

אוניברסיטת רייכמן

שליטה אפקטיבית וכח הכרעה בחברות בבעלות מבוזרת

ד"ר מורן אופיר

יום עיון- ממשל תאגידי בחברות ללא גרעין שליטה

יולי 2024



This Photo by Unknown Author is licensed under CC BY-SA



This Photo by Unknown Author is licensed under CC BY-SA



ד"ר מורן אופיר, אוניברסיטת רייכמן

TheMarker | שוק ההון

בעקבות התנגדות בעלי מניות המיעוט בהדר: הפניקס משהה כוונתה למכור עד 5% ממניות הדר לצד שלישי

לפני כחודש הודיעה הפניקס על ניהול מו"מ למכירת המניות לפי מחיר הנמוך ב-15% ממחיר מניות הדר בבורסה; ההודעה עוררה התנגדות מצד בעלי מניות מיעוט בהדר

בלעדי לכלכליסט

מנכ"ל כלל ביטוח תוקף: "החלטת היו"ר נדונה במחשכים עם בעלי מניות מיעוט"

במכתב חריף לדירקטוריון כלל טוען המנכ"ל יורם נוה כי בעלי מניות המיעוט אלפרד אקירוב ואייל לפידות, קשרו קשר להדיחו עם היו"ר דני נוה; המניע: ללחוץ על כלל להיטיב עם אלרוב של אקירוב ועם שיכון ובינוי שבראשה עומד לפידות. "הרגשתי שמדובר בחנות מכולת ולא בגוף שמנהל מעל 200 מיליארד שקל מכספי הציבור"

גולן חזני 10.05.20 07:01

לוחצים לאקזיט: בעלי מניות דורשים את הדחתו של יו"ר הלמן־אלדובי

חנן אסייג וערן מיטל (5% יחד) טוענים שהיו"ר אורי אלדובי נגוע בניגוד עניינים, ודורשים להדיחו ולמנוע ממנו מעורבות בדיונים עם הפניקס וקרן ההשקעות הבריטית, שמעוניינות לרכוש את חלק מהפעילות או את כולה. הלמן אלדובי: "לחץ פסול על הדירקטוריון"

רחלי בינדמן 29.12.19 10:21

שליטה אפקטיבית



"It is impossible to identify or foresee all of the possible sources of influence that could contribute to a finding of actual control over a particular decision. Examples include, but are not limited, to: (i) relationships with particular directors that compromise their disinterestedness or independence, (ii) relationships with key managers or advisors who play a critical role in presenting options, providing information, and making recommendations, (iii) the exercise of contractual rights to channel the corporation into a particular outcome by blocking or restricting other paths, and (iv) the existence of commercial relationships that provide the defendant with leverage over the corporation, such as status as a key customer or supplier"

Basho Techs. Holdco B, LLC v. Georgetown Basho Invs., LLC, 2018 WL 3326693 (Del. Ch. July 6, 2018)

Empirical Analysis

- 39 key court decisions litigated under Delaware law
- Between the years 1971-2021
- The dependent variable is the court’s decision on “effective control”
- 12 explanatory variables
- 7 different OLS/Probit models

