> הערת 2 לעיל.

<sup>57</sup> הערת 3 לעיל. לכנפיים 75% מאקיין והשאר בידי עובדי ארקיע.

<sup>58</sup> להסביר מפורט על אודות אפקט זה ראו Gilo, הערת 12 לעיל, בעמ' 22-28.

<sup>59</sup> Gilo, Moshe & Spiegel, הערת 47 לעיל.

כאשר בעל שליטה מתחשב באינטרסים האישיים שלו תוך כדי שליטתו בפירמה, או מתעלם מהרווחים המגעים לבבלי מנויות המיעוט בפירמה שבה הוא שולט, נהוג לבנות זאת "בעית נציג", המהווה לעתים הפרה של חובת ההגינות של בעל השליטה או הפרת אמון של נושא משרה (אם בעל השליטה הוא גם נושא משרה בפירמה), ומחיתה את הערך של מנויות המיעוט. הניתוה לעיל מראה ש"בעית נציג" ספציפית זו עשויה להיות דוקא בעלת ערך הן לפירמה הנשלטה בכללותה והן לבבלי מנויות המיעוט בה. הראיינו לעיל שהעובה שהשליט מתחשב בחלוקת בפירמה המתחרה מאפשרת לפירמה שלו להתחייב להתרומות ארגוסיביות פחותה – דבר שבדרך כלל משרות את האינטרסים של פירמה זו על ידי דרבון יריביה להתרומות עצמן המהירים והגדלת הרוחים.

לא רק שהתחשבות השליט בהחזקתו בפירמה היריבה משרות את טובת הפירמה שבה הוא שולט, אלא שהתעלמותו של השליט מהרווחים לבבלי מנויות המיעוט בפירמה שלו רק משפרת עוד יותר את טובת הפירמה בשליטו, לרבות את טובתם של בעלי מנויות המיעוט בה. זאת, משומם שרק אם השליט מתעלם מהרווחים של בעלי מנויות המיעוט בפירמה שלו יהול האפקט הנוסף הנזכר, שלפיו דילול חלוקו בפירמה מגבירו עוד יותר את הפגיעה בתחרות. אילו במקרה זאת היינו מנהיים שהשליט משיא את הערך הכלול של הפירמה שלו – כולל הרוחים לבבלי מנויות המיעוט בה – כי או לדילול ההזקה של שליט לא היה אפקט אנטי-תחרותי נספּ.

כפי שהבהירנו לעיל, בשוקים רבים תהא זו אסטרטגיה רוחית לפירמה להתחייב באופן אמין להתרומות ארגוסיביות פחותה, משומם שיש בהתחייבות כזו כדי לעודד את המתרומות להתרומות עצמן ארגוסיביות פחותה, באופן המעלה את רוחהן של כל הfirמות בשוק. זה וداعי יהיה המקלה כמספרה יכולה להתחייב באופן אמין לא לסתות מקרTEL באופן שימוש להקל על קרTEL סמוני בשוק. גם אם לא שורר קרTEL בשוק, עדין במקרים רבים יהא זה מועיל לפירמה להתחייב להתרומות פחות ארגוסיבית, לאחר שהתחייבות כזו מעודדת גם מתחרים אחרים להתרומות עצמן ארגוסיביות פחותה.<sup>60</sup>

בהתאם, נניח שליט מסוים שהשייע בפירמה מתחירה גורם לפירמה שלו להתרומות ארגוסיביות פחותה. יהא זה קשה לטעון נגדו שהוא נמצא בהפרה של חובת ההגינות שלו כלפי הפירמה שהשליטה, או שנושאי המשרה בפירמה שלו – עושי דברו – מפרים את חובת האמון שלהם. כפי שהודגש לעיל, התנוגות כזו מצידם עשויה דוקא להויעל לפירמה ולבעלי מנויות המיעוט בה.

בעלי מנויות מיעוט אלו יתקשו להוכיח בבית המשפט שהתנהגותו הרכה של השליט בתחרות עם יריבי הפירמה לא הייתה האסטרטגייה האופטימלית עבור

60 ראו הערא 25 לעיל והתקסט הנלווה אליה.

הפירמה. ראשית, כאמור לעיל, עצם ההתחייבות האמינה להתחרות באגרסיביות פחותה יכולה להעלות את רוחוי הפירמה; שנית, במשור הפרקטי, השligt תמיד יוכל לטעון כי התחנוגות בהנחיתו (כגון איזורודת מחירים או העלאת מחירים) כלל איננה נובעת מהאינטרסים של השligt ביריב. הוא גם יוכל לטעון שהפירמה שבסליטתו מנוולת דזוקא באופן תחרותי, ושהורדת מחיר או השارة מחיר נמוך אינה אופטימלית בהינתן הביקוש בשוק והעלויות של הירמה. בעלי מנויות המיעוט בפירמה יתקשו להוכיח שלא כך הדבר. השאלה מהו "מחיר התחרותי" או ה"התחנוגות התחרותית" לפירמה נתונה בזמן נתון תלולה במגוון פרמטרים מורכבים, העשויים להשנות מדי יום ואינם ניתנים לאיומות בבית המשפט.

אם כך, כאשר בעל שליטה בפירמה משקיע בפירמה מתחלה, נוסף על אחוזו החזקתו בפירמה המתחלה, מי שוסף את דיני הגבלים העסקיים צריך לבחון גם את אחוזו החזקתו בפירמה שבה הוא שולט. ככל שהחזקתו של בעל השליטה בפירמה שבה הוא שולט קטנה, כך יגרום בעלי השליטה לפירמה שבה הוא שולט להתחרות באגרסיביות פחותה. יתרה מזו: גם רמות השקעה נמוכות שמחזיק בעל שליטה בפירמה מתחלה עשוית לגרום להפחטה משמעותית בתחרות, אם בעל השליטה מדל באופן ממשמעותי מספיק את החזקתו ברוחוי הפירמה שבסליטתו. כך, פירמות רבות בישראל נשלטות דרך מבנה "פירמידה", שבו משפחה מסוימת מחזיקה, למשל, ב-60% בחברת החזקתו, שמצדה מחזיקה ב-60% מחברת החזקתו שנייה, שמצדה מחזיקה ב-60% בפירמה פלונית המתחרה בשוק מסוים. במצבים מעין אלה, למרות שאויה משפחה שלטת שליטה בלתי-מעורערת באותה פירמה פלונית – דרך שליטה הבלתי-מעורערת בחברה הסבתא והחברה האם של פירמה פלונית – חלקה של המשפחה שלטת ברוחוי פירמה פלונית הוא רק X60% X60% = 21.6%. אם משפחה זו גם משקיעה השקעה פסיבית במתחרה של אותה פירמה פלונית, די יהיה בהשקעה קטנה יחסית כדי לדרבן את המשפחה לניהל את פירמה פלונית בצורה מאוד לא תחרותית, משום שחלקה ברוחוי פירמה פלונית

<sup>61</sup>

קטנים, כך שהיא תעניק משקל יתר להחזקתה במתחרה. כפי שציינו לעיל, בקשר ניתן לומר שכדי לקבל מושג על רמת ההשתתפות של השligt באינטרסים של הירמה המתחירה יש לחלק את החזקתו במתחרה בהחזקתו בפירמה שבה הוא שולט.<sup>62</sup> על כן, למשל, אם המשפחה השולטת בكونצרנים נשוא הדוגמה לעיל משקיעה ב-10% בלבד מפירמה שמתחרה בפירמה פלונית, מהדוגמה לעיל, הדבר שկול להשקעה של פירמה פלונית עצמה ב-46.3% ממניות המתחרה – אחוזו החזקה שהיא גורם לכל רשות הגבלים עסקיים לחושש

61 ראו Gilo, הערת 12 לעיל, בעמ' 23-25 לנитוח המתח בין תמריצים אלה של השליט לבין חובתו לניהל את החברה שבסליטתו לטובת אותה החברה.

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

אף מגלי להבין לעומק את התובנות הקשורות בהשקעה פסיבית בין מתחרים. זאת, משום שאחוו ההחזקה של השליט ברוחבי מתחרה (10%) חלקי אחוו ההחזקה של השליט ברוחבי הפירמה שבשליטהו (21.6%) הם 46.3%.

ניתוח השקעה פסיבית על ידי בעל שליטה בפירמה מתחרה הוא אנלוגי לניתוח השקעה פסיבית על ידי מנהל בפירמה מתחרה. יתרה מזאת: מכיוון שבמקרים רבים מנהל מחזיק באחוו קטן יחסית מהבעלות בפירמה שהוא מנהל, מדובר במקרה קיצוני של שליט שדילט את החזקותו בפירמה שהוא שלט – דבר המחייב עוד יותר את האפקט האנטי-תחרותי של השקעת המנהל בפירמה מתחרה.<sup>63</sup>

תוצאה נוספת של המחקר הכלכלי שנזכר לעיל<sup>64</sup> היא שישוב של השקעה בין פירמות לבין עצמן עם השקעה על ידי שליטי הפירמות יכול להוביל לתוצאות מעניינות. כך, למשל, הראינו שם פירמות א' וב' השקיעו זו בזו, ובנוסף – השליט של פירמה א' השקיע בפירמה ב', אמנם – כפי שעולה מהניתוח שליל – השקעה כזו של השליט מקלה עוד יותר על קרטלים בשוק, אם פירמה ב' היא מחוללת התחרות. אולם, בהנחה שליט 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 (ומבחן זה היה תאה פרו-תחרותית). הסיבה היא שהגדלת ההשקעה של פירמה א' בפירמה ב' מעלה את החזקה העקיפה של פירמה ב' בעצמה, ובכך יש כדי להגדיל דה-פקטו את החזקותו של שליט פירמה ב' בפירמה שלו. כפי שראינו לעיל, הגדלת חלקו של שליט בפירמה שלו גורמת לו להעניק משקל פחות להזקתו בפירמה מתחירה באופן שמקשה על קרטלים בשוק.

