

## מה משפטנים יכולים ללמוד מכלכלנים על מיזוגים ורכישות?

סטיבן פלאוט\*

יש כמה לקחים שקהילת המשפטנים יכולה ללמוד מכלכלנים בכל הקשור למיזוגים ורכישות. התערבות ציבורית למניעת מיזוג או רכישה מוצדקת רק אם קיים חשש לפגיעה של ממש בתחרות בענף שבו התאגידים פועלים, אם כי הגדרת ה"ענף" בעייתית מאוד. מיזוגים ורכישות רבים מבוססים על הרצון התמים לחסוך במשאבים, להוזיל עלויות ייצור, לייצל ולהחליף ניהול כושל. כל אלה הם שיקולים לגיטימיים הפועלים למען התרת מיזוגים ורכישות, ומקרים של התאחדות תאגידים בגלל שיקולים אלה אף מועילים למשק. יש מיזוגים ורכישות שאף מגבירים את התחרות.

לגבי החשש מפני פגיעה של ממש בתחרות, אין להסיק מסקנות על-סמך ניתוח של פלחי שוק, ואף לא מהגדלה צפויה של פלחי השוק של היצרנים המובילים בענף כתוצאה מן המיזוג או הרכישה. מבחן טוב יותר לאומדן התחרות ולחיוזי הפגיעה בה צריך להתבסס על הערכת מחסומי הכניסה לענף. יש להבין שרכישות "עוינות" אינן פוגעות בבעלי המניות של התאגיד הנרכש, אלא פוגעות באינטרס של ההנהלה הקודמת בתאגיד הנרכש, ואין זה עניינה של המדיניות הציבורית להגן על האינטרס של ההנהלה המודחת. השיקולים שצריכים להנחות פיקוח על מיזוגים ורכישות "מקומיים רגילים" צריכים לשמש לרוב גם בסיס למדיניות הקשורה לפיקוח על מיזוגים ורכישות חוצי-גבולות.

מבוא

פרק א: מה עומד מאחורי מיזוגים ורכישות?

1. המניעים המועילים למשק במיזוגים ורכישות

\* פרופסור-חבר לכלכלה ולמימון בבית-הספר לניהול, אוניברסיטת חיפה. תחומי המחקר העיקריים שהכותב עוסק בהם בנקאות, ניהול פיננסי בין-לאומי ושווקי הון. ברצוני להודות לפרופ' אריה מלניק על סיוע והשראה.

2. מניעים המזיקים למשק במיזוגים ורכישות

- פרק ב: מיזוגים, רכישות ותחרות
- פרק ג: ניגודי אינטרסים במיזוגים ורכישות
- פרק ד: מיזוגים ורכישות בין-לאומיים
- פרק ה: מסקנות
- פרק ו: סיכום

## מבוא

מחקר רב נעשה על סוגיות הקשורות למיזוגים ורכישות בכלכלה.<sup>1</sup> מימוש של מיזוג או רכישה הוא תוצאה של השגת "שליטה" מספקת בתאגיד-היעד. "שליטה" מורכבת משלושה מרכיבים: שליטה בזכויות הצבעה, בהנהלה ובמימון.<sup>2</sup> יצירת ערך כלכלי חדש כתוצאה מן המיזוג או הרכישה היא פונקציה של המסגרת המשפטית-הפיקוחית הנהוגה במשק.<sup>3</sup> מיזוגים ורכישות מוליכים לרוב לשינויים משמעותיים במבנה ההנהלה של התאגיד לאחר תהליך ההתאחדות.<sup>4</sup> על-פי-רוב, במיזוג אחד התאגידים מפסיק להתקיים כיחידה עסקית נפרדת, ואילו ברכישה השליטה או הבעלות על הנרכש עוברת לרוכש אך הנרכש יכול להמשיך להתקיים כיחידה עסקית נפרדת. מקובל לכנות את ההתאחדות "מיזוג" אם מדובר בשתי פירמות באותו גודל פחות או יותר (אף שברוב המיזוגים אין הדבר נכון ממש), ו"רכישה" אם הרוכש גדול באופן משמעותי מהנרכש. ייתכנו הבדלים בין מיזוגים לבין רכישות בעלויות השיערוך החשבונאי ובהשלכות המס.<sup>5</sup>

חלק מהמחקר הכלכלי בודק מה קורה ל"ערך השוק" של פירמות רוכשות ונרכשות, דהיינו, איזה שינוי חל בערך הכולל של מניותיהם לאחר ההתאחדות. השורה התחתונה בספרות זו היא שברוב המקרים מניותיה של הפירמה הנרכשת עולות באופן משמעותי

1 לסקרים טובים ראו: Bengt Holmstron & Steven S. Kaplan, *Corporate Governance and Merger Activity in the US: Making Sense of the 1980's and 1990's*, 15(2) J. ECON. PERSP. 121 (2001); Gregor Andrade, Mark Mitchell & Erik Stafford, *New Evidence and Perspectives on Mergers*, 15(2) J. ECON. PERSP. 103 (2001).

2 A. Melnik & M.A. Pollatschek, *Debt Capacity, Diversification and Conglomerate Mergers*, 28(5) J. FIN. 1263 (1973).

3 Dennis C. Mueller, *The Effects of Conglomerate Mergers: A Survey of the Empirical Evidence*, 1 J. BANKING & FIN. 315 (1977); Michael Gort, *An Economic Disturbance Theory of Mergers*, 83 Q. J. ECON. 624 (1969).

4 J.F. Weston & K.S. Chung, *Takeovers and Corporate Restructuring: An Overview*, 25 Bus. ECON. 6 (1990).

5 [www.aicpa.org/pubs/jofa/nov2002/mastra.htm](http://www.aicpa.org/pubs/jofa/nov2002/mastra.htm)

ברגע שנעשה נסיון השתלטות או אף כאשר רק נודע על צעדים בכיוון זה. בממוצע מדובר בהתייקרות של כ-30% בערך מניותיה של פירמה נרכשת, ושל כ-20% בפירמה ש"מחזרת" לשם מיזוג. תוצאות אלה עומדות מן הסתם מאחורי חלק מהנסיוגות המשפטיים למנוע שימוש לרעה במידע פנים על-ידי מי שידוע לו על כוונות רכישה ומיזוג. לגבי הפירמה אשר "מחזרת" או שואפת לבצע רכישה, המחקר מצביע על תוצאות טובות פחות מבחינת הרווחים והתוספת לערך מניותיה. במיזוגים נראה שתוספת הרווח הממוצעת ליום היא בסביבות אפס, ואולי 4%-5% במקרה של תאגיד רוכש, אם כי קיימת מחלוקת לגבי הקבוצה האחרונה. במקרים שבהם נסיון הרכישה כושל ואינו יוצא לפועל, מניותיו של התאגיד השואף לרכוש יורדות בממוצע בכ-5%, ומניותיו של התאגיד ה"מחזור" יורדות במעט אף הן.

מאמר זה סוקר סדרה של שאלות מחקר שהועלו על-ידי כלכלנים, וכן את מסקנותיהם וניתוחיהם שעשויים לעניין משפטנים העוסקים במיזוגים ורכישות, במיוחד מנקודת-המבט של פיקוח וחקיקה הולמת בתחום של מיזוגים ורכישות. בפרק א' אסקור את הסיבות לביצוע מיזוגים ורכישות ואבהיר מדוע הבנת הסיבות העומדות מאחורי מקרים ספציפיים חשובה להכוונת התייחסותן של הרשויות לאותם מקרים. בפרק ב' אדון בהשלכות של מיזוגים ורכישות על התחרות בענף, אציג את הקשיים בניתוח סוגיה זו ואבהיר מדוע היא חשובה. בפרק ג' אדון בניגודי אינטרסים ברכישות "עוינות" ובהתייחסות הנאותה של המחוקק והמפקח לסוגיה זו. בפרק ד' אדון בהשלכות הציבוריות של מיזוגים ורכישות חוצי-גבולות ובחשיבותה של הסוגיה לישראל. בפרק ה' אציג את המסקנות הנגזרות מהניתוח, ובפרק ו' אסכם.

## פרק א': מה עומד מאחורי מיזוגים ורכישות?

מה מניע משתתפים במיזוגים ורכישות? יש להניח שהשאיפה לרווחים היא העומדת מאחורי פעולות אלה. אולם כלכלנים שואלים מדוע משתתפים במיזוגים ורכישות מסוגלים להפיק רווחים מההתאחדות. עצם קיומם של רווחים כאלה מצביע על שינויים מבניים בייצור או בשיווק, ומהסיבות לקיום הרווחים ניתן להסיק מסקנות לגבי השאלה של השפעת המיזוג או הרכישה על המשק.