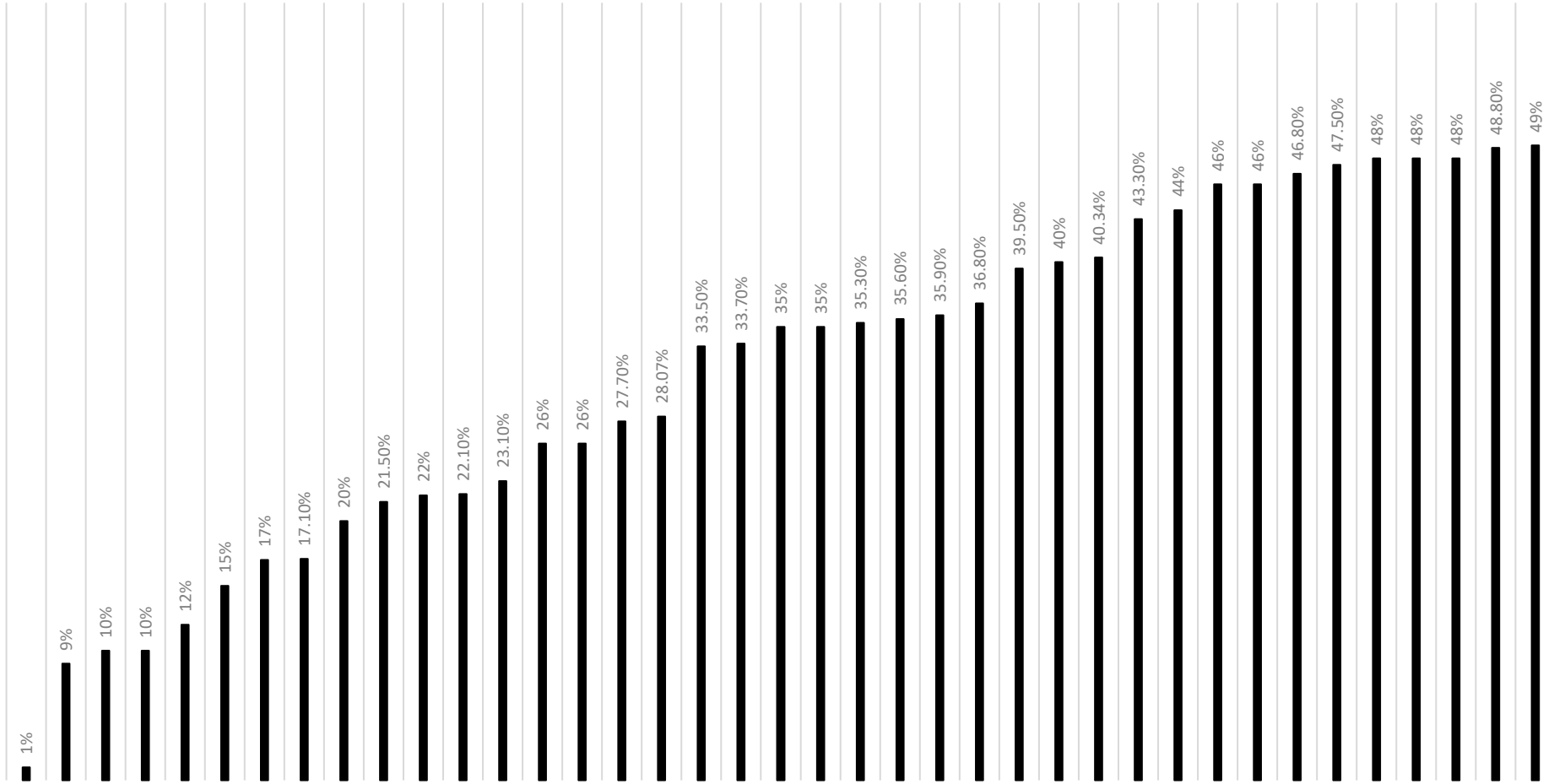
Explanatory Variables

Variable	Description
% **Ownership**	Identifies what percentage of stock or membership units the effective controlling stockholder or member owned at the time of the challenged transaction. It does not include the percentage of stock or membership units that the effective controlling stockholder or member could have owned if he exercised any options, warrants, or conversion rights he may have had. Such rights would be shown in other explanatory variables.
% **Board Control**	Identifies how many directors lacked independence from the effective controlling stockholder or member.
% **Committee Control**	Identifies how many managers, or committee members lacked independence from the effective controlling stockholder or member.
Contractual Rights (dummy)	Shows whether the alleged effective controller possessed or exercised contractual rights, such as blocking rights or debt instruments.
Contractual Rights (count)	shows how many types of contractual rights, such as blocking rights or debt instruments, that the alleged effective controller possessed or exercised.
Veto or Blocking Rights (dummy)	Shows whether the alleged effective controller possessed or exercised veto or blocking rights.
Rights to Appoint Board Member (dummy)	Shows whether the alleged effective controller possessed rights to appoint board member(s).
Founder (dummy)	Shows whether the alleged effective controller was the founder of the company.
Significant Creditor (dummy)	Shows whether the alleged effective controller was a significant creditor of the company.
Financial Distress (dummy)	Identifies whether the corporation was in financial distress at the time of the litigation.
Affiliated Officers or Employees (dummy)	Shows whether company's officers were employees of the effective controller or beholden by him.
Affiliated Advisors (dummy)	Shows whether the alleged effective controller was affiliated with company's advisors.

