



25.65x22.73	1/3	20	עמוד	הארץ - the marker	27/05/2024	90357623-5
78 וניברסיטת תל אביבהשכלה גבוהה - אוניברסיטאות ומכללו -						

לא רק שופרסל ופז: חוקרים מציעים פתרונות לבעיית ה"שליטה ללא שליטה"



שליטה ללא שליטה
חוקרים מציעים פתרון לפרצה שנוצרה בשופרסל ובפז – ויו"ר רשות ני"ע משרטט גבולות משלו

אייתי פתייה השער האחורי

זוהר לוי והאחים אמיר איתגרו את החוק כשרכשו אחזקות לא גדולות, שבכוחן להקנות השפעה ניכרת על החברות • לפי מחקר, אחזקה של 25% באופן זה שקולה לאחזקה של 67% • חוקרים מציעים לאפשר למוסדיים לתאם עמדות נקודתית, ולחייב משקיעים להצהיר על כוונתם בשלב מוקדם • יו"ר רשות ני"ע: "השאלה מהו אחוז האחזקה היא לא זו שתכריע את הכף" • אייתי פתייה



ספי זינגור צילום: נעמה גרינבאום



זוהר לוי. מחזיק ב-16% מפז



יוסי אמיר, שופרסל צילום: פרשמרקט

האם תופעת ה"שליטה ללא שליטה" צוברת תאוצה בשוק ההון הישראלי? שופרסל, פז ודנאל הן דוגמאות לחברות בהן משקיעים שאינם מוגדרים כבעלי שליטה – בעלי אחזקה של פחות מ-25% בחברה – קיבלו או מנסים לקבל לידם השפעה גדולה על עסקיה. כל זאת, בלי המגבלות שמתלוות להגדרת השליטה, ובלי לשלם בהתאם ליתר המשקיעים.

מצבים כאלה מתאפשרים כשברות אין בעל שליטה מוגדר – ולכל המשקיעים המוסדיים שמתפתים בהצבעות על מינוי חברי הדירקטוריון שמכתיב ומפקח על האסטרטגיה, ועל מינוי המנהלים הבכירים השכירים שאחראים לניהול השוטף, אסור לפי חוק לתאם זה עם זה עמדות לגבי הצבעתם.

שורת חוקרים מאוניברסיטת תל אביב שעמלים כיום על מחקר בנושא, טוענים כי איסור התיאום פוגע בסופו של דבר בחוסכים של המוסדיים. ואולם בחלק מהמקרים המוסדיים הם בעצמם אלה שמקנים למשקיעים קטנים השפעה גדולה, מתוך אמונה שהם והחוסכים שלהם

מזוהה עם לוי או יזכה לתמיכתו מעבר לשאלה האם המוסדיים שמכרו לסאמיט את המניות יתמכו ביוזמה. השאלה היא איך ברשות ני"ע יסתכלו על כל הסיפור. בכנס שנערך בשבוע שעבר באוניברסיטת תל אביב תחת הכותרת "שליטה ללא שליטה", ובו הוצגו גור תוכנות ראשונות מהמחקר שהוזכר, אמר יו"ר הרשות ספי זינגור: "מבחינתנו אחוז ההחזקה בחברה כשלעצמו הוא אמנם פקטור אבל לא חוות הכל. השאלה אם ההחזקה היא 24%, 25% או 26% היא לא זו שתכריע את הכף". המשך בעמ' 18

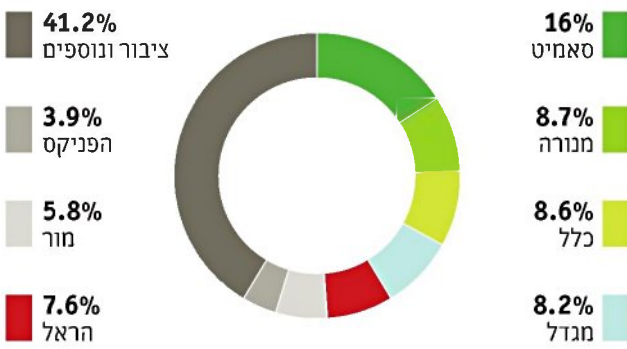
עד לשבוע שעבר, חברת הנדל"ן המניב סאמיט שבבעלות זוהר לוי החזיקה ב-10% מפז, עם מושב אחד בדירקטוריון, ואו רכשה מהמוסדיים, בעיקר מכלל ביטוח, 6% נוספים מהחברה. עתה לוי מבקש לשנות את התקנון כך שמספר הדירקטורים יוגדל מ-10 ל-7 לכל היותר ולערוך הצבעה על זהות הדירקטורים, כשנתון כך הוא מציע לתמוך בשניים מאלה המכהנים (ייתכן שכדי להרחיק ממנו סממנים של שליטה), ולמנות שניים חדשים מטעמו – שהוא אחד מהם. התוצאה עשויה להיות שרוב של ארבעה דירקטורים מתוך שבעה יהיה