מדוע תאגידים מתאחדים במסגרת מיזוגים ורכישות? התשובה לשאלה צריכה להנחות את התייחסותם של המחוקק ושל מערכות הפיקוח לתופעה.

רבות נכתב על הגורמים והסיבות העומדים מאחורי מיזוגים ורכישות.<sup>6</sup> כל חקיקה, מערכת פיקוח ומדיניות בנושא של מיזוגים ורכישות שואפת להגיע להכרעה מהימנה ובעלת משמעות בין מיזוגים ורכישות שרצוי לאפשרם ואולי אף לעודדם, משום שהם מועילים למשק, לבין

6 [www.aicpa.org/pubs/jofa/nov2002/mastra.htm](http://www.aicpa.org/pubs/jofa/nov2002/mastra.htm)

מיוזגים ורכישות אחרים שיש למונעם או להגבילם משום שהם מזיקים למשק.<sup>7</sup> הבחנה בין שתי המשפחות הללו אינה פשוטה כלל. במידה רבה כל הבחנה משמעותית בין המקרים המועילים לבין המקרים המזיקים חייבת להתחיל בסוגיית ההניעה (מוטיווציה) של המשתתפים במיוזג או ברכישה. יש להדגיש כי בפועל אין אפשרות לדעת מהם המניעים האמיתיים של הצדדים באירוע ספציפי של מיוזג או רכישה, ואין אפשרות לשכנע את המשתתפים בו לגלות בכנות את מניעיהם (גם אם נניח שהם עצמם יודעים מהם). אי-לכך הדיון במניעים אפשריים למיוזגים ולרכישות הינו תיאורטי בלבד, ושימושי רק במישור האינטלקטואלי על-מנת להבין את הסוגיה, ואין בו משום כלי מעשי שהמפקח יכול לסמוך עליו ולהפעילו לשם הבחנה בין מיוזגים ורכישות מועילים לבין מיוזגים ורכישות מזיקים.

כל המניעים האפשריים למיוזגים ולרכישות, מלבד שניים, מובילים למסקנה כי המיוזגים והרכישות מועילים למשק וכי אין למונעם. לגבי השניים הנותרים – במקרה אחד שאלת הנזק או התועלת כרוכה בשיקולים נוספים הקשורים לפגיעה בתחרות, ולגבי האחר אין זה ברור כלל אם מתהווה נזק כלכלי של ממש או אם יש אפשרות למונעו. על הסיבות והמניעים למיוזגים ולרכישות אשר מועילים למשק קיימת ספרות ענפה, ובמסגרת זאת אסקור אותם בתמצית בלבד.

## 1. המניעים המועילים למשק במיוזגים ורכישות

(א) חיסכון בעלויות – הכוונה למקרים שבהם זול יותר ליצרן לייצר במסגרת תאגידית גדולה ומורחבת יותר.<sup>8</sup> למשל, לעיתים עלויות הייצור ליחידה נמוכות יותר כאשר היקף הייצור גדול יותר. זו הסיבה לכך שבית-חרושת ממוכן לכלי מטבח מייצר צלחות בתהליך זול יותר מאשר פועל קרמיקה בסדנה. סוגי החיסכון בעלויות נובעים מיחסי סינרגייה, מיתרונות לגודל, מיתרונות למגוון פעולות הייצור (economies of scope), מיתרונות בניהול מרוכז,<sup>9</sup> ומגיוון היחידה העסקית לשם מוצר סיכונים, לרבות סיכונים פיננסיים (לעומת גיוון ברמה של תיק ההשקעות של המשקיע). מי שסבור כי יש יתרונות בניהול מרוכז מניח כי ניתן להעתיק "כישורי ניהול" מתאגיד לתאגיד – דבר שאינו בטוח כלל.<sup>10</sup> יתרונות לגודל עשויים להניע רכישה של פירמות (או מיוזגים איתן) שמייצרות אותו מוצר שהרוכש מייצר, ואילו יתרונות למגוון ויתרונות הנובעים מגיוון הסיכונים

Friedrich Trautwein, *Merger Motives and Merger Prescriptions*, 11 STRATEGIC MGMT. 7 J. 283 (1990)

Edgar Norton, *Test of the Rationale for Conglomerate Merger: Agency Costs or Pecking Order?* 26(3) J. BUS. RES. 251 (1993)

Andrie Shleifer & Robert W. Vishny, *The Takeover Wave of the 1980s*, 249 SCIENCE 745 (1990); Randall Morck, Andrei Shleifer & Robert W. Vishny, *Do Managerial Objectives Drive Bad Acquisitions?* 45 J. FIN. 31 (1990)

John G. Matsusaka, *Takeover Motives During the Conglomerate Merger Wave*, 24 RAND. J. ECON. 357 (1993)

הפיננסיים מניעים רכישות של פירמות המייצרות מוצרים אחרים. יתרונות הגלומים בניהול מרוכז יכולים להניע רכישות של פירמות משני הסוגים. מכל מקום, למשק יש תמיד עניין בחיסכון של משאבי ייצור ובהקטנת עלויות הייצור.

(ב) יתרונות במידע של הרוכש, שבעטיים הוא מאמין כי הנרכש מוערך על-ידי ה"שוק" בחסר.<sup>11</sup> הרוכש סבור כי הוא חכם יותר או מבין יותר מהמשקיע הכללי בכל הקשור לתאגיד הנרכש. ייתכן שלתאגיד מוגדל יש גם יתרון בהשגת מידע.<sup>12</sup> האם מדובר במיזוג או ברכישה מתוך שימוש "ספקולטיבי" במידע? בהחלט! אך יש להדגיש כי כלכלנים אינם שותפים להרגשות אי-הנחת כלפי תופעת הספקולציה שמאפיינות משפטנים. בכלכלה ספקולציה נחשבת פעילות מועילה וחיובית. אדם שקונה נכס במחיר 100 ומוכרו במחיר 200 סיפק שירות חשוב למשק ולחברה. הוא לוקח את הנכס מבעלים שאצלם הנכס מספק שירותי ייצור או שירותים אחרים השווים ל-100, ומעבירו לשימוש מועיל יותר. כתוצאה מהתערבות הספקולנט, הנכס מועבר לבעלים שאצלם הנכס מסוגל לספק שירותי ייצור (או שירותים אחרים) ששווים 200. במילים אחרות, הספקולנט שיפר את חלוקת המשאבים של המשק בכך שנטל נכס מגורם או משימוש לא-יעיל ודאג להעבירו לשימוש אחר יצרני יותר (ורוחי יותר), ועל שירות חברתי זה מגיע לספקולנט רווח מסוים (ייתכן שהשימוש הרווחי יותר של הנכס נעשה על-ידי הספקולנט עצמו ובעלותו). אם הספקולנט טעה ומכר את הנכס במחיר נמוך מזה שבו קנה אותו, עליו לשאת בעונש של הפסד, שהינו הקנס על העברה לא-חברתית של נכס לשימוש יצרני פחות. אותם שיקולים פועלים במקרה של רכישה או מיזוג מתוך "ספקולציה" או הערכה אינפורמטיבית. אם הרוכש יראה רווח, תהיה זו הוכחה כי הצליח להעביר נכסים (דהיינו, את הבעלות בתאגיד) למשתמש יצרני יותר מהקודם, ועל כך מגיע לו פרס בדמות רווח.<sup>13</sup> אם יפסיד מהרכישה, יהיה זה הקנס על העברה של נכסים לידי משתמש יצרני פחות. אין סיבה להאמין כי מפקח או מנגנון ממשלתי מסוגלים לזהות מראש טוב יותר מאשר אותם ספקולנטים איזו עסקה תהיה בסופו של דבר רווחית מבחינה חברתית.