<sup>63</sup> כמו כן, גם מרכיבים בחבילות של שכר-מנהלים, שם בעלי זיקה לרוחבי מתחרה או בעלי זיקה למצב השוק בכללו, עשויים להיות אנטי-תחרותיים מסווגות דומות. להרחבה ראו So Gilo, הערכה 12 לעיל, עמ' 25-28. למחקר אמפירי המראה קשר חיובי בין מרכיבי תגמול ארכיטקטורה לביצועי פירמות מתחירות ראו Rajesh K. Aggarwal & Andrew A. Samwick, "Executive Compensation, Strategic Competition, and Relative Performance Aggarwal & Samwick, "Evaluation: Theory and Evidence," 54 J. Fin. (1999) 64. אמנם ראו Gilo, Moshe & Spiegel, הערכה 47 לעיל.

## **ב. ניתוח משפטי והשלכות משפטיות**

### **1. הסיווג המשפטי של השקעה פסיבית**

הפסיקאות הבאות יעסקו בסיווג המשפטי של השקעות פסיביות על פי דיני ההגבלים העסקיים היישרליים הקיימים ובסיווג המשפט הרורי שלהם. השאלה העיקרית שתידונו היא מתי, אם בכלל, תהווה השקעה פסיבית ממשו מג'ור חברות, וככזו תטופל על ידי פרק ג' לחוק ההגבלים העסקיים, ומתי, אם בכלל, היא תהווה הסדר כובל שיטופל על ידי פרק ב' לחוק. זהה שאלה השובה, ממשו שהטיפול של חוק ההגבלים במיזוגים ובCONDORS כובלים הוא שונה – הן מבחינה טכנית-פרודטורלית והן מבחינה חומרת התערבות של דיני ההגבלים בעסק.

(א) השקעה פסיבית כמיוזג חברות על פי סעיף 1 לחוק ההגבלים, מיוזג כולל רכישה על ידי פירמה אחת של מנויות פירמה אחרת, המקנה יותר מרבע מזוכיות החכבה, הון המניות, הרוחות או הרכות למנות דירקטוריים בפירמה האחרת.<sup>65</sup> אם כך, הדרך היחידה שההשקעות פסיביות במתחרים יהיו מיוזגים לפי סעיף 1 לחוק היא כאשרו ההחזקה ברוחה המתחיה עולה על 25%. אולם ההחלטה פירשה את הגדרת מיוזג לפי סעיף 1 לחוק כבלתי-ימצא,<sup>66</sup> אך האפין שבו השלימה ההחלטה את ה-"חסר" בהגדרת מיוזג לא עונה על החששות המובעים במאמר זה. נהפוך הוא: פסיקה זו קבעה שגם עסקה שאיננה נכתנת לגדר הגדרת מיוזג לפי סעיף 1 תהווה מיוזג אם פירמה רוכשת יכולת לכוון את פעילותה העסקית של פירמה אחרת.<sup>67</sup> הרחבה זו של

<sup>65</sup> הסעיף מוסיף כי רכישה "יכל שתהא במישרין או בעקיפין או באמצעות זכויות המוקנות בחוץ". ראו גם החלטות הממונה בעניין: רכישת מנויות "נחותן" על ידי מושג וליקינד (הגבלים העסקיים-החליטות הממונה ופסק דין, הוצאה ועד מהוו ת"א, כרך א' 113); מימוש אופציית למנויות כור תעשיית בע"מ בידי קבוצת بنך הפעלים-קביעה ע"פ סעיף 43 לחוק ההגבלים העסקיים, תשמ"ח-1988 (הגבלים העסקיים-החליטות הממונה ופסק דין, הוצאה ועד מהוו ת"א, כרך ג' 55).

<sup>66</sup> ראו, למשל, ערד 2/94 (ים) תנובה מרכז שיתופי לשוק נ' הממונה על ההגבלים העסקיים (הגבלים העסקיים-החליטות הממונה ופסק דין, הוצאה ועד מהוו ת"א, 170, 159; ע"א 2247/95 הממונה על הגבלים עסקיים נ' תנובה מרכז שיתופי לשוק וצורת חקלאות בישראל בע"מ, פ"ד נב(5) 213).

<sup>67</sup> ראו, למשל, החלטות הממונה בעניין: רכש מנויות בנך ברקליס-דייסקונט בע"מ על ידי בגין דיסקונט לישראל בע"מ (הגבלים העסקיים-החליטות הממונה ופסק דין, הוצאה ועד מהוו ת"א, כרך א' 123); ובעניין מיזוג חברות גREL בע"מ ו-א.ב. אלקטرونיקה בע"מ (הגבלים העסקיים-החליטות הממונה ופסק דין, הוצאה ועד מהוו ת"א, כרך א' 196).

הגדרת מיוזג איננה עוננה כմובן על החששות המובעים בראשימה זו, הדנה בפגיעה בתחרות הכרוכה בהשקעה פסיבית, שאיננה מלאוה כלל ביכולת של פירמה אחת – המשקעה – לכוון את הפעולות של הפירמה השניה, שבה בוצעה ההשקעה.

מן האמור עולה שהאופן היחיד שבו השקעה פסיבית במתחרה תהווה מיוזג על פי חוק ההגבלים העסקיים, כפי שפורש, הוא אם אהו השקעה במתחרה עליה על 25%. באחוזו החזקה גבוהה מעין זה המוחוק מכתיר את העסקה כ"מיוזג" לצורך החוק גם כשההחזקה היא פסיבית. זאת אנו למדים מסעיף 1 עצמו, הכלול גם השתתפות ביותר מ-25% מהרוויחים או בהון המניות של פירמה אחרת כתמיוזג – גם אם היא לא מלאוה ביכולות למינוי דירקטוריים או ביכולות הצבעה באסיפה הכללית.

אם כך, אם קיינו לטפל בחששות לפגיעה בתחרות המובעים במאמר זה ובמציאות הוראות חוק ההגבלים העסקיים במיזוגים, צפואה לנו אכובה. זאת ממשום שהשקעה פסיבית בין מתחדים, בשוק שבו קיימות מעט פירמות משמעותיות, אינה צריכה לעלות על 25% כדי שתלווה להשפעות התחרותיות השליליות שנדונו לעיל.

יתרה מזו: החוק איננו עורך לתת ביטוי לחששות המוחדים העולים מהשקעה פסיבית על ידי שליט. כך, למשל, כפי שריאנו, אם שליט מוחיק בפירמה שלו, 60%, הרי שהשקעה של 20% על ידו בפירמה המתחרה בחברה שבשליטתו משוללה להשקעה בין מתחדים בגובה 0.2/0.6, שהוא 30%. אם כך, מבחינת האפקט האנטי-תחרותי, השקעה עברה את סף ה-25%, אולם מכיוון שהמבחן של סעיף 1 הוא פורמלי-מספרי ולא מהותי, עדין תיחס השקעה כפי הנראתה כהשקעה הפחותת מ-25% ולא תיחס כמיוזג.

#### (ב) השקעה פסיבית כהסדר כובל

נקודת המוצא ניתוח שלහן היא שככל עסקה שאיננה מיוזג לצורך פרק ג' לחוק ההגבלים (העסק במיזוגים) חשופה אוטומטית לטענה כי היא הסדר כובל, הנידון בפרק ב' לחוק. מבחינה זו, הגדרת הסדר כובל היא שירית. ככלות הכלול, מבחינה טכנית כל מיוזג הוא גם "הסדר בין בני המנהלים עסקים העולם לפגוע בתחרות...". בכഗדרתו של הסדר כובל לפי סעיף 2(א) לחוק – אלא שהמוחוק קבע שהסדרים הנכנים לגדר הגדרת מיוזג יידונו בנפרד, בפרק ג' לחוק. מטרת המוחוק בכך הייתה להביע את דעתו כי מיזוגים הם תופעה יהודית, שהיא באופן עקרוני יעליה יותר מהסדרים שאינם מיזוגים.<sup>68</sup> אכן, מבחינות רבות, הטיפול של החוק במיזוגים מקל יותר עם הפירמות מטיפולו בהסדרים כובלניים (אלא אם מדובר בהסדרים הנננים מפטור "אוטומטי" כleshו,

<sup>68</sup> ראו הערות לחקיקה – "דו"ח הוועדה למיזוגים וונגנגלרטים", הפרקליט ל"ב 559 (תש"מ).

כגון סייגי סעיף 3 לחוק, שההסדרים הנכנסים לגדרם לא ייחשבו לכובלים כגון הסדרים הנחננים מחד מפטורי הסוג, וכגון הסדרים שככל לא ייחשבו לכובלים עקב אי-פגיעתם בתחרות.<sup>69</sup> בהתאם, כל הסדר שאיננו נכנס להגדרת מיזוג איננו ראוי לאוטו טיפול מוקל של פרק המיזוגים אלא לטיפול הנוקשה יותר בהסדרים כובלים, המצוין בפרק ב'.