דווקא יצאו מכך נשכרים. הם עושים זאת באמצעות תמיכה במועמדים לדירקטוריון ולהנהלה שמציע משקיע יחיד (לעתים הוא עצמו המועמד), ולפעמים זה קורה עוד קודם לכן, כשהמוסדיים מוכרים למשקיע בעסקות מחוץ לכרסה נתח מהמניות שלהם ובכך מגדילים את כוח ההצבעה שלו. בחלק מהמקרים, דרך מכירה כזו המוסדיים גם מוכים את הרוכש אוטומטית במושב בים בדירקטוריון, ללא צורך באישור בעלי המניות (כל חברה מגדירה בתקנון שלה מהו שיעור האחזקה המזכה במושב).

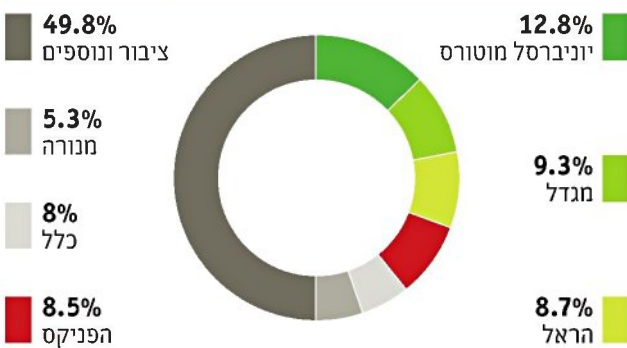


8.57x31.58	3/3	20 עמוד	הארץ - the marker	27/05/2024	90357624-6
78 - וניברסיטת תל אביבהשכלה גבוהה - אוניברסיטאות ומכללות					

סאמיט הגדילה אחזקה פילוח האחזקות בפז



המוסדיים תמכו ביוניברסל פילוח האחזקות בדגאל



לפי החוקרים, אחזקה כמו זו של האחים אמיר בשופרסל שקולה לאחזקה של 67% מהחברה – כשאם המוסדיים היו רשאים לתאם ביניהם כוחם היה "רק" 33%

לחייב משקיעים אסטרטגיים שבר-צונם להשפיע על החברה בה השקיעו להצהיר על עצמם ככאלה. בוול סטריט קיימת דרישה להצהיר על עצמם ככאלה מרגע שהגיעו להחזקה של 5% – גם אם לא החלו לקדם את תוכניותיהם ואף טרם הציגו מועמדים לדירקטוריון. "למידע כזה יכולה להיות השפעה על מחיר המניה ולכן רלוונטי שהוא יהיה גלוי לציבור המשקיעים", אומר חנס. "כשבועל מניות בחברה נסחרת מגיע להחזקה של 5%, אנחנו לא יודעים אם יש או אין לו הסכמות מול המוסדיים שמושקעים בה. אם הצהיר על עצמו כמשקיע ששואף להשפיע על החברה, אז יצטרך לדווח אם הציג דירקטורים ואם קיים מגעים מול בעלי מניות אחרים לגביהם. צריך לחשוב מה נקודת הזמן הנכונה שבה להצהיר מחייבת – מור עד הגדלת החזקות, כמו בארה"ב, או המועד שבו המשקיע החדש באמת מתחיל לפעול כדי להשיג השפעה".