(ג) ניצול פרצות במערכת המיסים – למשל, כאשר הרוכש מקבל זיכוי מס בגלל הפסדים של הנרכש מהעבר.<sup>14</sup> הדבר דומה למיזוגים ורכישות לשם הורדת עלויות אחרות, אלא שבמקרה זה מדובר בחבות מיסים. אם נגרם במקרים אלה נזק כלכלי או חברתי

11 Michael Bradley, Anand Desai & E. Han Kim, *The Rationale Behind Interfirm Tender Offers: Information or Synergy?* 11 J. FIN. ECON. 183 (1983)

12 Malcom S. Salter & Wolf A. Weinhold, *Diversification via Acquisition: Creating Value*, 56 HARV. BUS. REV. 166 (1978)

13 Julian Franks & Colin Mayer, *Hostile Takeovers and the Correction of Managerial Failure*, 40 J. FIN. ECON. 163 (1996); David J. Denis & Jan M. Serrano, *Active Investors and Management Turnover Following Unsuccessful Control Contests*, 40 J. FIN. ECON. 239 (1996)

14 John Linter, *Expectations, Mergers and Equilibrium in Purely Competitive Securities Markets*, 61 AM. ECON. REV. 101 (1993)

- למשק, יש לטפל בבעיה באמצעות שינוי מערכת המיסוי, ולא באמצעות פיקוח על מיזוגים ורכישות. יש דעה הטוענת כי במיזוג או ברכישה המשקיעים משתכנעים מה"מיזוג" החשבונאי בלבד של מאזני התאגיד בהערכת הערך חדש, אך רוב החוקרים דוחים השערה זו על הסף.<sup>15</sup> רוב הכלכלנים סבורים כי שינוי בהצגה חשבונאית גרידא אינו יכול ליצור ערך כלכלי או להניב עלייה בשעריה של מניה.
- (ד) יתרונות של גוש עסקי גדול יותר בגיוס מימון<sup>16</sup> או בניצול מגבלות העירבון המוגבל.<sup>17</sup> לפעמים בנקים ומלווים אחרים מוכנים לספק מימון בתנאים טובים יותר ללווים גדולים יותר או מגוונים יותר. שתיים מן הסיבות לכך הן האפשרות שהחייב שולט בבטחונות גדולים יותר או איכותיים יותר, או האפשרות שהוא מסוכן פחות הודות לגיוון הפעילות היצרנית שלו או לנוכח ההסתברות הנמוכה יותר שהוא ייכנס למצב של חדלות-פירעון.
- (ה) רכישת פירמה עם "נדוניה" עשירה במזומנים – על שיקול זה קיימת מחלוקת. בשוק הון משוכלל אין בעיה מיוחדת לגייס מזומנים, שכן כדי לקבל מזומנים, כל שעל התאגיד לעשות הוא לבקש הלוואה או להנפיק איגרת-חוב. לכן, לכאורה, אין צורך במיזוגים ורכישות. עם זאת, בשוקי הון לא-משוכללים ייתכן ששיקול זה רלוונטי. העיתונות הישראלית יודעת לספר על מקרים שאירעו במשק שבהם שיקול זה היה חשוב ואף מכריע.<sup>18</sup>
- (ו) החלפת הנהלה כושלת או לא-יעילה של תאגיד נרכש על-ידי הנהלה מוכשרת יותר – כמו בבחירות, הנכשלים הביתה! למעשה, אין זה שונה מכל מקרה אחר של מיזוג ורכישה שבו עלויות הייצור פוחתות בסופו של דבר, אלא שכאן מדובר בכישורי ניהול. אם ההנהלה החדשה הממונה על-ידי הרוכש אכן מיומנת ומוכשרת יותר, הרווחים יעלו וערך הנרכש יעלה. אם הרוכש החדש ממנה הנהלה מיומנת פחות, אזי הוא יישא בנוק.
- יש לשים לב שבכל אחד מששת המניעים שמוזכרים לעיל גלומה תועלת חברתית-כלכלית במדיניות של אי-מניעה של המיזוג או הרכישה, והותרת העניין לשיקולי השוק הפרטי ללא פיקוח.

## 2. מניעים המזיקים למשק במיזוגים ורכישות

כמו במקרים הקודמים, גם המשתתפים במיזוגים ורכישות ממניעים "שליליים" מפיקים רווחים, אולם רווחים אלה נובעים מהתפתחות אשר מזיקה למשק, כגון ירידה בתחרות.

15 Matsusaka, לעיל ה"ש 10, בעמ' 357-379.

16 Ronald W. Melicher & David F. Rush, *Evidence on the Acquisition-Related* 17  
Melnik; *Performance of Conglomerate Firms*, 29 J. Fin. 141 (1974), לעיל ה"ש 2,

שם.

17 James H. Scott, *On the Theory of Conglomerate Mergers*, 32 J. Fin. 1235 (1977).

18 ראו, למשל: [investil.awardspace.com/tips.htm](http://investil.awardspace.com/tips.htm).

משפט ועסקים ח, התשס"ח מה משפטנים יכולים ללמוד מכלכלנים על מיזוגים ורכישות

(א) שחצנות ומגלומניה של הרוכש<sup>19</sup> - חוקרי הכלכלה מתייחסים לשיקול זה ברצינות ועורכים מחקרים עליו. מדובר ברכישות ובמיזוגים לשם ניפוח האגו של הרוכשים. אם הפירמה הנרכשת תנוהל טוב פחות לאחר הרכישה, מי שישלם את המחיר על המעשה הוא בעל המניות של הפירמה הרוכשת. עם זאת, לא ברור שיש כאן בעיה חברתית של ממש המחייבת התערבות של המפקח, אשר בלאו הכי אינו יכול לזהות מראש - ואולי אף לא בדיעבד - מקרים שבהם המיזוגים או הרכישות נעשים מתוך שחצנות ומגלומניה. מכל מקום, ה"עונש" על מיזוגים ורכישות הנעשים מתוך שחצנות מוטל על-ידי השוק.

(ב) המניע האחרון - ואולי החשוב ביותר - בדיונים על מיזוגים ורכישות הוא הגדלת נתח/פלח השוק של היצרן המוגדל וההשלכות של המיזוג או הרכישה על מידת התחרות בשוק. למעשה, כל מדיניות הפיקוח וההשגחה על מיזוגים ורכישות מתמקדת בשיקולי תחרות אלה. הפרק הבא דן כולו בשיקולים הללו.

## פרק ב: מיזוגים, רכישות ותחרות

מהי מידת הפיקוח הראויה בענייני מיזוגים ורכישות מהמבט הכלכלי, ומדוע התחרות והפגיעה בה אינן מחושבות כיום נכון?<sup>20</sup>

מאחר שההשפעה על התחרות ב"ענף" שבו פועלים התאגידים המשתתפים במיזוג או ברכישה חשובה כל-כך וצריכה להנחות את המחוקק והמפקח, יש להבהיר כיצד מנתחים ומעריכים תחרות בכלכלה.

אפשר לומר שכל מדיניות הפיקוח על מיזוגים ורכישות שואפת לאפשרם כאשר הם אינם פוגעים בתחרות (קל וחומר כאשר הם מגבירים אותה) ולמונעם כאשר הם פוגעים בתחרות, במיוחד כאשר הפגיעה קשה. בישראל מטרת ההגנה על התחרות מוזכרת בחוק ההגבלים העסקיים (תיקון מס' 5), ס"ח 1258, 128.

אבל השאלה המרכזית המתבקשת היא כיצד יודעים מתי תחרות נפגעת ממזוג או מרכישה ומתי לא. אין זה פשוט להכריע בעניין, וקיים פער גדול בין משפטנים לבין כלכלנים בכל הקשור לגישה לסוגיה זו.

הגישה ה"מסורתית" למדידת תחרות בענף התבססה על מדידות של פלחי שוק. המדידות היו לרוב פשוטות ומכניות למדי, ולעיתים נעשו באמצעות "מדדי ג'יני", שהינם מדדים סטטיסטיים מתוחכמים מעט יותר המשמשים לרוב למדידת אי-שוויון במשק (המדד מבוסס על הקשר בין אחוזי ההכנסות המתקבלות על-ידי אחוזוני אוכלוסייה שונים). אולם

19 Richard Roll, *The Hubris Hypothesis of Takeovers*, 59(2) J. Bus. 197 (1986)

20 לדיון מפורט יותר בשיקולי תחרות ראו: Dennis C. Mueller, *Efficiency Versus Market Power*

*Through Mergers*, in THE INTERNATIONAL HANDBOOK OF COMPETITION 65, 69 (2004)

ה"תחכום" הסטטיסטי של מדד ג'יני רק מבלבל ומקשה את התפיסה ואת ההבנה של תחרות בענף. מדד נוסף הוא HHI (Herfindahl-Hirschman Index), שגם מודד את ההתפלגויות של פלחי השוק.<sup>21</sup>

הגישה של מדידת "פלחי שוק" שולטת עדיין במדיניות הפיקוח על מיוזגים ורכישות, לרבות בישראל, אם כי יש ארצות שמתחילות לשנות כיוון ואורח מחשבה בעניין (בעיקר ארצות-הברית). יש גם בעיות רבות עם הגישה הטוענת כי יש למנוע מיוזגים ורכישות בכל מקרה שבו ה"ריכוזיות" גדלה – למשל, באמצעות גידול בחלק הענף של התאגיד העיקרי המעורב ב"התאחדות".