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

2. (א) הסדר כובל הוא הסדר הנעשה בין בני אדם המנהלים עסקים, לפחות אחד הצדדים לפחות מגביל עצמו באופן העולול למנוע או להפחית את התחרות בעסקיםبينו לבין הצדדים האחרים להסדר, או חלק מהם, או בין אדם שאינו צד להסדר.
- (ב) מבלי לגרוע מכלויות האמור בסעיף קטן (א) יראו כהסדר כובל הסדר שבו הcabילה נוגעת לאחד העניינים הבאים:
  - (1) המחיר שידרש, שיוצע או ישולם;
  - (2) הריווח שיפек;
  - (3) חלוקת השוק, כולל או חלקו, לפי מקום העיסוק או לפי האנשים או סוג האנשים שעם 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 חזקותחולות שבתקיימן כלל אין צורך להראות, במרקחה קוונטרטי, פגיעה מסתברת בתחרות.<sup>70</sup> החזקה פסיבית של פירמה בפירמה מתחרה איננה כלולה במסגרת הcabילות המונעות בסעיף (ב). זהו מצב ראוי, משום שהcabילות המונעות בסעיף (ב) צריכות לכלול רק את אלה מהסוג החמור ביותר, שקשה להבין אותן שלא על רקע אנטיתחרותי כגון תיאום מחירים מופרש בין מתחרים, חלוקת השוק בין

<sup>69</sup> ראו גילה-חויזם, העלה 32 לעיל, בהערה 226, שם מוסבר מדוע, מבחינות רבות, הטיפול במיזוגים מוקל יותר מהטיפול בהסדרים. כך, למשל, מיזוג שאיננו מיזוג "גדול" די על פי המבנה של נתתי שוק ומתחורי מכירות הנקובים בסעיף 17 לחוק הוא פטור להלוטין מדיני ההגבאים העסקיים; מהירות התגובה של המונגה לביקשת מיזוג עקרונית גבוהה יותר מהירות תגובה לטדור להסדר כובל על פי סעיף 14; המבחן הסתברותי לפגיעה בתחרות הנדרש כדי להסמיד את המונגה או את בית הדין להגבאים עסקיים לעזר את העסקה הוא מוקל יותר עם הפירמות במרקחה של מיזוגים מאשר במקרה של הסדרים (השו את סעיף 21 לחוק אל מול סעיפים 14 ו-9 לחוק).

<sup>70</sup> ראו גילה-חויזם, שם, בעמ' 642, והאסמכתאות מモבאות שם.

מתחרים וכדומה. זאת, להבדיל מהחזקקה פסיבית בפירמה מתחרה, שלמות שהראינו בפסקה 1 לעיל שבמקרים מסוימים היא עלולה לפגוע בתחרות, קיימים מקרים רבים אחרים שבהם היא איננה פוגעת פגיעה של ממש בתחרות, וזאת למשל במקרים בשוק הרלכני מתחרים משמעתיים רבים שאינם מעורבים בהשיקעות מעין אלה, או כשההשיקעה היא בשיעור נמוך דיו. משום כך, אם השיקעה פסיבית במתירה תידון כסדר כובל, היא מדובר בסדר כובל לפי סעיף 2(א) לחוק, הדורש פגיעה מסתברת בתחרות.

ה"סדר" כאן הוא, כאמור, בין הפירמה המשקיעה לבין מי שמכר לה את החזקה במתירה, יהא זה המתחרה עצמו, שהנפק לה מנויות אולקח ממנה הלוואה, בעל מנויות מיעוט במתירה (או הציבור המחזיק במנויות המתחרה) שמכר את מנויותיו, או השlient של המתחרה, שמכר לפירמה מתחרה חלק מהחזקתו. בהתאם, במקרים מסוימים עשויה להתעורר השאלה אם מתיקיות דרישת סעיף 2(א) לחוק ההגבליים, שלפיה שני הצדדים צריכים "ղנה עסקים" כדי שהסדר יוכל להיחשב כובל. השאלה מתחוררת במלוא הריפوتה כสมוכר המניות הוא משקיע פסיבי, או במקרה הקיצוני – הציבור הרחב, שמנויותיו נרכשו על ידי המתחרה בשוק ההון. ניתן לכטורה לטעון שモרכרים מעין אלה אינם "מנחים עסקים" ומשומם כך לא מתיקיים תנאי הסף הנ"ל לראות את הסדר כובל, אולם הדרישת ל"ניהול עסקים" על ידי שני הצדדים להסדר פורשה בפסקה שמנהן עסקים, גם אם כל "עסקיו" הם החזקתו בפירמה מסוימת ומכירת החזקה וו או חלקה לפירמה אחרת.

יסוד נוסף בסעיף 2(א) שרואין לציון בענייננו הוא יסוד ה"כבליה". על פי לשון סעיף 2(א), כדי שהסדר יהיה כובל אחד הצדדים לצורך "להגביל עצמו". ניתן לכטורה לטעון כי השיקעה פסיבית של פירמה במתירה שלא איננה "מגבילה" אף אחת מהן: הפירמה שבה בוצעה ההשיקעה לא מגבילה עצמה ממש שההשיקעה היא פסיבית, וככזו איננה מקנה לפירמה המשקיע יכולת להגביל בדרך כלליה את פעילות הפירמה בה בוצעה ההשיקעה; אשר לפירמה המשקיע, לכטורה ניתן לטעון כי עצם ההשיקעה במתירה אינה מגבילה מפורשות את חופש פעולתה של הפירמה המשקיע. עם זאת, את יסוד ה"כבליה" המצו בסעיף 2(א) לחוק יש לפרש באופן תכלייתי יותר ודוקני פחות. ברגע שהסדר מפתח את התMRIצים של פירמה להתרות הוא כולל את אלמנט הcabilla הנדרש, גם אם הוא אינו כופה עליה מפורשות להתרות פחות. קיימים לפחות שני סוגים של הלכות הממחישות כיצד גישה תכלייתית זו שולחת על פרשנותו של סעיף 2(א) לחוק.

71 ראו שם, בהערות שוליים.<sup>39</sup>

ראשית, רואיה לציון ההלכה שלפיה הסדר הכלול תמרוץ כלכלי להתנהגות מסוימת – כגון מתן בלעדיות לספק או ללקוח – עשוי להיות הסדר כובל הנידון באופן אנלוגי להסדר הכוונה מפורשות התנהגות זו. כך, למשל, בהחלטת בית הדין להגבלים עסקיים בעניין ידיעות אחרונות נקבע כי אם ספק נתן למפיין שלו תMRIיצים כלכליים שמעודדים את המפיין לרכוש רק ממנו, הגם שהמפיין אינו כובל מפורשות לכך, הדבר אנלוגי מבחינת תחולת דין ההגבלים העסקיים להסדר מפורש המחייב את המפיין לרכוש רק מן הספק.<sup>72</sup> גם בפטורי הסוג ניתן למצוא ביטוי לאותה גישה תכליתית. כך, למשל, בכללי ההגבלים העסקיים (פטור סוג להסכם רכישה בלעדית), התשס"א-2001, פטור סוג שנייתן בהם להסדרי רכישה בלעדית מסויג בין היתר בכך שבין הצדדים להסדר קיימים הסכמים מסווגים כגון הכתבת מחרירים. סעיף 3(4)(ד) לפטור סוג מבהיר כי אותו סיג חל גם במקרים "כל הסכם אחר שתוצאתו שותע ערך להסכם כאמור...".

כל נסף המושרש בדייני ההגבלים העסקיים הישראליים הוא שוג המלצה בין מתחרים להתנהגות מסוימת מהויה הסדר כובל. כך, למשל, סעיף 5 לחוק ההגבלים קובע במפורש כי גם המלצה (שaina מתימרת להיות מחייבת ואינה מלואה באמצעות אכיפה כלשהם) של איגוד עסקי לחבריו לפועל בדרך מסוימת, העוליה לפגוע בתחרות, מהויה הסדר כובל. גם כאן לכואורה נעדך אלמנט ה"כבילה"; עם זאת, נהייר שחוק ההגבלים אינו לוקח את מושג ה"כבילה" באופן ליטרלי אלא חותר אל התכלית של שימור התחרות – גם על ידי מניעת הסדרים מומלצים גרידא בין מתחרים העולאים לפגוע למרות ואת בתחרות.

סעיף 2(א) לחוק פורש בעבר באופן "AMILOLI" ולא תכליתי. לפי פירוש מילולי זה של הסעיף, כל עוד קיימת פגיעה בתחרות בין הצדדים לבין עצם יהא מדובר בהסדר כובל לפי סעיף 2(א), וזאת בלי קשר לשאלת אם אכן נפגעה התחרות בענף הרלבנטי. גישה "AMILOLIT" זו נובעת מלשון הסעיף, המכתחמה כהסדר כובל בסדר "לפי אחד הצדדים ... מגביל עצמו באופן העולם למנוע או להפחית את התחרות בעסקים בין לבין הצדדים האחרים להסדר" (ההדגשה הוספה). על פי פרשנותו "AMILOLIT" זו, למשל, דוכן משותף של שתי חניות נעלמים, מtower 100 חניות ככלה באזרע מסויים, מהויה הסדר כובל משום ש恒נות הנעלמים נשוא הדוכן המשותף מפסיקות להתחרות בינוין 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 החניות המתחרות

<sup>72</sup> בקשה 18/96 (ה"ע, י-ם) הממונה על ההגבלים עסקיים נ' 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.