עוד הם מציעים לאפשר למורסדיים לתאם עם המשקיע האסטרטגי החדש הסכמות סביב מינוי דירקטורים רק בפעם הראשונה. כה זה מבקש נציגות בדירקטוריון. לפיהם, רצוי שבמקרים כאלה הדי-רקטוריון יורכב מרוב של דירקטורים בלתי תלויים, קרי כאלה שגם אם הוצעו על ידי מי מהצדדים, וששניהם הסכימו עליהם – אינם עובדים אצל אף אחד מהם, ולא מקיימים יחסים מתמשכים עמם. **איתי פתיה**



דן וייס צילום: שלומי מזרחי

אפקטיבית עם פחות מ-25% מהמניות היא כזו שיש לך היום והמוסדיים יכולים לקחת ממך מחר – אם ביצועי המניה והחברה לא יהיו לרווחם". הכוונה היא שבכל שלב ייתכן באופן תיאורטי שהמוסדיים יבקשו להדיח את נציגי המשקיע מהדירקטוריון וההנהלה, ולהותירו כמשקיע פסיבי בלבד.

אלא שבשביל שזה יקרה דרוש רוב של מוסדיים ששותפים באותה נקודת זמן להתנגדות לאותו משקיע דומיננטי, ושואף מוסדי לא יעדיף לשמר את המצב הרע בחברה – ולו בשביל להזיק למתחרה שמחזיק בה יותר ממנו. בנוסף, גם אם המשקיע הגדול מוסר מעמדת ההשפעה, העובדה שלבעל מניות אחד יש אחזקה משמעותית בחברה עשויה להרתיע משקיעים גדולים חדשים מלהשקיע בחברה ולקדם מה, מחשש שאותו משקיע שהמורסדיים הפנו לו גב יתנגד לכל שינוי שיוצע – וכך המצב התקוע יימשך. פרוף' שרון חנס ופרופ' אסף חמדני מהפקולטה למשפטים באוניברסיטת תל אביב עמלים גם הם על מאמר בנושא, והצעתם היא

מסקנת החוקרים משופרסל ופז: אם למוסדיים אסור לתאם – החוסכים נפגעים



סניף שופרסל. כאשר קולות המוסדיים מפוצלים – קשה להפיל הצעות של משקיעים דומיננטיים צילום: מוטי מילרוד

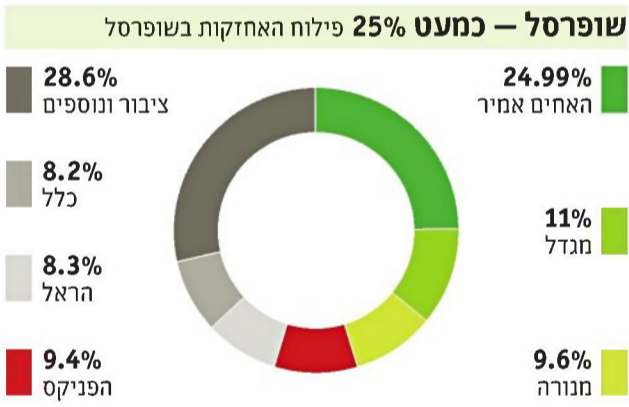
המשך מהשער האחרון "כסוף, השאלה שאנחנו נשאל את עצמנו היא מהותית", הסביר זי"נגה, "האם מידת היכולת להכווין את התאגיד שיש בידי אותו אדם מייצרת צורך להגן על יתר בע"ל המניות ומצדיקה את החובות שקבע המחוקק על בעלי שליטה". בחברת הסייעוד וכוח האדם דנאל, המוסדיים תמכו במועמדים לדיקטטוריון שהציעה יבאנית הרכב יוניברסל מוטורוס, שמח"זיקה ב-13% בלבד מדנאל, וכך הם מוננו והביאו להחלפת היו"ר והמנכ"ל הקודמים.

בלי תיאום – אין מי שיעצור את בעל העניין

כשמוסדי מוכר מניות בחב"ר להמשקיע שהוא יודע שיש לו שאיפות להשפיע עליה, והמוסדי נשאר מושקע בה וחשוף לתוצאותיה – ברצונו לדעת מראש מה מתכנן לה הרוכש. כשהמוסדי מרוצה גם מהתכניות של המשקיע וגם מהמחיר שהוא מציע עבור המניות – או יש עסקה, ושאלת מידת ההשפעה על החברה אינה מטרידה אותו. נהפוך הוא, ההשפעה הזו שמקבל המשקיע החדש היא התוצאה הרצויה מבחינת המוסדי, ולכן הוא מסכים לעסקה. כך היה בשופרסל.