הסיבות המרכזיות לבעיות בבחינת אי-תחרותיות על בסיס נתחי שוק הן:

- (א) יש מקרים שבהם הגדלת נתח השוק אכן פוגעת בתחרות, אך יש גם מקרים שבהם היא מגבירה תחרות. לדוגמה, אם מחר יבקשו בנק הפועלים ובנק לאומי להתמזג, סביר לצפות שהמפקח ימנע זאת, ובצדק. לעומת זאת, לא ברור כלל שמיוזג בין בנק דיסקונט לבין בנק מזרחי או רכישה של אחד מהם על-ידי האחר יפגעו בתחרות בענף הבנקאות, וייתכן אף שהם יוליכו להחרפת התחרות בענף. קשה אומנם למדוד תחרות, אך לעיתים נוצרת תחרות אפקטיבית גם כאשר יש מתחרים מעטים בענף.
- (ב) יש מקרים שבהם חלק השוק אינו משתנה אך נוצרות עדיין בעיות של פגיעה בתחרות – למשל, במקרים מסוימים של אינטגרציה אנכית. הדוגמה הקלסית היא חברת הפלדה "קרנגי" שרכשה מכרות פחם ומקורות אחרים לגורמי הייצור של ענף הפלדה. כשלעצמן לא שינו רכישות אלה (לפחות לא באופן מיידי) את פלח השוק של קרנגי, אך אף-על-פי-כן הן פגעו בתחרות. גם בענף הנפט עסקו רוב החברות הגדולות באינטגרציה אנכית.<sup>22</sup>
- (ג) קיים בלבול רב לגבי הגדרת ה"ענף" שבתוכו מודדים את "נתח השוק". מעבר לכך, המדד של נתחי שוק אינו כלל המדד הנכון למדידת תחרות בענף. לגבי הסוגיה של הגדרת ה"ענף", קיימות לפחות שתי בעיות מרכזיות. ראשית, מהו הענף הרלוונטי לבחינה? האם הענף הרלוונטי הוא הענף בתל-אביב, הענף בגוש דן, הענף באזור הים התיכון, הענף בקהילה האירופית בתוספת ישראל או שמא השוק העולמי? בשווקים שקיים בהם סחר בין-לאומי, אין לפלחי השוק של הייצור המקומי כל משמעות, ואין להעריך תחרות על בסיסם. שנית, פלחי השוק בייצור מעניינים הרבה פחות מאשר פלחי השוק בשיווק. אם יש יצרן יחיד למוצר מסוים בישראל, אין יצרן זה מונופול כלל כל עוד יש יבוא של אותו מוצר לישראל מיצרנים בחוץ-לארץ. ייתכן שאין כלל ליצרן המקומי הבלעדי אפשרות להפיק "רנטה" מונופוליסטית. "רנטה", בכלכלה, היא עודף הרווחיות המופק מפעולה כלכלית, דהיינו, הרווחיות מעבר לסף הדרוש כדי להניע את השחקן לבצע מרצונו את הפעולה הכלכלית הנידונה. רנטות נוצרות,

21 ראו: [financial-dictionary.thefreedictionary.com/Herfindahl-Hirschman+Index+-+HHI](http://financial-dictionary.thefreedictionary.com/Herfindahl-Hirschman+Index+-+HHI) גם במדד זה קיימות הבעיות שאופיינו במדד ג'יני.

22 [www.investorwords.com/4940/tender\\_offer.html](http://www.investorwords.com/4940/tender_offer.html)



בין היתר, עקב מחסומי כניסה לענף. רנטה מונופוליסטית היא כל הרווחים שהם מעל לרמה הדרושה כדי למנוע את בריחת היצרן מהענף לענף אחר.

בשוודיה, למשל, יש רק שני יצרנים של מכונות, אך אין בה "דואופול" בענף המכונות, כי עשרות יצרני מכונות מחוץ לשוודיה משווקים את תוצרתם בתוך שוודיה. אדרבה, ענף המכונות בשוודיה הוא תחרותי ביותר. למעשה, אחד התפקידים החשובים ביותר של היבוא, בפרט במשק קטן, הוא "לספק תחרות" ולמחוק את השלכותיה של "הריכוזיות המקומית" בייצור ואת חשיבותם של "פלחי השוק" של היצרנים המקומיים.

היבט נוסף, חשוב לא-פחות, של הגדרת ה"ענף" קשור להגדרת מגוון המוצרים שמרכיבים את הענף. האם כל יצרן של משחת-שיניים הינו מונופול כי רק הוא יכול לייצר את המוצר המסוים שהוא מייצר? האם ה"ענף" הרלוונטי הוא משחת-שיניים קולגיט, משחת-שיניים עם תוספת פלואור, כל משחת-שיניים או כל החומרים שמשפיעים על בריאות הפה? האם יש מונופול ליבואני מכונות מיצובישי לישראל כי רק הם מוכרים את הדגם הזה או שמא מדובר בשוק מכונות תחרותי מאוד? האם ה"ענף" הרלוונטי לסוגיית המיצובישי הוא כל המכונות או שמא יש לכלול בו גם אופנועים, משאיות ומכשירי Segway?

הגדרת "ענף" היא כמעט תמיד שרירותית וגחמנית. למעשה, על-ידי שינוי בהגדרת ה"ענף" – הרחבתה או צמצומה – ניתן להציג כל יצרן גם כמונופוליסט (כי תמיד יש הבדלים קטנים המבדילים בין מה שהוא מוכר לבין מה שכל האחרים מוכרים) או כמשתתף בתחרות משוכללת. דו-ערפיות זו חשובה ביותר ורלוונטית לכל דיון בשאלות של פיקוח על מיזוגים ורכישות. ה-Wall Street Journal דן בסוגיה של הגדרת ה"ענף" בגיליון מיום 25.4.2007, ובמסגרת זו נתן כמה דוגמות יפות הממחישות את הבעייתיות:

"Federal Trade Commission lawsuit to block a proposed merger of Office Depot and Staples... The two would have accounted for just 4% of the office-supply market, but 100% of the market for office supplies purchased from... Office Depot or Staples!"

"FTC's failed attempt to block a deal bringing Haagen-Dazs and Dreyer's under the same roof, which in a better world would forever have deprived its promoters of the respect of their peers. The agency's case was built on the premise that 'super premium' ice cream doesn't compete with, er, ice cream."

"'Market definition' has become a Kafkaesque cornucopia of pliable concepts to maximize the antitrust enforcer's opportunity to tyrannize over the private sector."

אולם החיסרון החמור ביותר במדידת תחרות באמצעות "פלחי שוק" הוא שעקרונות אלו הם כלל המדד הנכון לתחרות ולפגיעה בה. בספרות הכלכלית העוסקת ב"ארגון תעשייתי", שהיא הדיסציפלינה החוקרת מבני שוק, מקובל זה עשרות שנים לחשוב כי מדידה נכונה של תחרות בענף היא באמצעות "מחסומי כניסה", ולא נתחי שוק. "מחסומי כניסה" הם

אינדיקטורים של עלות הכניסה או קשיי הפריצה לענף מצד מי שמעוניין לייצר בו.<sup>23</sup> "מחסומי כניסה" כוללים מחסומים טכנולוגיים, כגון רישום פטנטים ואף סודות מסחריים, רשיונות וזכויות למיניהם, מניעת כניסה של מתחרים על-ידי מדיניות ממשלתית מכוונת, מחסומים כלכליים ופיננסיים (למשל, קשיים בהקמת יחידות ייצור גדולות מאוד), ואמצעים חוזיים המונעים תחרות (כגון מעמד של יבואן בלעדי). כל אלה מקשים ומעכבים את כניסתם של מתחרים חדשים לענף. "כניסה" לענף כוללת התגברות על הגנות המגינות על היצרנים הוותיקים בענף, והתגברות על בעיות של גישה לטכנולוגיה, עלויות תשתית וכו'. לוותיקים בענף יש יתרון של עלות שקועה (Sunk Cost) – עלות שמתחרה חדש שנכנס לשוק עוד יצטרך להשקיעה. גם כאשר קיים כבר מספר גדול יחסית של "מתחרים" בענף, אם קיימים מחסומי כניסה ניכרים, אין הענף נחשב תחרותי (לדוגמה, ענף הבנקים בישראל או ענף קופות-החולים).<sup>24</sup> מאידך גיסא, בענפים שקיימים בהם מתחרים מעטים מאוד או מתחרה אחד עם "נתח שוק" דומיננטי כביכול, אם קל ליצרנים פוטנציאליים חדשים להיכנס/לפרוץ לענף, יתפקד הענף כשוק תחרותי מאוד (ניתן לחשוב, לדוגמה, על האירועים האחרונים שסבבו את ניסיון ההשתלטות של חברת מיקרוסופט על חברת יאהו, במטרה להתחרות כנגד חברת גוגל. ויכוחים רבים נערכו בתקשורת בנושא השאלה האם יש לראות בגוגל ויאהו כדואפול המונע כניסת מתחרים או שמא מדובר בשתיים מתוך מספר רב של חברות מתחרות בתחום שירותי אינטרנט). בניגוד לסיסמה של הסרט "גודזילה", אין הגודל קובע בהכרח!