באזרע מרין כל אפשרות לפגיעה בתחרות בהקמת הדוכן המשותף.<sup>73</sup> החשש הוא שההשקעה פסיבית על ידי מתחברה אחד במתחרה אחר תיכנס לגדר הפרשנות המילולית האמורה של הסעיף, שהרי מצינו שההשקעה כזו מפחיתה את התמריצים של הפירמה המשקיעת להתחרות באגרסיביות – ומסקנה זו מתבקשת לכואורה גם כשבשוק הרלכנטיא פועלות פירמות ממשמעויות רבות, שקיים מונע את הפגיעה בתחרות בענף. זהה דוגמה נוספת הממחישה את האנומליה שבפרשנות המילולית הנ"ל, שאת ביקורת עלייה מתחתי במקום אחר.<sup>74</sup>

כללי ההגבלים העסקיים (פטור סוג להסכם שפגיעתם בתחרות קלט ערך), התשס"א-2001 מביעים במשמעות את החשש מהחזקות בין מתחברים בסעיף 3 לפטור, הקובלע בין היתר חוזה כי הסכם לרכישה של זכות בתאגידי מתחברה פוגע בתחרות פגיעה שאינה קלט-ערך, וזאת אף כשהנתה השוק המצרי של הצדדים קטן מ-10%. "זכות בתאגידי מתחברה" מוגדרת בכללי ההגבלים העסקיים (הוראות והגדירות כלליות), התשס"א-2001 ככללת, בין היתר, רכישה של עסקים במניה, זכות להחזקה או להורות על מכירתה, זכות להשתתף ברווחי התאגידי או לחלק ביתרת נכסיו לאחר סילוק חובותיו בעת פירוקן. מכאן, שgem השקעה פסיבית בפירמה מתחברה מהויה רכישת זכות בתאגידי מתחברה בלבד קשור לשיעור ההחזקה. מכאן אנו למדים, ראשית, כי לדעת הממונה שכabb את פטור הסוג, השקעה פסיבית אכן עשויה להיות הסדר כובל – שהרי אחרת לא היה טעם לקבוע חוזה לא-יתחולת פטור הסוג להסדרים שפגיעתם בתחרות קלט-ערך על השקעה פסיבית. שנית, קיים כאן אימוץ נדייר יחסית בחdotנו מצד רשות ההגבלים העסקיים לחשות התחרותיים הנובעים מההשקעה פסיבית.

ניתן אף לומר שדרך הטיפול של סעיף 3 הנ"ל לפטור הסוג בחששות התחרותיים הללו היא מרוחקת-לכט, שהרי הנition הכלכלי בפסקה 1 לעיל ממחיש כי הפגיעה בתחרות בהשקעות פסיביות קיימת רק כב███ קיימס מספר קטן של מתחברים ממשמעויות, ורק אם אחוו ההחזקה ממשמעותי מספיק. זאת, בעוד שהחזקה (הניתנת לסתירה) לא-יתחולת פטור הסוג חלה גם כשותפים תחרותיים ביוטר, שבהם קיימס מספר רב של שחknim ממשמעותיים, גם כשותפי השוק המצריים של הצדדים המעורבים בהשקעה קטנים מ-10%, ולכל רמה – ולו מזערית – של החזקה.

(ג) הסיווג הרואי של השקעה פסיבית  
ראינו כי על פי הסיווגים המקובלים בפסקה אודות מיזוגים, השקעות פסיביות העולות על החזקה של 25% בפירמה שבה בוצעה השקעה מהוות מיזוג, ואילו

<sup>73</sup> להרחבה בקשר לפרשנות מילולית זו של הסעיף ראו גילה-זווים, הערה 32 לעיל, בפסקה 30.10.  
<sup>74</sup> ראו שם.

השקעות פסיביות המKENOT החזקה של מתחת ל- 25% בפירמה שבנה בוצעה ההשקעה עשוות להיות הסדר כובל. זהה, כמובן, תוצאה אונומלית אם מתחשבים בעובדה שצינה לעיל שוק הגבלים מטפל במיזוגים ביד קלה יותר מזו שהוא נוקט כלפי הסדרים העולמים לפגוע בתחרות ואינם נהנים מפטור אוטומטי. אין היגיון בכך שכאשஆחו החזקה עולה מעבר לסף ה- 25% ייחוף הטיפול בהשקעה הפסיבית באופן פטומי למקל יותר, עקב סיווג העסקה כמיוזג להבדיל מהסדר כובל.

קיימים שני פתרונות אפשריים לאונומלייה. האחד הוא הרחבת הגדרת מיוזג גם להשקעות פסיביות הפחות מ- 25%. פתרון זה הוא אפשרי אף היום, לאור האופי הבולט-ימצא של הגדרת מיוזג בסעיף 1 לחוק באופן המאפשר לפסיקה להרחב את הגדרת מיוזג כפי שהיא רואה לנכון.<sup>75</sup> זהה גם הגישה של דיני הגבלים העסקיים בארצות-הברית, הרואים מיוזג ככול כל רכישה של מנויות, בלי קשר לאחיזה המניות הנרכשת.<sup>76</sup> הביעיות בפתרון זה נועצה בכך שהוא מאפשר טיפול בעל אופי מקל יותר, הנהוג במיזוגים המערבים שליטה משותפת של פירמות, גם להחזקות פסיביות. זה המקום לתהות על קנקנה של הבדיקה בין מיזוגים להסדרים כובלים. הדעת נותנת שהטיפול המקל יותר שייחד המחוקק למיזוגים, והעובדה שמיוזגים נתפסו על ידו כטומנים בחובם יתרונות חברותיים אינהרנטיים, נבע דווקא מאלמנט שליטה משותפת המאפיין את רוב המיזוגים. במקרים מסוימים, שליטה משותפת, לצד הפטונצייאל הברור שלה לפגיעה בתחרות, היא שמאפשרת ניצול של יתרונות חברותיים כגון יתרונות לגודל בייצור. יתרון לגודל בייצור, המוגדר כkeitון של עליות הייצור כשהיקף הפעולות גדול, יכול להיות מושג רק כשקיים אלמנט של שליטה משותפת בין פירמות המאוחדות משאים וכוחות ופועלות בשטח. השקעה פסיבית איננה יכולה להשיג יתרונות מעין אלה, שהרי מעצם הגדרתה היא איננה מאפשרת שליטה משותפת, אלא שתחתיה כל אחת מן הfirmytes המעורבות תנוהל עצמאית. ההשפעה היחידה של השקעה פסיבית היא על התמראיצים של הfirmytes המעורבות – ובפרט על אלה של הfirmyte המשקיעה – להתרחות בשוק. מבחינה זו ראוי יותר לסתור של הפרק הדן בהסדרים כובלים, ולא כמיוזג.

מכאן, שבחינה תכליתית עדיף היה פתרון שונה לאונומליה שלפיה השקעה פסיבית נצפית כמיוזג רק כשהיא עוברת את סף ה- 25%: שינוי הגדרת מיוזג

75 ראו ערך *תנובה*, הערכה 66 לעיל, בעמ' 164.

76 ראו סעיף 7 של הד'*Clayton Act*, חוק המיזוגים 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))

בסעיף 1 לחוק באופן שמיוזג לפי סעיף 1 יכול רക רכישות העשוית להביא להשפעה על עסקיו הפירמה שבה בוצעה ההשקעה, דרך זכויות החזקה באסיפה הכללית שלה, מינוי דירקטוריים שלה וצדומה. באופן זה, השקעה שהיא פסיבית לחלוין, בלי קשר לאחיזה החזקה שהיא מניבה, תידון במסגרת הפרק של הסדרים כובלים. בניתוחו לפי פרק ההסדרים הכובלים, ככל שאחיזה החזקה יהא גבוהה יותר תגבר פגיעה המסתברת בתחרות. הביעה בגישה זו היא, כמובן, שהיא מצורכה שנייה של החוק. כל עוד לא ישונה החוק ברוח זו עדיפה הגישה הקודמת, הרואה את כל ההשקעות הפסיביות כמיוזגים, על גישת כלאים הרואה בהשקעות פסיביות מתחת ל- 25% כהסדרים ובהשקעות פסיביות מעל סף זה כמיוזגים.<sup>77</sup> גישה מעין זו גם תגבר על הקושי הפרשני הנזכר, שיתעורר לעיתים במישור ההסדרים הכובלים – שלפניהם יש לראות גם את מוכר המניות (גם אם הוא בעל מנויות פסיבי או בעל מנויות מן הציבור) כמו ש"מנהל עסקים" לצורך הגדרת ההשקעה הפסיבית כהסדר.

## 2 עמדת הפסיקה ביחס להשיקעות פסיביות בין מתחרים

בפרשנות ספרות שהגיעו לפתחה של רשות ההגבלים העסקים הכירה הרשות, ولو חלקית, בסכנה הנובעת מההשקעה פסיבית בין מתחרים, אולם ברוב המקרים היא בחרה לטפל באמצעות פרק המיוזגים לחוק, על רף ה- 25% – הליברלי מדי עם הפירמות – הקבוע בו. לדעתו, התוצאה היא שקיים חשש כי השקעות פסיביות בין מתחרים, בשוקים בהם פועלים מעט מתחרים ממשמעותיים, מתקבלת בפועל יחס מקל מדי בדיני ההגבלים העסקים הישראליים.

כך, למשל, בפרשנות ברואן-פישמן נידונה הגדלת החזקה של בראון ושל פישמן בחברת ידיעות אחרונות בע"מ, המוציאה לאור את עיתון ידיעות אחרונות. ברואן-פישמן היא חברת החזקות הנשלטה על ידי מNr אליעזר פישמן וג'ב' עדנה בראון. לפישמן ובראון יש גם שליטה בחברת מוניטין עיתונות בע"מ, השולטת ביוםון הכלכלי "גלובס". נוסף על כך, לבראן-פישמן, עוד לפניה הגדלת החזקה האמורה, הייתה החזקה בידיעות אחרונות שהקנתה לה את הכוח למנות 12.5% מכוח החזקה בדירקטוריון. מאוחר יותר הודיעו בראון ופישמן על כוונתם לרכוש, כל אחד בנפרד, חלק מנויותיו של עוזד מוז בידיעות אחרונות, כך

<sup>77</sup> בפועל תיתכן השקעה שאכן מקנה לפירמה המשקיעה השפעה מסוימת על עסקיו הפירמה בה בוצעה השקעה. 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 להידן במסגרת שיקוליו של הממונה, אם יש חובה להודיע לו על המיוזג בנסיבות התקומות בסעיף 17 לחוק ההגבלים, כשהוא מחייב או לאשר את המיוזג.