האחים יוסי ושלומי אמיר, מייסדי רשת קמעונאות המזון פרשמרקט שנמכרה על ידם לפז, רכשו מהגופים המוסדיים 24.99% משופרסל, ומונו למנכ"לים שנותנים פנים בחברה. תחילה שלומי הציע עצמו לתפקיד היו"ר (שבו כביכול הוא אמור לפקח על אחיו), אך ככל הנראה בעקבות הביקורת בתקשורת, שגם הקשתה על המוסדיים מצדם לאשר את המינוי, ויתר על התפקיד לטובת המנכ"ל לות המ"שותפת. כך או כך, עסקת המניות נכרכה בחילופי ההנהלה בשופרסל, והאחים אמיר לא היו נגשים לעסקה אלמלא היה כך.

גם מהצד של המוסדיים המטרה הייתה קודם כל להחליף את הנהלת שופרסל בכוח שתביא לתוצאות טובות יותר לעסק, וביצועים טובים יותר של המניה. עסקת המניות רק נועדה כדי ליצור לאחים אמיר חשיפה גבוהה למניה, שתהווה עבורם תמריץ כבועם כמנהלים. לבטח המוסדיים היו מעדיפים להכניס כמנהלים את האחים אמיר בלי למכור להם מניות שופרסל – אך האחים לא היו מסתפקים רק בחבילת השכר שלהם כדי להיכנס להרפתקה הזו. הם מאמינים שתחת הנהלתם תהיה הצפת ערך במניה, והם רוצים ליהנות ממנה. זה המקום להזכיר כי כל בעל



אסף חמדני צילום: שלומי מזרחי



שרון חנס צילום: שלומי מזרחי

פרופ' חנס וחמדני מציעים לחייב משקיעים אסטרטגיים שברצונם להשפיע על החברה להצהיר זאת. בווול סטריט הם מחויבים לכך החל מאחזקה של 5%

תומכים בכל החלטה שלהם. את החשש הזה חיוקה העו"בדה שהעסקה נעשתה כך שכל אחד מהמוסדיים נפרד ממניות שופרסל בשיעור זהה, ובסופו של התהליך תמונת הכוחות היחסית ביניהם בכל הנוגע לאחזקות בחברה נותרה זהה, לשביעות רצונם של כל הצדדים. המשמעות היא שאם, לדוגמה, בחדש הבא מניית שופרסל תזנק או תיפול – אף מוסדי לא ירוויח או יפסיד יותר מהמתחרים באופן יחסי משהיה מרוויח או מפסיד ערב העסקה. אותו חשש לגבי התיאום סביב מבנה העסקה הוליד את החשש המהותי לתיאום בין הצדדים גם סביב ההחלטות הניהוליות.

אך מה קורה אם אין תיאום כזה, ואין גורם שמוגדר בעל השליטה? או, לכשתעלה להצבעה הצעה ביוזמת האחים אמיר כבועם כמ"שקיעים הגדולים, יהיה למוסדיים

כי אלה יקבלו על עצמם מגבלות החלות על בעלי שליטה. את הח"שש להיווצרות דבוקה שלטיטה עם המוסדיים, כך שהתיאום בין כל אחד מהם נעשה דרך המגעים עם האחים אמיר, לכאורה כאנשי קשר משותפים, ההסדר אינו פותח, וגם החוקרים אינם מתייחסים לכך.

"לא מומלץ לאפשר תיאום לאורך זמן"

לפי החוקרים – אם היה מור"תר למוסדיים לתאם ביניהם, 25% היו שקולים להחזיקה של 33% "בלבד". כלומר, לא מספיק בשביל לגבש רוב ולהכריע הצ"בעה. יצוין כי המוסדיים אינם נוטים לפרסם ניירות עמדה לק"ראת הצבעות באסיפות בעלי מניות (כל משקיע בחברה נסח"רת רשאי לפרסמן). פרסום של ניירות כאלה, יהיה יכול לאותת ליתר המוסדיים איך ככוונת הגורם המפרסם להצביע. פרופ' וייס, למה מלכתחילה נאסר בחוק על מוסדיים לתאם עמדות?

