

מרכז הראל לחקר שוק ההון  
הפקולטה לניהול ע"ש קולר  
אוניברסיטת תל אביב



# שליטה ללא שליטה

דני בן-שחר, רוני גולן, דן וייס, אבי כרמלי, איל סולגניק

22 במאי 2024

# בעלי מניות מנסים להשפיע על תהליכי קבלת החלטות בחברות ציבוריות באמצעות "בלוקים לא גדולים" של מניות



# חשש מ"שליטה" יוצר העדר תאום ושיתוף פעולה בין משקיעים מוסדיים

- קיים חשש כי תיאום מוקדם בין גופים מוסדיים ייחשב כ"החזקה משותפת" העולה כדי "שליטה".
- אם משקיעים מוסדיים המחזיקים ביחד יותר מ-50% מההון המניות בחברה מתאמים הצבעתם בהחלטה העולה להצבעה באסיפת בעלי מניות – מתקיימת חזקת השליטה הכמותית. יוטל עליהם נטל ההוכחה כי אינם בעלי שליטה.

# גילוי דעת 1\19 של רשות התחרות יוצר העדר תאום ושיתוף פעולה בין משקיעים מוסדיים

- "שיתופי פעולה בין גורמים מתחרים עלולים לעלות לכדי הסדר כובל לפי סעיף 2 לחוק התחרות הכלכלית, התשמ"ח-1988 (להלן החוק)."
- מאפשר תאום נקודתי לגבי הצבעות באספות בעלי מניות, לא בעסקאות מכירת מניות.
- אבל .... "שיתוף פעולה עשוי להיחשב כמתמשך ... באשר להסכמה או הבנה בין גופים לפיה יידברו ביניהם לפני כל אסיפה או הצבעה גם אם הבנה כזאת לא כוללת הסכמה על אופן ההכרעה בהידברות ביניהם."

**בפועל: מוסדיים נמנעים משיח כלשהוא ואף נמנעים מפרסום ניירות עמדה.**

# השאלה היא:

באיזו מידה יש לבעלי מניות המחזיקים "בלוקים לא גדולים" של מניות כח להשפיע על תהליכי קבלת החלטות בחברה?

כדי לענות על שאלה זו,

בדקנו את כוחו האפקטיבי של בעל מניות המחזיק עד 25% ממניות חברה ציבורית להשפיע על קבלת החלטות באסיפת בעלי מניות כאשר גופים מוסדיים מחזיקים בחלק משמעותי מהמניות.

# כח להשפיע על החלטות (באסיפת בעלי מניות)

שיטת המחקר: תורת המשחקים השיתופיים – לוייד שפלי ורוברט מאירסון (חתני פרס נובל בכלכלה ב- 2012 ו-2007).

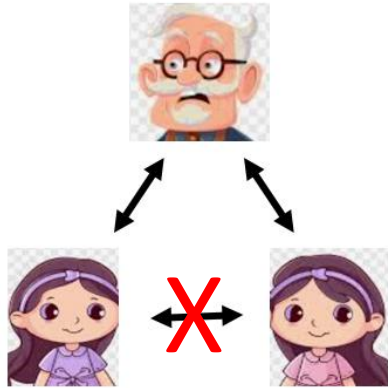


- אנו מודדים כוח של בעל מניות לכוון החלטות על פי העדפותיו ועל פי יכולתו להכריע את הכף.
- המשחק התאגידי הוא משחק סכום אפס – תוספת כח לבעל מניות אחד באה על חשבון כוחם של בעלי מניות אחרים.

# האם אחזקה בהון מניות גדול יותר מייצרת בהכרח יותר כח?

דוגמה: חברה משפחתית דור שני. אח ושתי אחיות - כל אחד מחזיק  $1/3$  מהמניות.