шибידיו בראון ופישמן יחויקו במניות המKENOT להם יותר מ-25% מרוחHi ידיעות אחרונות, תוך השארת כוח ההצעה של חברת בראון-פישמן בדירקטוריון ידיעות כפי שהיא לפני כן. החלק הארי של זכויות ההצעה, הן באסיפה הכללית והן בדירקטוריון ידיעות אחרונות, מסורה למשפטת מוז.

הממונה התנגד לכך והוא ודרש מבראון ופישמן למכור חלק מנויותיהם בעיתון ידיעות אחרונות כך שהחזוקות של בראון ושל פישמן גם יחד ברוחHi ידיעות אחרונות לא יעמדו את רף ה-25%.<sup>78</sup> על רקע זה הגיעו רשות ההגבלים העסקיים להסדר עם בראון-פישמן, שלפיו ימכרו המניות העודפות מעבר לרף ה-25% לצד שלישי בלתי-תלי, ושעד מכירתן – תוך פרק זמן שנותר חסוי בהחלטה אבל הוגדר בפסק דין של בית הדין להגבלים עסקיים בערר כ-”תקופה ארוכה”<sup>79</sup> – תימנע בראון-פישמן מלמנות מטעמה נושא משרה בדירקטוריון ידיעות אחרונות או להשתתף בישיבות הדירקטוריון של ידיעות אחרונות, למעט בהחלטות הטענות אישור לפי סעיף 270 לחוק החברות, הדן באישור עסקאות עם בעלי עניין.

הכעה, מבחינת ייושם הניתוה של מאמר זה על המקרה הנוכחי, היא שההכרעות שניתנו בעניין זה אינן נווגנות משקל לאפקט האנטי-תחרותי האפשרי של השתתפות בראון ופישמן, השולטים בגלוובס, ב-25% מרוחHi ידיעות אחרונות. נקודת המוצא של הממונה בהחלטתו, שאומצה גם על ידי בית הדין בדיונו בערר על ההחלטה הממונה,<sup>80</sup> היא שגלוובס וידיעות אחרונות מתחروفות זו בזו בשוק אספקת המידע הכלכלי בעיתונים היומיים בשפה העברית ובשוק התשלומות של כתבים כלכליים. כפי שהציג הממונה בהחלטתו, אלה הם שווקים ריכוזיים שבהם פועל מספר מצומצם של שחקנים ממשמעותיים. עוד הדגיש הממונה כיצד הריכוזיות בשוקים אלה רק עולה עם הזמן:<sup>81</sup> הוא הדגיש את הסמי הכנישה התמירים לשוקים אלה,<sup>82</sup> וכן את הפרטיקות האנטי-תחרותיות שהסתמכו בשוקים אלה, לרבות תיאום בין מתחרים, קשרים פיננסיים בין המתחרים ודוחיקת מתחרים חדשים.<sup>83</sup> בהחלטתו ניתח הממונה את ההשפעות האנטי-תחרותיות של השקעה פסיבית בשוקים כגון אלה, והדגיש את השפעת ההשקעה על תMRICI המשקיע להתרחות ואת העובדה שיש בכך גם כדי לדרבן את המתחרים של המשקיע להתרחות באופן פחות אגרסיבי בעצמו.

78 ראו נימוקי התנגדות למיזוג בין בראון ופישמן 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.

82 ראו שם, בפסקה 4.2.

83 ראו שם, בפסקה 4.3.

אולם, הממונה נמנע מלחתערב בהחלטה זו בהשquaה פסיבית של בראון ופישמן בידיעות שאינה עולה על 25%. זהי החזקה משמעותית, וראוי שדיני ההגבלים העסקיים יהלו גם עלייה – אם על ידי הרחבת הגדרתית של מיזוג ואם דרך דיני ההסדרים הכספיים, כאמור בפרק ב.(א) וב.(ב) לעיל.

למעשה, האפקט האנטי-תחרותי הגלום בהחזקה של 25% מרווחי מתחרה בשוק ריכוזי ומוצע לפורענות עשוי להיות חמור אף ממה שנראה על פני השטח. זאת, משומש שההשquaה של בראון ושל פישמן בידיעות היא בוגדר השquaה על ידי שליטים. הניתוח של השquaה פסיבית על ידי שליטים, המפורט בפרק א.3 לעיל, מראה כי ככל שחלקם של בראון ושל פישמן ברוחבי גלובס – העיתון שבשליטתם – קטן יותר, כך בראון ופישמן יוניקו יותר משקל להחזקתם האמורה בידיעות אחرونנות, וכך התחרויות לנחל את גלובס כמתחרה אגרסיבית פחות בשוקים 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 לשולט על פעילות גלובס דרך הארגנים של גלובס, ועל כן החזקו של כל אחד מהם בידיעות משליכה על תמריציו כשליט של גלובס. אשר לפישמן, נניח כי החזקו הפסיבית בידיעות היא של 12.5% (בין באמצעות החזקה ישירה ובין באמצעות החזקה של 50% בבראון-פישמן, המחויקה, מצידה, 25% בידיעות). במצבות הניתוח הכלכלי בפרק א.3, הדנה בהחזקה פסיבית על ידי שליטים, יש לבחון עתה את החזקו של פישמן בגלובס. לקבוצת פישמן 2/3 מהברת מוניטין עיתונות, שלא 100% בגלובס. על כן חלקו של פישמן ברוחבי גלובס הוא 2/3. החזקה חלקית זו גורמת לפישמן להעניק משקל גבוהה הרבה יותר לחלקו (12.5%) ברוחבי ידיעות. בהתאם, כאשר הארגנים של גלובס אמרורים להכריע לגבי מידת האגרסיביות של התחרות גלובס בשוקים הרלבנטיים, פישמן ייטה להפעיל את השפעתו לכיוון של תחרות פחות אגרסיבית. אשר לבראון, נניח שגם לה חלק עקייף או ישיר של 12.5% בידיעות. מנגד, חלקה במוניטין עיתונות הוא 1/3 בלבד, וחלקה של מוניטין עיתונות ברוחבי גלובס הוא כאמור 100%. מכאן, חלקה של בראון ברוחבי גלובס הוא 1/3 בלבד. אם כך, באותה הכרעות של ארגני גלובס שבhn פישמן היה מעוניין בתחרות פחות אגרסיבית, בראון תתמוך בהפחחת האגרסיביות בשתי ידיה, משומש לחלקה ברוחבי גלובס הוא של 1/3 בלבד – כך שהמשקל שהוא מעוניין לחלקה בידיעות הוא גדול אף מזה של פישמן. על פי הניתוח שלנו בפרק א.3 לעיל ניתן בקירוב לומר שהחזקתו האמורה של פישמן בידיעות משוללה להחזקה של 12.5% חלקו שניד-שלישיים, שהם 18.75%, ואילו החזקה של בראון בידיעות משוללה ל- 12.5% כפול שלוש, שהם 37.5%.

לחלוופין, אם נביט על בראון ועל פישמן כגוף אחד – עקב האינטראיסים הקיימים שיש להם בידיעות, ועקב שיופיע הפעולה ארוך השנים שלהם תוך כדי השליטה

בגלבס – נגייע לסתאה דומה מבחינת האפקט של ההשקה הפסיבית. חלוקם ברוחבי ידיעות, שהממונה מסכימים לו בשתייה, יהיה של 25%, והחזקתם בגלבס תהיה זהה להחזקה של מוניטין עיתונות בגלבס, שהוא 100% – כך שבראון-פישמן תעניק משקל קטן יותר להחזקה הפסיבית בידיעות מאשר בניתוח התmericים של בראון ושל פישמן לחוד. מבחינה זו, האפקט האנטי-תחרותי של ההחזקה הפסיבית בידיעות דומה בגודלו בין אם נבית על בראון ועל פישמן לחוד ובין אם נבית על בראון ועל פישמן, בהקשר זה, כוגף אחד. אם מביטים עליהם לחוד אמנים 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, בגלבס. במקרה השני, שבו מביטים עליהם כוגף אחד, ההחזקה הפסיבית של גוף זה בידיעות גדולה יותר, והמשקל שהמשקיע מעניק לשקעתו קטן יותר מBookmark הקודם, עקב החזקתו הגדולה יותר בגלבס.

כפי שקרה הניטהה בפרק ב.1(ב) לעיל, עסקה שאיננה מיוזגת מהוות הסדר, וניתן על כן לתוקפה 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 ברוחבי ידיעות אחרונו – מרצע שהגענו למסקנה שאיננה מהוות מיוזג – אינה כפופה לדיני ההסדרים הקובלים. ככלות הכל, כפי שהדגשנו לעיל<sup>84</sup>, כל עסקה אנטי-תחרותית שאיננה מיוזגת היא פוטנציאלית בגדיר הסדר כובל. דיני ההגבאים העסקיים הם "רציפים" בעניין זה; לא קיים "רייך" או "שטח הפקר" שבו עסקה אנטי-תחרותית לא תידין כמיוזג מחד גיסא, ומайдך גיסא תהא מנوعה מלהידון כהסדר כובל.

תהייה נוספת להוראות בהסדר שבין הממונה לבראון-פישמן המנתנות את המשך החזקת המניות העודפות עד שאללה תימכרנה, בכך שבראון-פישמן תפיסק להשפיע על פעילותה של ידיעות באמצעות כוח ה指挥ה שהיא לה עוד קודם לכן בדיקטוריון ידיעות (למעט בהחלטות על פי סעיף 270 לחוק החברות). אם נקודת המוצא היא שהגדלת הששתפות בראון ופישמן ברוחבי ידיעות אחרונות כשלעצמה מקימה מיוזג, האפקט האנטי-תחרותי שהמיוזג יוצר הוא האפקט של ההשקה פסיבית במתחרה, קרי: הפתחת תmericי גלבס להחרות באופן אגרסיבי בשוקים הרלבנטיים. מנגד, התנאי הנ"ל לאישור המיוזג איננו משליך כלל על האפקט האנטי-תחרותי האמור של ההשקה הפסיבית שהוכתרה כמיוזג. השפעה זו כשלעצמה אינה תלואה ביכולת של בראון-פישמן להשפיע על ניהול ידיעות או בנסיבות של בראון-פישמן למידע רגיש הנידון בדיקטוריון של ידיעות, אלא רק בתmericיהם לנחל את גלבס באופן פחות תחרותי.