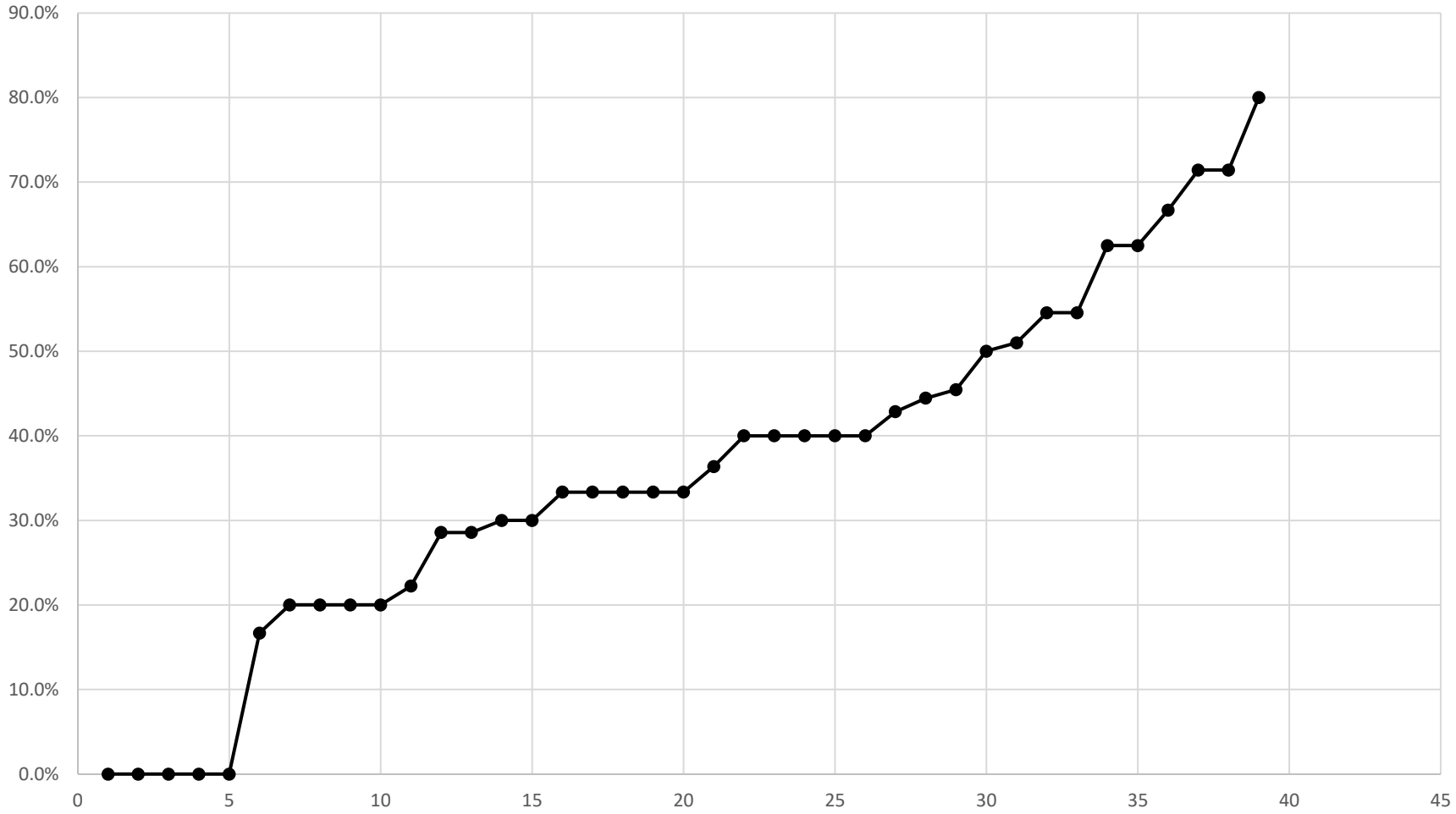
Descriptive Statistics

Variable	Average	Min	Max	Median	SD
% Ownership	31%	1%	49%	35%	0.135
% Board Control	35.8%	0%	80%	33%	0.208
% Committee Control	6.2%	0%	67%	0%	0.167

