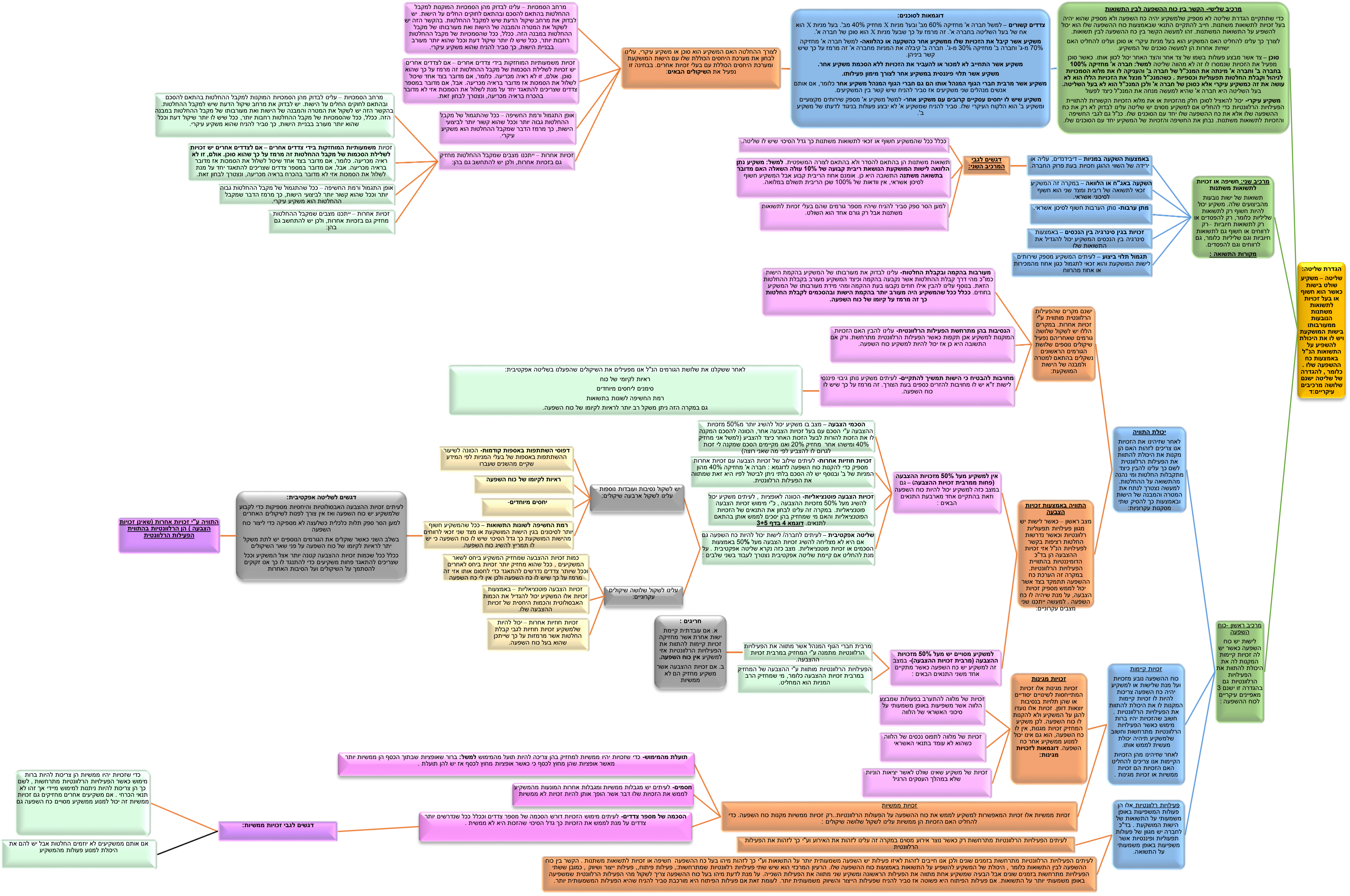
© כל הזכויות שמורות לרחל ישר נא לא להעביר



הגדרת שליטה:

שליטה – משקיע שולט בישות כאשר הוא חשוף או בעל זכויות לתשואות משתנות הנובעות ממעורבותו בישות המושקעת ויש לו את היכולת להשפיע על התשואות הנ"ל באמצעות כח ההשפעה שלו . כלומר , להגדרה של שליטה ישנם שלושה מרכיבים עיקריים:ד

מרכיב ראשון -כוח השפעה

לישות יש כוח השפעה כאשר יש לה זכויות קיימות המקנות לה את היכולת להתוות את הפעילויות הרלוונטיות גם בהגדרה זו ישנם 3 מאפיינים עיקריים לכוח ההשפעה :

זכויות קיימות

כוח ההשפעה נובע מזכויות ועל מנת שלישות או למשקיע יהיה כח השפעה צריכות להיות לו זכויות קיימות המקנות לו את היכולת להתוות את הפעילויות הרלוונטיות . חשוב שהזכויות יהיו ברות מימוש כאשר הפעילויות הרלוונטיות מתרחשות וחשוב שלמשקיע תיהיה יכולת מעשית לממש אותו.

לאחר שזיהינו מהן הזכויות הקיימות אנו צריכים להחליט האם הזכויות הם זכויות ממשיות או זכויות מגינות .