סתאה זו מעלה שתי בעיות. ראשית, האפקט האנטי-תחרותי של ההחזקה

הפסיבית העודפת מצד שליטי גלובס, שמעל 25%, ברוחם ידיעות אחרוננות, עשוי להיות משמשות עד שהמנויות העודפות תימכרנה, והתנאי שהתווה הממונה אין בו כדי להפחית בכחאו זה חששות אלה לפגיעה השקלעה הפסיבית האמורה בתחרות. בפרט, החזקה משמעותית מעין זו של שליטי גלובס בידיעות עלילה לגרום לעליית מחירים בשוקים הרלבנטיים שבהם גלובס וידיעות מתחרור, לתנאים להיות תחרותיים פחות, ולקרטלים (לרבוט קרטליים סמיים) להיות יציבים יותר. פסקה א.2 לעיל מלמדת כי האפקט האחרון – הקללה על יציבות קרטלים – יהא חזק יותר במיוון אם גלובס נחשבת כ"מחללת תחרות"; ככלומר: בעלת נתיחה גדולה יותר לסתות מקרטלים בענפים אלה. למשל, תחת ההנחה שגלובס עילה לפחות כמו מתחריה בשוקים הרלבנטיים מחד גיסא, ומайдך גיסא נתה השוק שלה קטן משליהם, סביר יהיה להסיק לכואורה כי גלובס היא אכן בעלת נתיחה גדולה יותר ממתחרותיה לסתות מקרטלים.<sup>85</sup>

שנייה, ניתן לטעון כי אין זה ברור מnenן שואב הממונה את הסמכות להთווות כתנאי להכשרת השקלעה פסיבית – בתקופת הביניים עד שהמנויות העודפות תימכרנה – שההשפעה שהיתה לבראון-פישמן לפני המיוזג על דירקטוריון ידיעות תנוטREL. הניתוח הכלכלי של פסקה א לעיל מראה כי החשש לפגיעה בתחרות בהשקלעה פסיבית במתחרה שונה לחלוון מהחשש לפגיעה בתחרות מיכולת השפעה של פירמה אחת על המתחרה. אין ביכולת ההשפעה של בראוון-פישמן על פעילותה של ידיעות אחרוננות, שמשפיעה על תמריציה של ידיעות אחרוננות בתחרות, כדי להחמיר את הפגיעה בתחרות הכרוכה בהשקלעה פסיבית של בראוון ושל פישמן בידיעות אחרוננות, המשפיעה ישירות ורק על תמריצי של גלובס להתחרות. בambilים אחרים: אין בネットו יכולת ההשפעה של בראוון-פישמן על ידיעות אחרוננות כדי להפחית את החשש לפגיעה בתחרות הטמון בהשקלעה הפסיבית של בראוון ושל פישמן בה. אמת, הן ההשפעה על ידיעות אחרוננות והן ההשקלעה הפסיבית יכולות לפגוע בתחרות, אך אין בפגיעה האחת כדי ללבות את הפגיעה השניה.

ניתן לטעון כי הממונה איננו מוסמך לה坦נות מיוזג בתנאים שאינם נחוצים כדי להפחית את הפגיעה בתחרות הטמון באותו מיוזג. במרקחה שלפנינו, ה"מיוזג" הוא ההשקלעה הפסיבית של בראוון ושל פישמן בידיעות אחרוננות, שהעלתה אותם יחדיו להשתתפות הגדולה מ-25% ברוחם ידיעות. מנגד, התנאי לאישור המיוזג (עד שתימכרנה המנויות העודפות) הוא נטרול ההשפעה שהיתה לבראון-פישמן על ידיעות אחרוננות עוד לפני המיוזג, שאין בו כדי להפחית את הפגיעה בתחרות הטמונה במיוזג.

<sup>85</sup> ראו SoI, העלה 12 לעיל, בעמ' 17. כמובן, בדיקה אמיתית של סוגיות אלה דואיה לדין עמוק יותר, על בסיס העובדות הרלבנטיות שהיו בפני הממונה.

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

אין דומה רכישת זכות לקבלת דוחות הפירמה (בשיעור העולה על 25%) למי שאין בידו כוח הצבעה בדיקטוריון של הפירמה, לרכישת זכות צו בוידי מי שיש בידו כוח הצבעה כזו...לאור כך, איןני רואה כל פסול בכך שהממונה יתנה הסכמתו למיזוג שקס עקב רכישת זכות עודפת לרווחים בעיקור כוח הצבעה של הרוכש בדיקטוריון הפירמה. תנאי זה אמן לא יאיין את המיזוג אך הוא עשוי לאין או להקנות את עוקציו מבחינת הפגיעה בתחום.

כאמור לעיל, לדעתו הניתונה הכלכלי של השפעות השקעה פסיבית מראה כי אין הדבר כך. הפגיעה המסתברת בתחום השקעה פסיבית זהה, בלי תלות בשאלת אם למשקיע גם יכולת להשפיע על הפירמה שבה בוצעה השקעה. מובן, שאם מדובר במיזוג שבו המשקיע רוכש הן זכות ברוחוי פירמה אחרת והן השפעה על פעולותיה (ואכן, רוב המיזוגים הם כאלה), במיזוג עצמו טמוני שני הסוגים של פגיעה בתחום: זה של היכולת להשפיע על מתחרה וזה של השקעה הפסיבית. או אז יהא לגיטימי, גם על פי הפרשנות הצרה האמורה של סמכות הממונה להtotות תנאי, להנתנות את המיזוג בנטרול ההשפעה על המתחרה, תוך התחשבות בכך שהפגיעה הכלכלית בתחום תפתח, ותיישר בעינה הפגיעה בתחום הטעינה בהשקעה הפסיבית. אמן מקרה כזה יהיה צורך להראות שבמיזוג המוצע יתרונות חברתיים הגוברים על הפגיעה בתחום השקעה הפסיבית שתיוותר לאחר יישום התנאי הנ"ל, או כי החשש לפגיעה בתחום השקעה הפסיבית הזה, לאור נתוני השוק, אינו די ממשועטי. מכל מקום, ההבדל בין הדוגמה האחורה לבין פרשת בראונ-פישמן הוא שברешה זו כל יכולתו של המיזוג הוא ההשפעה של בראונ-פישמן על ידיעות אחירות היתה קיימת גם לפני המיזוג.

ניתן, אמן, לפרש את סמכות הממונה להtotות תנאי למיזוג באופן רחב יותר, שלפיו הממונה מוסמך להנתנות מיזוג בתנאים היכולים לשפר את תחרויות הענף או הענפים שבהם המיזוג עלול לפגוע בתחום, וזאת גם אם אין בתנאים אלה כדי להפחית את הפגיעה המסתברת בתחום הטעינה במיזוג עצמו.<sup>86</sup> על פי

86 הרחבה מרחיקת-לבת עוד יותר של סמכות הממונה היא לפחות שהוא מוסמך להנתנות מיזוג המשליך לרעה על ענף מסוים בתנאים האמורים לשפר תחרויות בענפים אחרים. ניתן לטעון שכאליה היו התנאים לאישור המיזוג בין כור לקלארידג', שהגבילו, בין היתר, שיתופי פעולה בין כור לבין קונצרנים אחרים גם בענפים שעומם המיזוג בין כור

גישה פרשנית זו, בפרשת בראונ'-פישמן היה הממונה מוסמך להtentoot את ההשיקעה הפסיבית של בראון ושל פישמן בידיעות אחרונות בנטrole השפעה של בראונ'-פישמן על ידיעות אחרונות, משום שבנטrole השפעה זו יש כדי לתרום לתחרותיות באותו שוקים שבהם ההשיקעה הפסיבית האמורה עלולה לפגוע בתחרות.<sup>87</sup>

עם זאת, עדיפה בעיני הפרשנות הצרה יותר של סמכות הממונה להtentoot תנאים, לפיה התנאים שהוא מוסמך להtentoot הם רק כאשר שיכולים להפחית את הפגיעה בתחרות הכלומת במיזוג עצמו. ככלות הכול, סמכות הממונה לעוזר מיזוג או להtentoot בתנאים כמה מהפגיעה בתחרות הכלומת 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 לשירות למיזוג שבפני הממונה. תהא זו התערבות מרחוקת-לבכת בחופש העיסוק של הפירמות המעורבות במיזוג. יתרה מזאת, בהרחבת סמכותו של הממונה להtentoot תנאים יש כדי להרתו פירמות מהגיש הודעות מיזוג והן עלולות להעדיף שלא להתמזג ללא הודהה, תוך עבירה על החוק.

בית הדין נימק את גישתו, לפיה התניינית המיזוג בנטrole השפעת בראונ'-פישמן על ידיעות אחרונות היא לגיטימית, באמצעות סמכותו של בית הדין לצווות על הפרדת חברות שהתמזגו שלא כדין, הקבועה בסעיף 25 לחוק ההגבלים. סעיף זה קובע כי:

וקלאידג' לא השיע עלייהם. ראו החלטה בדבר אישור מיזוג בתנאים: Columbus Capital Corporation מקבוצת קלאידג', כור תעשיות בע"מ, רשות ההגבלים העסקיים, פרסום 3001322 (1998). אולם, נראה כי פרשנות זו מרחיבה יתר על המידה את סמכות הממונה. ככלות הכול, סמכות להtentoot למיזוג או להtentoot אותן בתנאים מתעוררת עקב חשש סביר לפגיעה ממשותית בתחרות בענף מסוים. לפיכך, "ኒצול' אישרו של המיזוג כדין" להציג תנאים המפרטים תחרותיות ענפים אחרים מלאה שהמיזוג משיפע עליהם חורג מתכלית סעיף 21 לחוק, המਸמיך את הממונה להtentoot למיזוג או להtentoot אותן בתנאים.