% Ownership of Effective Controller



% Board Control of Effective Controller



Econometric Analysis OLS

Variable	(1)	(2)	(3)	(4)
% Ownership	-0.007 (0.600)	0.424 (0.579)	-0.036 (0.613)	0.056 (0.608)
% Board Control	1.375*** (0.429)	1.046** (0.351)	1.373*** (0.354)	1.386*** (0.351)
% Committee Control	0.037 (0.397)	0.056 (0.381)	-0.007 (0.419)	0.129 (0.413)
Contractual Rights (dummy)			0.076 (0.196)	
Contractual Rights (count)				-0.122 (0.142)
Veto or Blocking Rights		0.178 (0.178)		
Rights to Appoint Board Member		0.535* (0.212)		
Founder	-0.040 (0.181)	0.001 (0.178)	-0.019 (0.191)	-0.087 (0.189)
Significant Creditor	0.006 (0.230)	0.021 (0.214)	-0.046 (0.269)	0.115 (0.264)
Financial Distress	0.540* (0.199)	0.438* (0.194)	0.536* (0.203)	0.568** (0.203)
Affiliated Officers or Employees	-0.086 (0.201)	-0.116 (0.186)	-0.072 (0.207)	-0.096 (0.202)
Affiliated Advisors	0.259 (0.186)	0.311 (0.176)	0.240 (0.195)	0.291 (0.191)
Constant	-0.135 (0.202)	-0.124 (0.187)	-0.144 (0.206)	-0.127 (0.203)
N	39	39	39	39
R^2	0.535	0.628	0.538	0.547

Econometric Analysis Probit

Variable	(1)	(2)	(3)
% Ownership	-2.012 (3.804)	-2.090 (3.822)	-1.870 (4.427)
% Board Control	10.901** (4.808)	10.770** (4.803)	13.545** (6.209)
% Committee Control	0.985 (2.228)	0.807 (2.376)	1.572 (2.551)
Contractual Rights (dummy)		0.220 (0.992)	
Contractual Rights (count)			-1.020 (0.930)
Founder	-0.406 (0.896)	-0.335 (0.942)	-0.943 (1.077)
Significant Creditor	-1.041 (1.613)	-1.168 (1.694)	-0.870 (1.896)
Financial Distress	5.172* (2.623)	5.123* (2.611)	6.819* (3.495)
Affiliated Officers or Employees	0.169 (1.068)	0.172 (1.066)	0.274 (1.118)
Affiliated Advisors	1.980 (5.601)	1.927 (4.767)	2.375 (38.981)
Constant	-3.968 (1.691)	-3.962 (1.684)	-4.623 (1.991)
N	39	39	39
Pseudo R^2	0.572	0.573	0.602

ערך שפלי Shapley Value



מדד לאמידת כוחם היחסי של יחידים בהצבעה

כוחו היחסי של היחיד עולה ככל שעולה התדירות בה הוא משמש לשון מאזנים

מדידת כוח אפקטיבי להבדיל מכוח פורמלי

דוגמא לחישוב ערך שפלי

נניח שלושה בעלי מניות המחזיקים כל אחד את האחוז הבא ממניות החברה:

בעל מניה 1: 25% בעל מניה 2: 25% בעל מניה 3: 50%

כל בעל מניה לבדו לא יכול להטות את הכף בהחלטה מסוימת:

$$V(1)=V(2)=V(3)=0$$

גם בעלי מניות 1 ו- 2 יחד לא יכולים להטות את הכף:

$$V(1,2)=0$$

אך בעלי מניות 1 ו- 3 או בעלי מניות 2 ו- 3 או כל בעלי המניות יחד, יכולים להטות את הכף:

$$V(1,3)=V(2,3)=V(1,2,3)=1$$

חישוב ערך שפלי

הסדר	תרומת בעל מניה 1	תרומת בעל מניה 2	תרומת בעל מניה 3
(1,2,3)	v(1)=0	v(1,2)-v(1)=0	v(1,2,3)-v(1,2)=1
(1,3,2)	v(1)=0	v(1,2,3)-v(1,3)=0	v(1,3)-v(1)=1
(2,1,3)	v(1,2)-v(2)=0	v(2)=0	v(1,2,3)-v(1,2)=1
(2,3,1)	v(1,2,3)-v(2,3)=0	v(2)=0	v(2,3)-v(2)=1
(3,1,2)	v(1,3)-v(3)=1	v(1,2,3)-v(1,3)=0	v(3)=0
(3,2,1)	v(1,2,3)-v(2,3)=0	v(2,3)-v(3)=1	v(3)=0

דוגמא נוספת

נניח שלושה בעלי מניות המחזיקים כל אחד את האחוז הבא ממניות החברה:

בעל מניה 1: 45% בעל מניה 2: 45% בעל מניה 3: 10%

כל בעל מניה לבדו לא יכול להטות את הכף בהחלטה מסוימת:

$$V(1)=V(2)=V(3)=0$$

אך כל זוג של בעלי מניות יכול להטות יחד את הכף:

$$v(1,2)=v(1,3)=v(2,3)=1$$

חישוב ערך שפלי

הסדר	תרומת בעל מניה 1	תרומת בעל מניה 2	תרומת בעל מניה 3
(1,2,3)	v(1)=0	v(1,2)-v(1)=1	v(1,2,3)-v(1,2)=0
(1,3,2)	v(1)=0	v(1,2,3)-v(1,3)=0	v(1,3)-v(1)=1
(2,1,3)	v(1,2)-v(2)=1	v(2)=0	v(1,2,3)-v(1,2)=0
(2,3,1)	v(1,2,3)-v(2,3)=0	v(2)=0	v(2,3)-v(2)=1
(3,1,2)	v(1,3)-v(3)=1	v(1,2,3)-v(1,3)=0	v(3)=0
(3,2,1)	v(1,2,3)-v(2,3)=0	v(2,3)-v(3)=1	v(3)=0

הסכמי הצבעה / סכסוכי בעלי מניות

נניח שלושה בעלי מניות המחזיקים כל אחד את האחוז הבא ממניות החברה:

בעל מניה 1: 45% בעל מניה 2: 45% בעל מניה 3: 10%

נניח שסכסוך בין בעלי מניות 1 ו- 2 מביא אותם להצביע באופן אסטרטגי אחד הפוך מהשני

גם במצב זה, כל בעל מניה לבדו לא יכול להטות את הכף בהחלטה מסוימת:

$$V(1)=V(2)=V(3)=0$$

בעלי מניות 1 ו- 2 לא מצליחים לקבל יחד החלטה בשל הסכסוך:

$$V(1,2)=0$$

אבל בעל מניות 3 יכול להטות את הכף בכל פעם שיחבור לאחד משני בעלי המניות האחרים:

$$v(2,3)=v(1,3)=1$$

חישוב ערך שפלי

הסדר	תרומת בעל מניה 1	תרומת בעל מניה 2	תרומת בעל מניה 3
(1,2,3)	v(1)=0	v(1,2)-v(1)=0	v(1,2,3)-v(1,2)=1
(1,3,2)	v(1)=0	v(1,2,3)-v(1,3)=0	v(1,3)-v(1)=1
(2,1,3)	v(1,2)-v(2)=0	v(2)=0	v(1,2,3)-v(1,2)=1
(2,3,1)	v(1,2,3)-v(2,3)=0	v(2)=0	v(2,3)-v(2)=1
(3,1,2)	v(1,3)-v(3)=1	v(1,2,3)-v(1,3)=0	v(3)=0
(3,2,1)	v(1,2,3)-v(2,3)=0	v(2,3)-v(3)=1	v(3)=0

השלכות יישומיות

מבחן עזר שיפוטי עם מנגנון pre-ruling מול הרשות

מדד פשוט להפעלה (מחשבונים זמינים)

ניתן להפעילו בחברות עם וללא גרעין שליטה

המדד נותן את אותה התוצאה גם בבחינה מראש וגם בדיעבד

מדד אובייקטיבי המבוסס על מצב עובדתי, אינו דורש הערכות סובייקטיביות לכוח ההכרעה

מאפשר לאמוד כוח הכרעה שאינו נובע רק מזכות וטו חוזית

השימוש במדד מתאים בכל מקום בו נדרשת הבחנה בין כוח פורמלי לכוח אפקטיבי (עסקאות עם בעלי עניין)

פשוט יותר ליישום כשעושים שימוש בנוכחים באסיפה להבדיל מכל בעלי זכויות ההצבעה בחברה

דוגמאות

ערך שפלי	אחזקות	בעלי מניות דומיננטיים
71%	24.98%	
51%	15%	

Asymptotic Shaley Value

נניח שבעל המניות הדומיננטי מחזיק a%

כל שאר n בעלי המניות שווים וקטנים דים ומחזיקים (1-a)/n

עבור איזה a בעל המניות הדומיננטי ישיג שליטה אפקטיבית?

פיתוח עבור שני בעלי מניות דומיננטיים המחזיקים a% ו b% עם הסכם הצבעה, ללא הסכם הצבעה, עם יריבות



תודה!

mofir@runi.ac.il