הכלכלן הידוע והשנוי במחלוקת ארתור לאפר ("ממציא" עקומת לאפר) נשאל פעם כמה יצרנים דרושים לשם קיום תחרות משוכללת בענף. תשובתו הייתה – אחד! חשוב להדגיש כי עצם האיום או הפוטנציאל של כניסת מתחרים חדשים גורר התנהגות תחרותית, אפילו ללא כניסה ממש של מתחרים חדשים. אפילו יצרן יחיד יתאים את התנהגותו לאיום זה – למשל, על-ידי הורדת מחירים לשם מניעת כניסתם של מתחרים חדשים (ראו, לדוגמה, את תמחירם של חלק משירותי Microsoft).

מדידת מחסומי כניסה אינה דבר קל.<sup>25</sup> מבחינת מדיניות ופיקוח, על-פירוב הדרך הטובה ביותר להנמיך את המחסומים הללו היא לבטל הפרעות ממשלתיות למיניהן לכניסת מתחרים לענף. על-מנת להבין ולהעריך תחרות בענף באופן מהימן, דרוש ניתוח של הפרעות רגולטוריות, משפטיות, טכנולוגיות, חוזיות ואחרות לכניסת מתחרים. זאת, נוסף על העלויות השקועות הדרושות לכניסה. לעיתים המחסומים העיקריים הם אמצעים ממשלתיים שניתן לבטלם או לשנותם כדי לפתוח את שערי הכניסה לענף. דוגמה טובה היא מדיניות של חיסוי – מכסים ומכסות ייבוא – המונעת כניסה של מתחרים זרים לענף המקומי. דוגמה אחרת היא איסור בעלות זרה על יצרנים בענפים מקומיים (למשל,

Michael Williams, R. Preston McAfee & Hugo M. Mialon, *What is a Barrier to Entry*, 23 94(1) Am. Econ. Rev. 461 (2004)

Carl von Weiszacker, *A Welfare Analysis of Barriers to Entry*, 11(2) BELL J. ECON. 399 24 (1980).

Demsetz Harold, *Barriers to Entry*, 72(1) Am. Econ. Rev. 47 (1982) 25

משפט ועסקים ח, התשס"ח מה משפטנים יכולים ללמוד מכלכלנים על מיזוגים ורכישות

בעיתונות), המונע כניסה של הון זר. תפקידם של מחסומי הכניסה ביצירת תנאים לא-תחרותיים בענפים חייב לשמש שיקול בקביעת המדיניות גם בנושאים אחרים, דוגמת אופן ההגנה ואורך ההגנה על פטנטים, על רכוש אינטלקטואלי, על סודות מסחריים וכולי. ככל שהגנות אלה אפקטיביות יותר כן מחסומי הכניסה לענף גבוהים יותר.<sup>26</sup>

### פרק ג: ניגודי אינטרסים במיזוגים ורכישות

מדוע אסור למחוקק ולמפקח למנוע רכישות עוינות? לניגודי אינטרסים יש תפקיד חשוב במספר רב של סוגיות משפטיות וכלכליות. ניגודי אינטרסים כאלה ממלאים תפקיד מרכזי גם בחלק מהדיונים וההתלבטויות בקשר למיזוגים ורכישות.

מקובל לחשוב ש"מיזוג" הינו התאחדות פעילה מרצון של שני תאגידיים, ואילו ברכישה תאגיד אחד הוא היוזם הפעיל, ה"מחזר", בעוד התאגיד האחר – ה"מחוזר" – הינו סביל ואולי אף מתנגד לכל המהלך. להבחנה כלכלית בין "מיזוג" לבין "רכישה" אין משמעות רבה. כפי שנראה בהמשך, למעשה חייב להיות שכל מיזוג וכל רכישה מתבצעים "מרצון" על-ידי הבעלים של שני התאגידיים המתאחדים. אי-לכך רכישה "עוינת" בעצם אינה כה עוינת. זה יוסבר בהרחבה בהמשך.

רבות נכתב הן בספרות הכלכלית והן בספרות המשפטית על ההבדל בין רכישות "ידידותיות" לבין רכישות "עוינות". ההערכה היא שכמחצית מהצעות ה-Tender (דהיינו, הצעה פומבית לקנות או לרכוש תאגיד על-ידי פנייה ישירה למחזיקי המניות בו, לרוב במחיר שמעל שער המניה בבורסה)<sup>27</sup> לשם רכישה הן "עוינות". מעצם הכינוי "רכישה עוינת" משתמע שהיא נעשית בניגוד לרצונו של גורם מסוים. אך הבעיה היא שבכל מקרה שבו מחזיקי המניות בתאגיד רואים בהצעת הרכישה מהלך עוין או מזיק, הם יכולים פשוט לסרב למכור את מניותיהם, ואין דרך לאנוס אותם למוכרן.

נערכו מחקרים רבים על התוצאות הפיננסיות של רכישות "עוינות".<sup>28</sup> חשוב להדגיש שבמובן מסוים כל רכישה שאכן מתבצעת היא ידידותית מנקודת-מבטן של קבוצות-האינטרסים העיקריות, דהיינו, בעלי המניות בפירמה הנרכשת ובפירמה הרוכשת. דבר זה

26 ליישום בפסיקה ראו ע"א 3398/06 הרשות להגבלים עסקיים נ' דור-אלון אנרגיה בישראל (לא פורסם, 6.12.2006); ע"א 2247/95 הממונה על הגבלים עסקיים נ' תנובה, פ"ד (נב) (5) 213, פס' 20-25 (1998).

27 [www.investorwards.com/4940/tender-offer.html](http://www.investorwards.com/4940/tender-offer.html)

28 Denis & Serrano, לעיל ה"ש 13; Franks & Mayer, לעיל ה"ש 13; G. William Schwert, *Hostility in Takeovers: In the Eyes of the Beholder?* 55(6) J. Fin. 2599 (2000)

נכון לגבי כל סוגי ההתאחדות של תאגידים! על־מנת לרכוש פירמה (או להתמוג עימה), הרוכשים חייבים לרכוש מניות בכמות מספקת או לשכנע שיעור מספיק מקרב בעלי המניות האחרים בפירמה הנרכשת לתמוך בביצוע השינוי המוצע במבנה הניהול. אם אין בעלי המניות הוותיקים מעוניינים בשינוי, לא יוכלו ה"רוכשים" לבצעו. אם רוב בעלי המניות ביעד לרכישה רואים בנסיון הרכישה מהלך "עוין" או מזיק או פוגע, הם לא ישתפו פעולה עם הרוכש הפוטנציאלי, והרכישה לא תצלח.

נקודה זו פשוטה וחשובה עד כדי כך שמפתיע כמה בלבול קיים סביב הסוגיה. קיים גם בלבול רב סביב שאלה קריטית אחרת: "עוין למי?" מה הם בעצם האינטרסים הנפגעים מ"רכישה עוינת"? אבהיר שאלות אלה עם מטפורה מפורטת.

אין חתונה מבלי שגם החתן וגם הכלה סבורים כי כדאי להם להתחתן. אין חתונות מאונס, ואפילו כלות בהיריון מתחתנות רק מרצון. נכון שלעיתים אחד מבני־הזוג או שניהם יחד מתחתנים מתוך הרגשת לחץ ושכנוע מבחוץ, אך אין הדבר משנה את העובדה היסודית שבסופו של דבר שניהם סבורים כי כדאי להתחתן (גם אם חלק מחשבון הכדאיות משקף את השיקולים הקשורים לאותם לחצים). כדי לבצע מיזוג או רכישה, גם ה"כלה" וגם ה"חתן" חייבים לסבור כי כדאי להם להתייחד.