## ברוגז - שתי האחיות לא מדברות

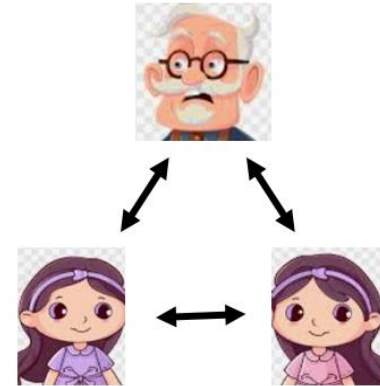


כח לאח –  $2/3$

כח לכל אחות –  $1/6$

הכח של האח נשמר גם אם תהיה לו מנייה אחת ולכל אחות 100 מניות.

## הרמוניה - תקשורת מלאה בין כולם



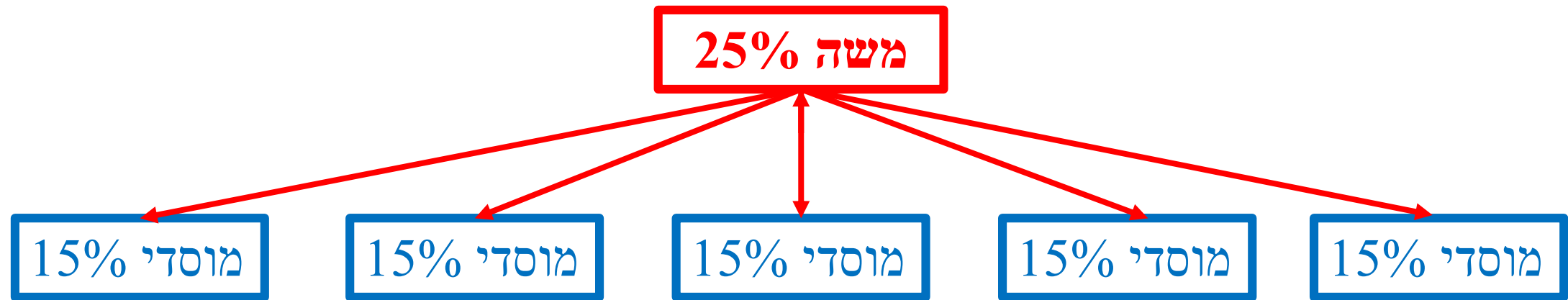
כח שווה לכל אחד ואחת –  $1/3$

# תורת המשחקים: ערך שפלי וערך מאיירסון

- ערך שפלי מודד כוח של שחקן להשפיע על קבלת החלטה – הסיכוי שהשחקן יהיה השחקן שמכריע את הכף בקבלת ההחלטה. מודל שפלי מניח כי **כולם מתקשרים עם כולם** ויכולים לתאם עמדות.
- ערך מאיירסון מרחיב למקרה שבו חלק מהשחקנים לא מתקשרים עם שחקנים אחרים.
- גם ערך מאיירסון מודד כוח של שחקן – הסיכוי שהשחקן יהיה השחקן שמכריע את הכף בקבלת ההחלטה **כאשר אין תקשורת מלאה** בין כל השחקנים.