<sup>87</sup> באותה רוח פורסם לאחרונה כי הממונה הצהיר שהוא מוכן לאשר מיזוג בין ארקייע לאל על, או אפילו בין לבני ישראל, ובכלל שיבוטלו שיתופי הפעולה בין אל על לבין חברות תעופה ורות. רואו הדס מנור, "שטרות אישר המיזוג בין אל על לארכיע בתנאי שאל על תפיסת תיאום מחייב טיסות עם חברות ורות", גלובס 13.1.2004. גם תנאי זה מסתמן על הפרשנות הרחבה יותר של סמכות הממונה להtentoot מיזוג בתנאים: ביטול שיתופי הפעולה בין חברות תעופה ישראליות לחברות ורות תרומות לתחרות באותו שוקים המשפעים לרעה מיזוג בין חברות הישראלית, אך אין בו כדי להפחית את הפגיעה בתחרות הטמונה במיזוג זה עצמו.

(א) ראה בית הדין, על פי פניה של הממונה, כי קיים חשש סביר כי כתוצאה ממיזוג חברות, שנעשה בוגemd להוראות חוק זה, תיפגע באופן משמעותי התחרות באותו ענף או ייפגע הציבור כאמור בסעיף 21, רשיי הוא לצות על הפרדתן של החברות שמוего.

(ב) הפרדת החברות שמוego תהא בדרך של הזרת המצב לקדמות או בדרך של העברת חלק מהמניות לגוף, לפי בחירתן, שאינו קשור להן, או הקמת פירמה נוספת אליה יועברו חלק מנכסיו החברות או בכל דרך אחרת שתירה 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 בראונ-פישמן הוא ההשקעה הפיסיבית. על כן, העסקה היחידה שבית הדין יכול לצות על ביטולה הוא עסקת ההשקעה הפיסיבית – ולא ההשפעה שהיתה קיימת קודם לכן לבראון-פישמן על ידיעות אחרות.

פרשא נוספת שבה החששות המוחדים מפני השקעה פיסיבית על ידי שליט לא קיבלו ביטוי הוא אפשרי ההזקה של כלל ב-11% מנויות חברת הלוין DBS.<sup>88</sup> החזקה זו אפשרה למורות שא.די.בי, שליטה מצדיה בכלל, שלטה בומנים בעקבفين גם בתבל. תבל, כמובן, הייתה (בתהום הטלכוביה הרב-ערוצית) ההזקה אושרה הוודאות המתחרה היחידה של DBS בתחום הטלכוביה הרב-ערוצית. ההזקה אפשרה להבטחות של חברות כלל לצד "חומרות סיניות" שימנו השפעה של שא.די.בי. על פעילות DBS<sup>89</sup> אולם, כמובן, החששות מההשקעה פיסיבית לא קטנים גם כשהפירמה המשקיעה מבטיחה כי לא תשפייע על פעילות הפירמה בה בוצעה השקעה. אמן, מושם שא.די.בי פיתוח שליטה בכלל רק בעקבفين, חלקה של שא.די.בי פיתוח DBS היה למעשה פחות מ-7.7%<sup>90</sup> עם זאת, יש לו כו שמדובר בהשקעה פיסיבית על ידי שליט: שא.די.בי, שליטה בעקבفين בתבל, השקעה בעקבفين במתחורה של תבל. על כן, ככל שהחלק של שא.די.בי ברוחו תבל קטן יותר, כך תעניק שא.די.בי משקל גדול יותר על חזוקתה (דרך כלל) DBS.

<sup>88</sup> "מי מנהל את המנהלים", גLOBס 7.3.1999.

<sup>89</sup> שם, וכן אף לנדו, "צפויים מגעים למיזוג בין קבוצות DBS של בוק וככל בעקבות פסילת הרכbijין", גLOBס 21.12.1998.

<sup>90</sup> זאת, מושם שא.די.בי פיתוח החזיקה, מצדיה, 63.6% בכלל, וכל היא שהזקה 11% ב-DBS. כמו כן, כפי שציין לעיל, השפעת התחרות על רוחי DBS יחסית להשפעתה על רוחי תבל – ולא רק אחדו ההזקה עצמו. אם, בנסיבות העניין, תחרות אגרסיבית מצד תבל משפיעה ממשמעותית לטובה על רוחי תבל, ומשפיעה באופן לא ממשמעותי על רוחי DBS – השפעתה של ההשקעה קטנה יחסית.

אכן, חלקה של א.ד.בי פיתוח בדסק"ש (שהיתה השליטה הישירה של תבל) היה 91,54% וחלקה של דסק"ש בתבל היה 48%. 92 על כן, חלקה של א.ד.בי פיתוח ברוחוי תבל היה רק 25% $=48\% \times 54\%$ . בהתאם, משמעות הד% הלו שיש לא.ד.בי פיתוח ברוחוי DBS, מבחינה תחרותית, הייתה גדולה פי כמה. בקירוב, מכיוון שכאמור לעיל מה שחשוב הוא היחס בין החזקת השליט במתחרה להחזקה של השולט בחברה שהוא שולט, האפקט האנטי-תחרותי של 7% אלה דומה יותר לאפקט של השקעה ישירה של 7% חלקי, שם כ-25%, של תבל DBS.

אזכור נוסף מסויים לחשש כי השקעה במתחרה עלולה לפגוע בתחרות גם אם איןנה מלואה בשליטה על אותו המתחרה מצויה בהחלטת הממונה עניין ים Tat. 93 פרשה זו עסקה בשותפות ים Tat, עסקה בחיפושי נפט וגז טבעי מול חופי מדינת ישראל. במיזום זה ביקשו לחבר, בין היתר, שתי חברות מרכזיות בשוק האנרגיה בישראל, קבוצת דלק וקבוצת גראנית הכרמל, השלטת בחברת סונול ישראל בע"מ. בפני הממונה היה הסדר לפיו גראנית הכרמל הייתה אמורה להחזיר 15% מהميزום, 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 ומוצריו דלק מסורתיים עתידיים להיות מתחרים או מתחרים פוטנציאליים בשוקי האנרגיה. לפיכך, החזקה של גראנית הכרמל בחלק משמעותי מרוחוי שותפות ים-תatty, הפעלת בתחום הגז הטבעי, יכולה לרשן את תמריצי סונול להתחרות בימים-תatty, בעתיד, בשוקים אלה.<sup>94</sup>

עד כאן מילים כdrobenot; עם זאת, לדעתינו, יש להזכיר מהרחבת התובנה בדבר האפקט האנטי-תחרותי של השקעה פסיבית אל תחומיים נוספים, אפורים יותר. נוסף על הנימוק האמור לא-יתמן הפטור – שלפיו השקעת גראנית הכרמל ביום Tat תפגע בתחרות הפוטנציאלית בין גז טבעי לבין מוצר דלק מסורתיים יותר – היה נימוק נוסף לא-יתמן הפטור, והוא החשש כי אינטראנס כלכלי משותף של דלק ושל גראנית הכרמל בשותפות ים Tat תפגע בתחרות בין דלק לבין גראנית הכרמל, שליטה סונול, בשוקי הדלק המסורתיים עצם.<sup>95</sup> גם כאן נזoor הממונה

91 אל' ציפורין, "נסיכי הנהול של רקרנטים", גלובס 9.7.1998.

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

93 החלטה בעניין אי-יתמן פטור מאישור הסדר כובל לפי סעיף 14 לחוק ההגבאים העסקיים, התשמ"ח-1988, מיום ים Tat גראנית הכרמל השקעות בע"מ, רשות ההגבאים העסקיים, פרסום 3008959 (2000).

94 ראו שם, בפסקה 5.2.

95 ראו שם, בפסקה 5.3.1.

לכואורה בתוכנה בדבר האפקט האנטי-תחרותי של השקעה פסיבית,<sup>96</sup> אולם לדעתי אין הצדקה להחלת תוכנה זו בהקשר זה. כאשר מתחרה א' משותף ברוחה מתחרה ב', מתחרה א' אכן עלול למתחרות באופן פחות אגרסיבי, משום שתחרות אגרסיבית תפגע בערכה של השקעתו. אולם, ככל אין זה מובן מآلוי שאמ' למתחרה א' ולמתחרה ב' החזוקות בשותפות הפעלת בענף השונה מן הענף בו הם מתחרים, אזי תמריציהם להתחרות זה בזה ירושנו. ככלות הכל, גם אם יתחרו זה עם זה באופן אגרסיבי ביותר לא תהיה לכך השפעה כלכלית על ההזדמנויות בשותפות הפעלת, על פי ההנחה הנ"ל, בשוק אחר לגמרי. אם כך, התוכנה שעלה ביסס הממונה את חשותיו מבוססת על תאוריה אחרת, הנוגעת ל"זיקה הדידית" או ל"יחס נאמנות" בין שותפים שיחששו לפגוע זה בזו בשוקים שבהם הם מתחרים.<sup>97</sup> זהה תוכנה דדה פחותה, שקשה יותר להסבירה בכלים כלכליים צורופים, שלא כמו האפקט-האנטי תחרותי של השקעה פסיבית בין מתחרים באותו השוק.