במובן מסוים, כל הספרות הענפה על "כדאיותם" של הרכישות והמיזוגים היא מיותרת בדיעבד. נכון שקיימים ניתוחים ומחקרים רבים המנסים לזהות את הגורמים החשובים שמסבירים מתי מיזוג או רכישה מצליחים ומתי הם אינם מצליחים, ומה זו הצלחה בכלל. הדבר דומה מאוד לספרות הענפה על חתונות ונישואים המנסה לזהות את הגורמים הרלוונטיים שמסבירים נישואים "מוצלחים" ואת הגורמים שמסבירים גירושים. יש להתייחס לכל הספרות הזו בעירבון מוגבל ועם ספקנות רבה. כאשר זוג מתגרש, קשה מאוד לזהות את הגורמים המסבירים הרלוונטיים לפרידה, ונראה לי שטרם נתקלתי במקרה של גירושים שבו שני בני־הזוג מסכימים מה היה ה"גורם" לפרידה. כמו־כן איני סבור שזוגות שמקיימים נישואים "מוצלחים" יכולים להסביר "מדוע" הם מצליחים. אם קשה להסביר הצלחה ברמת הפרט, קל וחומר קשה להסבירה ברמת המקרו. נראה שקשה, לפחות באותה מידה, לזהות את ה"סיבות" העיקריות או הקריטיות להצלחה או לכישלון במיזוגים וברכישות עסקיים. אם קשה לזהות גורמים ברמת המיקרו, הדבר קשה שבעתים ברמת המקרו. אי־לכך יש להתייחס בזהירות לכל הספרות המנתחת את הסוגיה.

כל מה שאנו יודעים בוודאות הוא שבעת החופה החתן והכלה סבורים – אולי בתמימות ואולי באופן מוטעה בדיעבד – כי החתונה כדאית להם, כי אם לא כן אין טקס ואין שבע ברכות. באופן דומה, בכל מיזוג או רכישה גם התאגיד ה"מחוזר" וגם התאגיד ה"מחוזר" סבורים, לפחות בעת האיחוד, כי ה"חתונה" כדאית להם. במובן זה, אין כלל דבר כזה "רכישה עוינת".

אם כך, מדוע מדברים הרבה כל־כך על רכישות עוינות, ולמה בעצם מתכוונים? אמרנו כי כדי שתתקיים חתונה, שני בני־הזוג חייבים לסבור כי המהלך כדאי ואינו מזיק להם. שני בני־הזוג הם המשתתפים הרלוונטיים ו"בעלי האינטרס" החשובים. למעשה, האינטרסים שלהם הם היחידים ש"קובעים" בסופו של דבר. עם זאת, ייתכן שיש בתמונה (ובסרט הווידיאו של הטקס) גורמים אחרים שרואים את עצמם כבעלי אינטרסים המושפעים

מהמהלך של החתונה. לדוגמה, ייתכן שהחתונה סבורה כי החתונה משפיעה עליה לרעה ומזיקה לה מסיבה זו או אחרת, וייתכן אף שהיא מתנגדת לכל הטקס והאיחוד. מבחינת החתונה היא "עוינת", כלומר, מזיקה לאינטרסים שלה. מדוע מזיקה? ייתכנו סיבות רבות. אולי הווג הטרי מתכוון להוציאה מהדירה שבה הם עומדים לגור יחדיו, אולי ייגרמו לחתונת נזקים פיננסיים מהמיזוג, ואולי היא פשוט חושבת שהחתן אינו ראוי או אינו עשיר מספיק או יפה מספיק (או במקרה האישי שלי – יותר מדי אמריקאי). אין לי ספק שקוראים רבים שמעו על חתונות כאלה. החתונת חופשית כמובן לנסות לשכנע ולשדל, לפחות עד לרגע שבירת הכוס.

אך גם במקרה של חתונת מתנגדת ועוינת, בסופו של דבר מה שקובע הוא עמדתם של בני-הזוג, ולא של החתונת, גם אם יש לה אינטרסים של ממש שנפגעים מהמיזוג. ככלות הכל, הפסוק מדבר על "קול חתן וקול כלה", ואין הוא מזכיר כלל את קול החתונת. המקבילה של החתונת בענייני רכישות היא ההנהלה הקיימת בפירמה המחוזרת לפני ה"חתונה". בסופו של דבר מי שקובעים אם תהיה חתונה אם לאו הם בעלי המניות, ולא המנהלים. יש מקרים שבהם ההנהלה מברכת על הרכישה, בפרט אם החתן המחזר "מפרגן" לחתונת. אם החתן מביא איתו מוהר גדיב, הדבר יכול לעזור בשכנוע החתונת. יש מקרים שבהם החתונת – כלומר, ההנהלה הקיימת – עומדת לשאת בנזקים קשים אם הרכישה תתבצע. במקרים כאלה ההנהלה יכולה לנסות להשפיע על הכלה. במקרים רבים ההנהלה גם שולטת בחלק מהכלה באמצעות מניות המצויות בבעלותם של המנהלים. קיימים צעדים נוספים שהחתונת יכולה לנקוט לפני החתונה, אם כי חלק מהם נשמעים כאילו נלקחו מסרט הודי. למשל, החתונת יכולה לחפש מחזר אחר שיסיח את תשומת-ליבה של הכלה מהחתן המיועד. בשפת הכלכלה המחזר המתחרה נקרא "אביר לבן". לפעמים החתונת יכולה ליהפך ל"אלימה" ולנסות למנוע את החופה על-ידי הריגת הכלה. בשפת הכלכלה נסיונות אלה נקראים "גוללות רעל" (Poison Pills). קיים גם סרט הודי מוזר ביותר, עם מרכיב של גילוי-עריות, ופה האנלוגיה עם ה"חתונת" מתחילה להיכלם. בסרט זה החתונת יכולה להתחתן בעצמה עם הכלה על-ידי רכישתה. בשפת הכלכלה הדבר נקרא Managerial Buyout או MBO.

חשוב להדגיש שכל "נזק" מרכישה "עוינת" הוא נזק לחתונת, ולא לכלה. ה"עוינות" אינה של הרוכש, אלא של ההנהלה הקודמת. יש לכך השלכות מיידיות וחשובות. על קובעי המדיניות לקבוע ולעצב את הכללים הקשורים למיזוגים ולרכישות אך ורק על-פי טובתם של בני-הזוג, ולהתעלם מרינוני החתונות. מכיוון שה"נזק" אינו נגרם כלל לכלה, המפקח על מיזוגים ורכישות צריך בדרך-כלל לברך על חתונות. אכן, כפי שהזכרנו לעיל, יש גם "פסולי-חיתון" – גם בנישואים של ממש וגם בעולם העסקים – ועל המפקח על מיזוגים ורכישות לנסות לזהות מי הם פסולי-חיתון משיקולים ציבוריים. אך מעבר לכך על המפקח לא רק להתעלם מתלוונות החתונת, אלא גם להקשות עליה להפריע לאיחוד! יש להדגיש: כל האמצעים המאפשרים להנהלה הקודמת להקשות רכישה עוינת ולטרפדה מזיקים למשק, כי הם משמרים ניהול כושל ו/או ייצור לא-יעיל עם עלויות גבוהות מדי, ועלויות גבוהות מדי משמעותן בזכוו משאבים של המשק. על המחוקק והמפקח לחפש דרכים להקשות על החתונת להפעיל אמצעים אלה. "גוללות הרעל" למיניהן, "מצנחי-זהב",