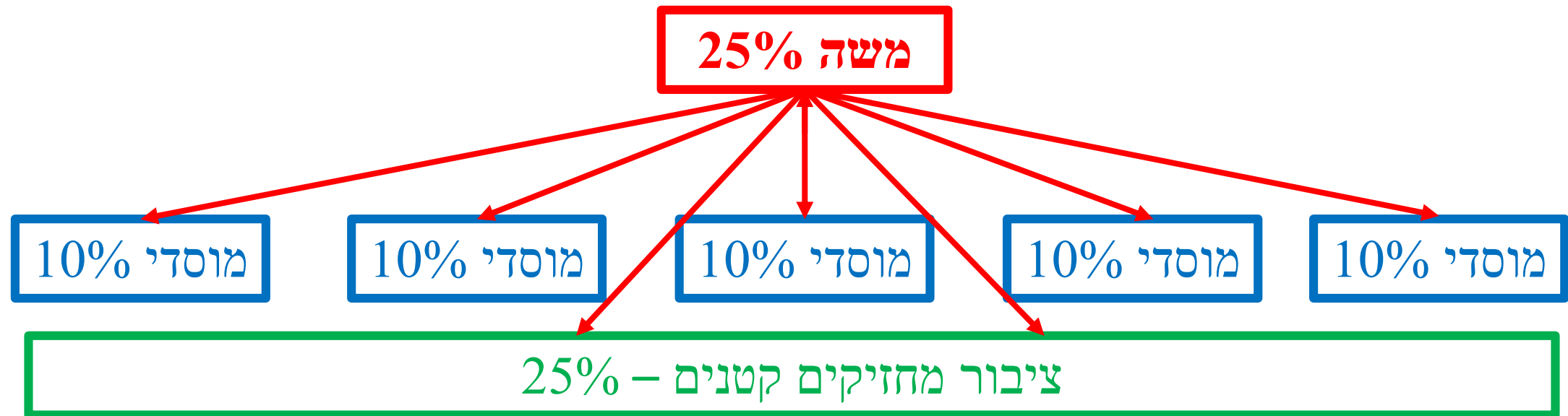


# משחק 1: משה בעל מניות מול המוסדיים



- משה מתאם עם כל אחד מהמוסדיים, המוסדיים לא מתאמים זה עם זה.
- כוחו של משה – 67%, כוחו של כל מוסדי כ-7%.
- הכח הגדול של משה נובע מהעדר יכולת של המוסדיים לתקשר בינם לבין עצמם.
- במצב של תקשורת מלאה בין כולם: כוחו של משה – 33%.
- מסקנה: כוחו של משה גדל מאד כאשר רק משה יכול לתאם עם כולם.

## משחק 2: משה בעל מניות מול המוסדיים והציבור



- משה יכול לתאם עם כל אחד מהמוסדיים וגם עם הציבור, המוסדיים וגם הציבור לא מתקשרים זה עם זה.
- כוחו של משה - 65%, כוחו של כל מוסדי - 5%, כוחו של הציבור - 10%.

## נוקד קפיטל רכשה מניות שופרסל ב-232 מיליון שקל והפכה לבעלת עניין

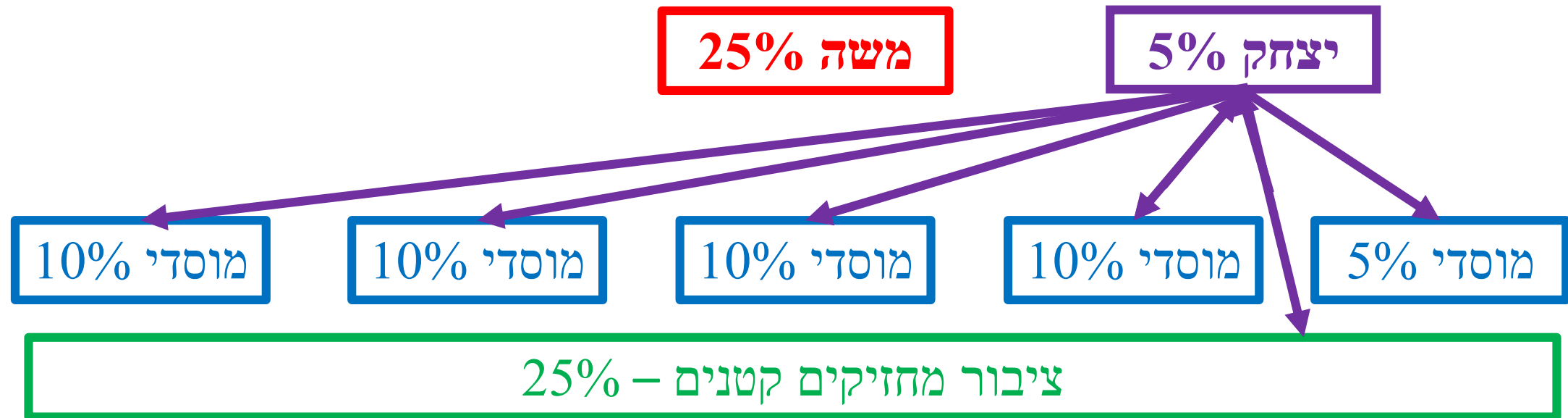
במקרה הזה, נראה כי מדובר בהבעת אמון גלויה של נוקד קפיטל בשופרסל, ככל הנראה על בסיס ההערכה של בכירי הקרו לביצועי האחים אמיר ברשת פרשמרקט שהקימו והנפיקו בהצלחה.