"ישום מעוניין של החששות התחרותיים הגלומים בהלוואה למתחרה ניתן למצוא בתנאים לאישור המיזוג בין מוניטין עיתונות, שבשליטת קבוצת פישמן, לבין חברות התקשורות הבינלאומיות קווי וחב. בתנאי לאישור המיזוג האמור דרש הממונה מקבוצת פישמן להיפטר בהדרגה, במשך שניםים, מג"ח של חברת ברק שירותי תקשורת, המתחירה בקווי וחב.<sup>98</sup> לא קיימים בהחלתה נתונים לגבי גובה ההלוואה שננתנה קבוצת פישמן לברק, אולם אין ספק כי בשוק ריכוזי כשוק השירות הבינלאומיות, הלואה משמעותית למתחרה עלולה לרסן את תמריצי המלווה להתחרות באופן אגרסיבי ולהקל על קרטלים סמיים או גלוים, אלא אם קיימות בטוחות מזקקות ומספיקות לכיסוי החוב – עניין שגם הוא לא פורט בהחלתה האמורה. תכונה מעוניינת נוספת להלוואה זו היא שה haloואה נעשתה לא על ידי קווי וחב עצמה אלא על ידי השליט העתידי של קווי וחב, פישמן. בהתאם לנition בפרק א.3 לעיל אודות השקעה פסיבית על ידי שליט, ככל שהחלק של פישמן בקווי וחב קטן יותר, כך האפקט האנטי-תחרותי של ההלוואה

96 ראו שם, בהערות 73-74 והתקסט הנלווה אליה.

97 גורמים מניעים נוספים לאותו חיש נובעים מהחשש הנובע משליטה משותפת בין מתחרים בשותפות הפעלת בענפים אחרים מלאה של השותפות, ומהעובדה שהמתחרים עלולים לנצח את השותפות לצורך קרTEL אודות הפרטדים התחרותיים בשוקים שבהם הם מתחרים (שם, בפסקאות 5.3.2, 5.3.3). חששות מעין אלה הנקובים בפסקט ובהערה זו מוצאים ביטוי גם בהחלות אחרות של הממונה, כגון החלטת הממונה על אי-יתמן פטור מאישור בית הדין להסדר כובל: ארגנית המורה התקיכון, רשות ההగבלים העסקיים, פרסום 3001385 (1997), והחלטה בענין Columbus Capital Corporation, הערכה 89 לעיל. חששות דומים מגולמים בתנאים לתחולתם של כליל ההגבילים העסקיים (פטור סוג למיזמים משותפים), התשס"א-2001, ובעיקר סעיף 3(א).

98 ראו הערכה 4 לעיל.

גדול יותר, משומ שפישמן, תוך כדי השליטה בכספי זהב, ענייק משקל גדול יותר לאינטראסים שלו בברק בדמות ההלואה שננתן לה.

לבסוף, בהחלטת הממונה לאישור המיזוג בין קבוצת אליהו לאיילון, שהניציחה מצב שבו לשלהי אליהו יש החזוקות של 38% מנויות הפניות, המתחרה באילו חברה לביטוח, ולאילו אחזקות בע"מ יש 36% מהן מנויות של איילון חברה לביטוח, המיזוג עם איילון אושר בתנאי שהשפעת אליהו על פעילות הפניות ופעילות איילון תהא מוגבלת, והיתה התעלמות מוחלטת מהאנטי-תחרותי של השתתפות אליהו ברוחם הפניות ואילו. גם כאן מדובר בהשעעה פסיבית על ידי שליט, שהרי ההחזקות האמורות בהפניות ובאיילון הן של מי ששולט באילו חברה לביטוח. העובדה, למשל, שלאליהו אחזקות בע"מ היו רק 74% מהמניות של אליהו חברה לביטוח מציבעה על כך שלא אליהו אחזקות ואילו העניקו משקל רב יותר משנדמה להחזקתם בחברות המתחרות.

כללית, דומה שקיימות בישראל השקעות פסיביות בין מתחרים שככל לא קראו עליהם תגר, בין במישור הפיקוח על שוקים ספציפיים – כגון שוק התקשות – ובין במישור ההגבלים העסקיים. כך, למשל, בנק לאומי רכש 9.9% מניות פועלים תקשורת, ובעקבות העסקה נעשה בנק לאומי מעורב בשתיים מתוך שלוש הוכיניות של ערוץ 2. זאת, משומ שללאומי כבר החזק לפני כן ב- 20% מקשת, ובעקבות העסקה הנ"ל החזק גם החזקה עקיפה בראשת – שהרי לפועלם תקשורת 27% מנויות רשת.<sup>99</sup> אם ההזקה של לאומי בקשר לנחתת ללאומי יכולת השפעה על פעילות קשת, מדובר בהשעעה פסיבית על ידי שליט מסווג שהוא פוטנציאלית חמורה: מדובר ב"שליט" המחזיק רק 20% מהפירמה שבשליטתו. אולם, קוללה ניתן לשקל במרקחה כזו את מידת השליטה של לאומי בקשר: ככל שהיא קטנה יותר ומתבטאת בספקטרום צר יותר של פעילות קשת בשוק, כך קטן החשש – אם כי הוא לא נעלם.

גם ההזקה של כנפיים – שליט ארקיע – בעל על עברה בינוים ללא התערבות וגולטורית. אמת, בשלב כתיבתו של מאמר זה ההזקה היא של אחוזים בודדים (כ-5%); עם זאת, מדובר גם כאן בהשעעה על ידי שליט. לכנפיים רק 75% בארכיע, ולכן המשקל שתשים כנפיים על האינטראנס של האילו של יותר מ-5%. ההגדלה עתידית של ההזקה כנפיים באילו, כגון על ידי מימוש האופציה הקיימת כבוד עתה להגדלת ההזקה לכדי 15% או אף יותר, כמו גם דילול חלקה של כנפיים בארכיע, יחמיר את החשש, ורואים לבדיקה. זאת בעיקר על רקע העובדה ששוקי התעופה בישראל הם ריכוזיים ורוויים בשיתופי פעולה בין מתחרים.

<sup>99</sup> ראו ג'ודי מלץ, "תדמור יבדוק העיסקה למכירות 9.9% מנויות פועלים תקשורת לבנק לאומי", גLOBס 23.9.1999.

אם כן, ניתן לסכם שהיחס של רשות הагבליים העסקיים להשקעה פסיבית בין מתחרים הוא לרוב מקל מדי. אمنם, במקורה הנדון של החזקת פישמן, שליט קווי זהב, בברק שירות תקשורת, נדרש פישמן להיפטר מהחזקה כולה, אך זאת לא בא מסגרת חקירת החזקה עצמה כהפרה של דיני הагבליים העסקיים אלא כתנאי לאיישור מיזוג ביניהם קווי זהב. אمنם גם החלטת הממונה הנזכרת בעניין ים תטיס נקתה גישה נוקשה בכך שהתערבה בחזקה של 15% בין מתחרים פוטנציאליים (פירמה בתחום הגו ופירמה בתחום הדלק), אך, כאמור, היו נימוקים נוספים להתערבות זו, וקשה להעירך מה היה משקלם. כמו כן, למעט ההחלה האמורה בעניין ים תטיס, בהחלטות האופרטיביות של הממונה לא קיימת אמרה פוזיטיבית ברורה כי השקעה פסיבית עשויה להיות בגדר הסדר כובל בפני עצמו גם בנסיבות שבahn היא לא מהווה מיזוג. לבסוף, קיימת התעלמות עיקבה מהמקורה הנפוץ בישראל של השקעה פסיבית על ידי שליט, למروת שהראינו שמדובר זה Dorsh Toshomot Leb Mivhatat, כפי שפירטנו בפרק א.3 לעיל.

#### ג. סיכום

שוקים רבים הם ריכוזיים ומוסדים להתקנות קרטליסטיות ולכוחן של פירמות להעלות מחירים. כמו כן, מבנה הבעלות על פירמות בישראל הוא במידה רבה ריכוזי מבחינה זו שקבוצת קטנה יחסית של משלחות שלטון בكونצנזוס הפעלים בענפים רבים, בין על דרך שליטה בחברות ובין על דרך השתפות ברוחחי חברות. צירוף עובדתי זה מביא לכך שעל דיני הагבליים העסקיים בישראל והאוכפים אותם לשקל בכובד ראש החשש לפגיעה בתחרות הגלום בהשקעה פסיבית בין מתחרים, ואת ישימושו של חשש זה במקרים קונקרטיים. למוטר לומר שאיני מצדך כאן, חלילה, בפסילה אוטומטית של השקעות פסיביות בין מתחרים, אף בשוקים ריכוזיים כאמור; כל מקרה מידת הפגיעה בתחרות תלואה לא רק בריכוזיותו של השוק אלא בגובה ההשקעה, מיהוות הפירמה המשקיע והפירמה שהשקיעו בה, ומהוות וחווקם של מתחרים. יתרה מזו: יתכן כי במקרה נתון יהיו שיקולים לאירוע של השקעה פסיבית על ידי בית הדין להאגבליים עסקיים, המוסמך לאשר הסדרים כובלים משיקולים של טובת הציבור על פי סעיף 9 לחוק, גם אם פגיעה בתחרות של ההשקעה הפסיבית ממשמעות. בעוד שההשקעה פסיבית גרידא אינה טומנת בחובנה, כמובן, יתרונות לציבור הקשורים בשליטה מסווגת על משאבים, יתכן שקיים יתרונות חברתיים מסווגים אחרים כגון אינפורמציה עדיפה למשקיע הפועל בתוך השוק, מניעת אופרטוניזם בין ספק ללקוח שגד מתחרים בזה וכדומה. יתרונות מעין אלה ראויים לבדיקה וניתוח עמוק יותר במקרים הקונקרטיים שבהם הם מתעוררים.