מניות-שליטה עם זכויות הצבעה מוגדלות, חוזים שמאפשרים ריקון של הקופה במקרה של רכישה עוינת וכלים אחרים דומים – כל אלה פועלים בסופו של דבר לרעת החתן והכלה וגם לרעת המשק. כולם מיועדים להגן על הנהלה כושלת ולא-יעילה, ואין זה טובת המשק למנוע את הדחתה. כמו בתורתו של דרווין, כאשר הנכשלים מודחים והחזקים מחליפים אותם, כל ה"גזע" מתחזק ומבריא, גם כאשר מדובר ב"גזע" של תאגידים. אומנם, חלק גדול מהאמצעים המפריעים להשתלטויות "עוינות" נוצרים בחווי העבודה בין המנהלים לבין הפירמה (כלומר, עם נציגיהם של בעלי המניות), וברגע שקיימים חוזים כאלה הם נהנים מקדושת החוזה. אולם קדושתם של חוזים כאלה עומדת בניגוד לקדושת ה"כתובה" ולזכות הנישואים של בני-זוג, ויש להעדיף את זכויותיהם של בני-הזוג על זכויות החתנת. על המחוקק ועל המפקח על מיוזגים ורכישות לחפש דרכים להקשות את מימושם של אמצעים אלה, ואולי אף לאסור את הכנסתם מלכתחילה לחווי ההתקשרות עם מנהלים. הקשר בין ההנהלה לבין בעלי המניות הינו דוגמה חשובה יותר לבעיות "שולח-שלוח" (Principal-Agent), שהן בעיות המעסיקות גם אנשי משפטים וגם אנשי כלכלה. ניגודי עניינים בין ההנהלה לבין בעלי המניות באים לידי ביטוי בנושאים רבים, החל בחלוקת דיבידנדים וכלה בשכר המנהלים עצמם, ואין זה המקום כאן לסקור את כל הנושא בהרחבה. אולם חשוב להבין שכל הנושא של "רכישות עוינות" אינו אלא חלק בלתי-נפרד מהדיון בניגודי האינטרסים הללו. כמו בצורות אחרות של ניגודי עניינים, לא תמיד קיים פתרון-פלא המבטל אותם לחלוטין. עם זאת, לא תצמח כל תועלת חברתית-כלכלית מהתערבות של המחוקק או של המפקח בניגודים אלה לטובת השלוח. יש אף הסבורים כי מיוזגים ורכישות באים כדי למתן ניגודי אינטרסים כאלה בין משקיעים ומנהלים,<sup>29</sup> וכי הם פועלים להשגת שליטה מהודקת יותר בהנהלת התאגיד.<sup>30</sup>

## פרק ד: מיוזגים ורכישות בין-לאומיים

האם הם מאיימים על המשק הישראלי?

הנושא של מיוזגים ורכישות החוצים גבולות בין-לאומיים נעשה חשוב יותר בשנים האחרונות הן מבחינת נפח התופעה והן מבחינת הדאגות שהיא מעוררת וההתייחסות אליה מצד קובעי המדיניות, המפקחים והתקשורת. הדבר נכון גם בישראל, שבה מתבצעים מספר ניכר של רכישות ומיוזגים חוצי-גבולות, ביניהם כמה עסקות ענקיות בסכומים של יותר

Eugene F. Fama, *Agency Problems and the Theory of the Firm*, 88(2) J. Pol. Econ. 29 (1980), 288.

Omesh Kini, William Kracaw & Shehzad Mian, *The Nature of Discipline by Corporate Takeovers*, 59 J. Fin. 1511 (2004).

משפט ועסקים ח, התשס"ח מה משפטנים יכולים ללמוד מכלכלנים על מיזוגים ורכישות

ממיליארד דולר כל אחת (רכישת חברת "ישקר" על-ידי וורן באפט ממשפחת ורטהיימר הישראלית היא בוודאי הידועה ביותר).

מקובל לחשוב שהגידול העולמי בתופעה קשור חלקית לפריחתן של קרנות הגידור וקרנות המיזון הפרטיות, המספקות כ-20% מסך כל הכספים המושקעים בעסקות אלה.<sup>31</sup> בשנת 2005, למשל, נעשו בעולם 6,134 רכישות ומיזוגים חוצי-גבולות בסך כולל של 716 מיליארד דולר (גידול של 88% לעומת 2004),<sup>32</sup> ביניהם 141 עסקות של יותר ממיליארד דולר כל אחת. העסקות התבצעו בצורות שונות, ובכ-17% מהן הוחלפו מניות ללא תמורה במזומן. כ-55% מהעסקות הבין-לאומיות הללו התבצעו בענפי שירותים, ו-26% - בתחבורה ובתקשורת. רובן התבצעו במדינות המפותחות, ורק 16% התבצעו במדינות מתפתחות ובמדינות ה-CIS. המדינות הגדולות ביותר המקבלות הן במסגרת מיזוגים ורכישות חוצי-גבולות הן אנגליה, ארצות-הברית, הולנד, צרפת וקנדה. המדינות המפותחות הן גם המקורות העיקריים להון הזורם החוצה בעסקות אלה. תנועות הון אלה קשורות כנראה למגמות בבורסות במדינות הגדולות,<sup>33</sup> אשר מושכות אליהן זרימות הון מסוגים רבים ושואפות ליהנות מהרווחים שם.

בדיונים ציבוריים ובתקשורת, מיזוגים ורכישות חוצי-גבולות מעוררים - לפחות בעיני הפרשנים - כמה חששות ובעיות, ביניהם:

- (א) האם מיזוגים ורכישות חוצי-גבולות "מייצאים" משרות ויוצרים אבטלה בבית?
- (ב) האם מיזוגים ורכישות חוצי-גבולות גורמים ל"בריחת" טכנולוגיה לחוץ-לארץ?
- (ג) האם המדינה מפסידה כאשר טכנולוגיות שלה והון של פירמות חשובות הפועלות בה נמכרים "במחיר הפסד" לגורמים בחוץ-לארץ במסגרת מיזוגים ורכישות חוצי-גבולות?
- (ד) האם נזק למאזן התשלומים ולשער החליפין ממיזוגים ורכישות חוצי-גבולות?
- (ה) האם מיזוגים ורכישות חוצי-גבולות יוצרים סכנות מבחינת הביטחון הלאומי?

השיקולים הרלוונטיים בכל הקשור לפיקוח על מיזוגים ורכישות חוצי-גבולות הם פחות או יותר אותם שיקולים שצוינו לעיל אשר צריכים לשמש בסיס להחלטות בענייני מיזוגים ורכישות רגילים, מקומיים, שאינם חוצי-גבולות. על הרשויות לנסות למנוע מיזוגים ורכישות חוצי-גבולות כאשר אלה מאיימים לפגוע בתחרות באופן חמור, ולא להפריע למיזוגים ורכישות חוצי-גבולות שאינם פוגעים בתחרות או שמובילים אף להגברת התחרות. כל אותן התלבטויות שהוזכרו לעיל בקשר למדידת תחרות ולניתוח מבני שוק רלוונטיות גם לסוגיה זו, ועל-פי-רוב קבלת החלטות רציונליות מבחינה כלכלית לגבי

31 מקור לנתונים: United Nations Conference on Trade and Development (UNCTAD), ובפרט *World Investment Report (WIR)* בגליונות שונים.

32 נתונים על מיזוגים ורכישות חוצי-גבולות נאספים על-ידי ארגון United Nations Conference on Trade and Development (UNCTAD), ונגישים ב-[www.unctad.org](http://www.unctad.org).

33 Simon John Evenett, *The Border Mergers and Acquisitions Wave of the Late 1990's*, available at [www.nber.org/papers/w9655](http://www.nber.org/papers/w9655).

עסקות בין-לאומיות הינה קשה לא-פחות מאשר לגבי עסקות מקומיות. בהקשר זה חשוב ביותר לשים לב להבדל בין "פלחי השוק" בענף המקומי לבין אלה שבשוק העולמי. פעמים רבות נשמעת הטענה (גם בישראל) כי מתחרים מחוץ-לארץ זוממים לכאורה להשתלט על תאגידים מקומיים כדי לסגור אותם או לרסן אותם, כדי להגן על האינטרסים של הרוכש הזר. באופן כללי, אין להתייחס ברצינות ל"תיאוריות הקונספירציה" הללו, אשר מומצאות כדי לשמור על אינטרסים של הנהלות מקומיות מאוימות – אותן "חותנות" שהוזכרו לעיל. אם במקרה מסוים יש ממש בטענה כי מיזוג או רכישה פוגעים ברמת התחרות בשוק העולמי, אזי הגיוני שהמפקח יטפל במקרה בתיאום עם מפקחים מקבילים בחוץ-לארץ. אולם בכל מקרה יש להתייחס בספקנות רבה לתלונות כאלה על פגיעה בתחרות, ויש מקום לחשוד כי מדובר בטקטיקה פרוטקציוניסטית.<sup>34</sup>

מעבר לשיקולים של תחרות, אין לבסס את המדיניות בענייני מיזוגים ורכישות חוצי-גבולות על השיקולים והחששות המקרו-כלכליים שהוזכרו לעיל.<sup>35</sup> בפרט אין לעצב מדיניות בענייני מיזוגים ורכישות חוצי-גבולות על שיקולים של מאזן התשלומים, שער החליפין, אינפלציה או אבטלה במשק. ייתכן כמובן שיש במשק בעיות מקרו-כלכליות כאלה, אך הדרך לטפל בהן היא באמצעות כלים מקרו-כלכליים מתאימים למיניהם, ולא באמצעות פיקוח נקודתי על מיזוגים ורכישות.