קשה יותר לבלום אותם. זאת, משום שלאחים מותר להצביע בכל נושא (לבד מבעסקות בעלי עניין מובהקות), שכן הם אינם מוגדרים בעלי שליטה, והיעדר התיאום של המוסדיים יכול ליצור פיצול בהצבעה כך שלא יתגבש רוב נגד. זו דוגמה למה שהחוקרים מתכוונים אליו בהתייחסם לפגיעה בחוסכים של המוסדיים, כתוצאה של איסור התיאום ביניהם. במצב כזה, עם 25% מהמניות בלבד, ניתן להגיע לכוח הצבעה ששקול לאחזקה של 67% – כך לפי חישוב שער"כ החוקרים מאוניברסיטת תל אביב פרופ' דן וייס, ראש מרכז הראל לחקר שוק ההון בפקול"טה לניהול ע"ש קולר, פרופ' דני בן-שחר, ד"ר רוני גולן, פרופ' אבי כרמלי, וד"ר אייל סולגניק מאוניברסיטת רייכמן. ממצאים דומים הציגה באחרונה ד"ר מורן אופיר מאוניברסיטת רייכמן. בעקבות הביקורת על השל"כות עסקת שופרסל, לפני חודש סוכם בין רשות ני"ע לאחים אמיר

"משיקולי ריכוזיות – כדי למנוע הסדר כובל ביניהם שי"קנה להם שליטה בחברות נסח"רות. יכולים להיווצר גופים בעלי כוח אדיר, שדרך כספי העמיתים משיגים שליטה על המשק. למ"של – המוסדיים יוכלו, כקבוצה שחבריה מתואמים, לנהל יח"דיו כמה רשתות קמעונאות שא"מורות להתחרות זו בזו, אך יהיה להם אינטרס שלא תהיה תחרות, ושהמחירים יעלו".

אתם מציעים במחקר שרשויות ני"ע, שוק ההון והתחרות יקבעו רשימה סגורה של מקרים בהם מותר למוסדיים לתאם הצבעות. למה להתרשמותכם זה הפתרון – ולא כפי שנעשה עתה מול שופרסל, להגביל את המשקיע הדומיננטי?

"הדברים לא סותרים זה את זה, והכוונה שלנו היא לכחון תיאום בנקודת זמן מסוימת. באף חברה אנחנו לא ממליצים לא"פשר למוסדיים לתאם עמדות לאורך זמן".

דיקטטוריון שופרסל כבר הוחלף בעבר והמנכ"ל לש"עבר איציק אברכהן חזר לחב"רה בתפקיד היו"ר, וכל זה בלי שאיפשרו למוסדיים לתאם עמ"דות. מתי בשופרסל החוסכים של המוסדיים נפגעו מהיעדר יכולת התיאום?

"זה היה אקטיביזם מוסדי לא מתואם שלא הביא ערך לבעלי המ"ניות, ובמקרים כאלה באמת נד"רש פתרון נקודתי. בעסקת האחים אמיר יכול להיות שאם היה מתא"פשר תיאום, מחיר המניה המוס"כם היה גבוה יותר. איסור התיאום הוא לא רק בהצבעות באסיפות, אלא בעיקר סביב עסקות בשוק".

ללא קשר לתיאום, החוק הקיים כן מאפשר למוסדיים להציע מועמדים לדיקטטוריון, והם לא עושים זאת. אם כן היו, זה היה פותר את הבעיה?

"זה קורה במקרים מסוימים, אבל היו פעמים שבהם כמה מו"סדיים הציעו באותה חברה מועמ"דים והקולות התפצלו מבלי שגובש רוב, בשל חוסר התיאום".

המוסדיים יכולים לתאם בעקיפין

וייס מספר כי כנכנס נטען – ובצדק לדבריו – שהמוסדיים מתואמים בעקיפין דרך חברת עמדה, שמייצעת להם איך לה"צביע באסיפות. לדעתו, אין בכך בעייתיות. הייעוץ נעשה לפי המ"דיניות שגיבש כל מוסדי בעצמו, אך פעמים רבות הן חופפות. עוד טענה שהועלתה היא כי "להבדיל משל"טה דרך החזקה של 51%, שליטה