התקשורת  
אתמול בערב,  
21/5/24



# משחק 2: איום על הכח של משה – הופעת בעל בלוק מניות נוסף



- הופעת בעל בלוק מניות נוסף – **המוסדיים יבחרו עם מי הם מתאמים.**
- אם המוסדיים יעברו לתאם רק עם יצחק – משה יאבד כח משמעותי, שיעבור אל יצחק.
- גם אם המוסדיים יתאמו עם משה וגם עם יצחק, כוחו של משה פוחת.
- האם למשה היתה "שליטה" עוד לפני שיצחק הופיע?? ואחרי??

# תובנות

- ליכולת לתאם יש ערך גדול והיעדרה יוצר פגיעה משמעותית בכוח של בעל מניות.
- **טענה:** כוחו של בעל מניות יחיד המחזיק "מעט" מניות ומקיים תקשורת עם כל בעלי המניות האחרים, שאינם יכולים לשתף פעולה זה עם זה, גדול מ-1/2.
- בעסקאות שבהן מוסדיים מוכרים מניות לבעל מניות שיכול לתקשר עם כל המוסדיים - בעל המניות מקבל "הרבה יותר כח" להשפיע על החלטות מאשר חלקו בהון.
- **מסקנה 1: חגיגת ה"שליטה" יכולה להגמר - המוסדיים יכולים להפסיק את התאום ו/או לחבור לבעל בלוק מניות נוסף.**
- **מסקנה 2: העמיתים נפגעים מאיסור על תקשורת/תאום בין המוסדיים.**
- **מסקנה 3: המוסדיים צפויים להיות "ממליכי מלכים" אם יכנס בעל בלוק מניות נוסף.**

# מה למדנו?

- אחוז אחזקה בהון המניות לא מספר את כל הסיפור ...
- כח לכוון פעילות של חברה ציבורית נובע לא רק מאחזקת הון מניות, אלא גם מהיכולת לשתף פעולה עם המוסדיים. בפרט כאשר חל איסור על גופים מוסדיים לתקשר זה עם זה.
- **"שליטה" התלוייה בתאום עם המוסדיים עלולה להעלם.**
- איסור על מוסדיים לתקשר זה עם זה **פוגע בעמיתים** בחברות שבהן לבעל מניות יש כח רב לכוון החלטות והמוסדיים לא יכולים לתקשר בינם לבין עצמם. למניעה מוחלטת של הסדר כובל יש **מחיר חברתי שמשלמים העמיתים!**
- המוסדיים צפויים להיות **"ממליכי מלכים"** אם נכנס בעל בלוק מניות נוסף.

# שאלות לסדר היום

1. האם קיימת "שליטה ללא שליטה"?
2. תאום בין מוסדיים - האם על הרגולטורים (רשות ניירות ערך, רשות שוק ההון, רשות התחרות) לקבוע רשימה סגורה של מקרים שבהם מותר לגופים מוסדיים לתקשר ולתאם זה עם זה את הצבעתם באספת בעלי מניות?
3. האם יכולת למוסדיים "להמליך מלכים" תיטיב עם העמיתים?