כנ"ל לגבי החששות בעניין "בריחת טכנולוגיה". מכירת טכנולוגיה לגורמים בחוץ-לארץ אינה שונה כלל מכל סוג אחר של ייצוא, וכשם שייצוא תפוזים מועיל למשק, כך גם ייצוא של בעלות על תוכנה או בעלות על פטנטים או על תאגיד. באופן כללי, ייצוא נכסים – וביניהם מניות בתאגידים ישראלים – אינו שונה מכל ייצוא אחר מבחינת התועלת למשק. אין סיבה לחשוש שיום ישראלי ימכור טכנולוגיה במחיר "נמוך מדי", שכן טעות כזו מזיקה בעיקר לו, ואין סיבה לחשוב שפקיד ממשלתי ידע להעריך את הערך האמיתי של המצאה טכנולוגית טוב יותר מבעלי ההמצאה. לגבי החששות בקשר למיזוג או רכישה על-ידי זרים של תאגיד המשמש את המערכת הצבאית או שיש בו רגישות אחרת מבחינה צבאית (למשל, רפא"ל), יש לטפל בסוגיה זו באופן פרטני, ולא לבסס על שיקולים אלה את כל מדיניות הפיקוח על מיזוגים ורכישות חוצי-גבולות.

לגבי החשש של "בריחת מוחות" כתוצאה ממיזוגים ורכישות חוצי-גבולות, לא ברור כלל שעסקות אלה גוררות ירידה מהארץ של כוח-אדם טכנולוגי (ואולי אף ההפך הוא הנכון). יש להבדיל בין בעלות על פטנט או טכנולוגיה לבין כוח-האדם אשר מפתח או מיישם אותו. אין סיבה לחשוש שכוח-אדם כזה בישראל יפוטר או יתבטל רק משום שהזכות

34 לדיון מורחב בסוגיות אלה ראו: Steven Brakman, Harry Garretsen & Charles van Marrewijk, *Cross-Border Mergers & Acquisitions: The Facts as a Guide for International Economics*, available at [www.ssrn.com/abstract=940348](http://www.ssrn.com/abstract=940348); Steven Brakman, Harry Garretsen & Charles van Marrewijk, *Cross-Border Mergers and Acquisitions: On Revealed Comparative Advantage and Merger Waves*, available at [www.ssrn.com/abstract=870389](http://www.ssrn.com/abstract=870389).

35 Pehr-Johan Norbäck & Lars Persson, *Investment Liberalization – Who Benefits from Cross Border Mergers?* available at [www.cepr.org/pubs/dps/DP3166.asp](http://www.cepr.org/pubs/dps/DP3166.asp)



משפט ועסקים ח, התשס"ח מה משפטנים יכולים ללמוד מכלכלנים על מיוזגים ורכישות

לקבלת הרווחים מהפטנט נמכרה לזרים. אם התאגיד הנרכש ממשיך לפעול, הוא ממשיך גם להעסיק עובדים, לרבות עובדי טכנולוגיה. למעשה, בזכות יכולת גיוס הון מוגדלת, ייתכן שהתאגיד בבעלות זרים אף ירחיב את העסקת העובדים הישראלים.

אם קיים קונסנזוס ציבורי שקיימת בעיה כללית של "בריחת מוחות" לחוץ-לארץ, אזי יש לעצב מדיניות שתטפל בבעיה זו באופן כללי וברמה של המשק הכולל (כגון הטבות לעובדים מהסוג המיוחד המיועדות לתמרץ אותם להישאר בישראל או למשוך הביתה כאלה שכבר עזבו). אין לנסות "לתקן" את הבעיה באמצעות פיקוח על מיוזגים ורכישות חוצי-גבולות.

במיוזגים וברכישות חוצי-גבולות טמונות תועלות כלכליות לכל הצדדים, אשר אינן שונות באופן משמעותי מהתועלות בסחר בין-לאומי או בתנועות הון בין-לאומיות אחרות. יש הסבורים כי מיוזגים ורכישות חוצי-גבולות יכולים אף לשמש בתנאים מסוימים תחליף לקשרי סחר בסחורות ובשירותים.<sup>36</sup> הם יכולים ליצור תנאים של פיזור/גיוון סיכונים כלכליים ופיננסיים בעבור כל הצדדים. קיימת כבר ספרות אמפירית מעטה על הרווחים וההפסדים מעסקות של מיוזגים ורכישות חוצי-גבולות.<sup>37</sup>

## פרק ה: מסקנות

יש מקום לריענון של כל המחשבה המשפטית (לרבות בחקיקה ובפיקוח) בקשר למיוזגים ורכישות – הן לגבי עסקות במשק המקומי והן לגבי עסקות חוצות-גבולות. עיצוב של המדיניות והפיקוח בהתבסס על "פלאחי שוק" הוא מיושן ובעייתי, ואינו משקף את הגישות הכלכליות העדכניות לגבי מבני שוק ומדידת תחרות. הגדרת "פלאחי שוק" היא בעייתית מאוד מכיוון שהגדרת ה"שוק" היא בעייתית ושרירותית. "פלאחי שוק" מתייחסים לרוב לרמת הייצור המקומי במקום לרמות שיווק בין-לאומיות. באופן כללי, מדיניות הפיקוח על מיוזגים ורכישות חייבת להביא בחשבון אומדני תחרות בין-לאומיים ואת תרומתם של גורמים מחוץ-לארץ לתחרות במשק המקומי. את הפיקוח על מיוזגים ורכישות יש לבסס לרוב אך ורק על האינטרסים של בעלי המניות בשני התאגידים המשתתפים בהתאחדות.

36 Alexander Hijzen, Holger Görg & Miriam Manchin, *Cross-Border Mergers & Acquisitions and the Role of Trade Costs*, available at [www.cepr.org/pubs/dps/DP6397.asp](http://www.cepr.org/pubs/dps/DP6397.asp)

37 לפירוט סדרה של תועלות כלכליות הצומחות למדינה שבה תאגידים נרכשים על-ידי זרים, ובעיקר הוספת ערך כלכלי לנכסים המקומיים, ראו: Norbäck & Persson, לעיל ה"ש 35; Claude Francoeur, *The Long-Run Performance of Cross-Border Mergers and Acquisitions: The Canadian Evidence*, available at [http://neumann.hec.ca/cgj/Textes des chercheurs/C.\\_Francoeur - Long Run Performance of CB M&As 05-04-05.pdf](http://neumann.hec.ca/cgj/Textes des chercheurs/C._Francoeur - Long Run Performance of CB M&As 05-04-05.pdf)

יש להקל רכישות "עוינות", ואל למפקח להתייחס לשיקולים הנוגעים בנוק שעלול להיגרם להנהלה או לסייע להנהלה "להתגונן" מפני רכישות "עוינות". כל זה נכון על אחת כמה וכמה כאשר מדובר במיזוגים ורכישות הוציגבולות. גל העסקות האלה הולך וגדל, וגם המשק הישראלי מעורב בו. באופן כללי, גם בעסקות אלה אין להתערב או להפריע למימושן אלא במקרים של פגיעה מוכחת בתחרות, המתועדת בכלים כלכליים מהימנים, ולא סתם על-סמך שינויים במדידת "פלחי שוק" ו"ריכוזיות".

### פרק ו: סיכום

מיזוגים ורכישות הם תופעה משפטית וכלכלית מורכבת, והתייחסותם של משפטנים אליהם שונה לעיתים תכופות מזו של כלכלנים. שתי הדיסציפלינות מדגישות אומנם את ההשלכות של מיזוגים ורכישות על התחרות, אולם ההבנה של תחרות עברה מהפכה לא-קטנה אצל כלכלנים בדור האחרון. קיימות סיבות רבות למיזוגים ורכישות, ובמקרים רבים המניע להם אינו הקטנת התחרות כלל.

על המפקח והמחוקק להבין כי אין למדוד "תחרות" באמצעות "פלחי שוק" בלבד, אלא על-ידי מחסומים לכניסה של מתחרים. יש להדגיש שתחרות כוללת גם תחרות מול ייבוא ומול ספקים בחוץ-לארץ. "ענף" הוא מושג בעייתי וערטילאי, ויש להיזהר מקביעות ש"ענפים" אינם תחרותיים. כמו-כן אין להתחשב באינטרס של הנהלות קודמות בתאגידים אשר נהפכים ליעדים להשתלטות "עוינת", ויש לראות ברכישות "עוינות" דבר חיובי. על-כן יש לעודדן ולהקשות את השימוש ב"הגנות" מפניהן. לבסוף, אין סיבה למנוע רכישות ומיזוגים של תאגידים מקומיים על-ידי רוכשים מחוץ-לארץ.