זכויות מגינות

זכויות מגינות אלו זכויות המתייחסות לשינויים יסודיים או שהן תלויות בנסיבות יוצאות דופן. זכויות אלו נועדו להגן על המשקיע ולא להקנות לו כוח השפעה. לכן משקיע המחזיק זכויות מגנות, אין לו כח השפעה, הוא גם אינו יכול למנוע ממשקיע אחר כח השפעה. **דוגמאות לזכויות מגינות:**

- זכויות של מלווה להתערב בפעולות שמבצע הלווה אשר משפיעות באופן משמעותי על סיכוני האשראי של הלווה
- זכויות של מלווה לתפוס נכסים של הלווה כשהוא לא עומד בתנאי האשראי
- זכויות של משקיע שאינו שולט לאשר יציאות הוניות שלא במהלך העסקים הרגיל

זכויות ממשיות

זכויות ממשיות אלו זכויות המאפשרות למשקיע לממש את כוח ההשפעה על הפעולות הרלוונטיות..רק זכויות ממשיות מקנות כוח השפעה. כדי להחליט האם הזכויות הן ממשיות עלינו לשקול שלושה שיקולים :

- **תועלת מהמימוש-** כדי שזכויות יהיו ממשיות למחזיק בהן צריכה להיות תועל מהמימוש **למשל:** ברור שאופציות שבתוך הכסף הן ממשיות יותר מאשר אופציות שהן מחוץ לכסף כי כאשר אופציות מחוץ לכסף אז יש להן תועלת .
- **חסמים-** לעיתים יש מגבלות ממשיות ומגבלות אחרות המונעות מהמשקיע לממש את הזכויות שלו דבר אשר הופך אותן להיות זכויות לא ממשיות
- **הסכמה של מספר צדדים-** לעיתים מימוש הזכויות דורש הסכמה של מספר צדדים וככלל ככל שנדרשים יותר צדדים על מנת לממש את הזכויות כך גדל הסיכוי שהזכות היא לא ממשית .

דגשים לגבי זכויות ממשיות:

- כדי שזכויות יהיו ממשיות הן צריכות להיות ברות מימוש כאשר הפעילויות הרלוונטיות מתרחשות , לשם כך הן צריכות להיות ניתנות למימוש מיידי אך זהו לא תנאי הכרחי . אם משקיעים אחרים מחזיקים גם זכויות ממשיות זה יכול למנוע ממשקיע מסויים כח השפעה גם
- אם אותם ממשקיעים לא יוזמים החלטות אבל יש להם את היכולת למנוע פעולות מהמשקיע

יכולת התוויה

לאחר שזיהינו את הזכויות אנו צריכים לזהות האם הן מקנות את היכולת להתוות את הפעילות הרלוונטית לשם כך עלינו להבין כיצד מתקבלות החלטות ומי נהנה מהתשואה על ההחלטות. למעשה נצטרך לנתח את המטרה והמבנה של הישות ובאמצעות כך להסיק שתי מסקנות עקרוניות:

התוויה באמצעות זכויות הצבעה

מצב ראשון – כאשר לישות יש מגוון פעילויות תפעוליות רלוונטיות וכאשר נדרשות החלטות רציפות בקשר לפעילויות הנ"ל אזי זכויות ההצבעה הן בד"כ הדומיננטיות בהתוויית הפעילויות הרלוונטיות. במקרה זה הערכת כח ההשפעה תתמקד בצד אשר יכול לממש מספיק זכויות הצבעה, על מנת שיהיה לו כח השפעה . למעשה ייתכנו שני מצבים עקרוניים:

למשקיע מסויים יש מעל 50% מזכויות ההצבעה (מרבית זכויות ההצבעה)- במצב זה למשקיע יש כח השפעה כאשר מתקיים אחד משני התנאים הבאים :

- מרבית חברי הגוף המנהל אשר מתווה את הפעילויות הרלוונטיות מתמנה ע"י המחזיק במרבית זכויות ההצבעה.
- הפעילויות הרלוונטיות מותוות ע"י ההצבעה של המחזיק במרבית זכויות ההצבעה כלומר, מי שמחזיק הרב המניות הוא המחליט.

חריגים :

א. אם עובדתית קיימת ישות אחרת אשר מחזיקה זכויות קיימות להתוות את הפעילויות הרלוונטיות אזי למשקיע **אין כוח השפעה.**

ב. אם זכויות ההצבעה אשר משקיע מחזיק הם לא ממשיות

אין למשקיע מעל 50% מזכויות ההצבעה (פחות ממרבית זכויות ההצבעה) – גם במצב כזה למשקיע יכול להיות כוח השפעה וזאת בהתקיים אחד מארבעת התנאים הבאים :

- **הסכמי הצבעה** – מצב בו משקיע יכול להשיג יותר מ50% מזכויות ההצבעה ע"י הסכם עם בעל זכויות הצבעה אחר, הכוונה להסכם המקנה לו את הזכות להורות לבעל הזכות האחר כיצד להצביע (למשל אני מחזיק 40% ומישהו אחר מחזיק 20% ואנו מקיימים הסכם שמקנה לי זכות לגרום לו להצביע לפי מה שאני רוצה)
- **זכויות חוזיות אחרות-** לעיתים שילוב של זכויות הצבעה עם זכויות אחרות מספיק כדי להקנות כוח השפעה לדוגמא : חברה א' מחזיקה 40% מהון המניות של ב' ובנוסף יש לה הסכם בלתי ניתן לביטול לפיו היא זאת שמתווה את הפעילות הרלוונטית.
- **זכויות הצבעה פוטנציאליות-** הכוונה לאופציות , לעיתים משקיע יכול להשיג מעל 50% מזכויות ההצבעה , כ"י מימוש זכויות הצבעה פוטנציאליות. במקרה זה עלינו לבחון את התנאים של הזכויות הפוטנציאליות והאם מי שמחזיק בהן יסכים לממש אותן בהתאם לתנאים. __**דוגמא 4 בדף 3+5**__
- **שליטה אפקטיבית** – לעיתים לחברה/ לישות יכול להיות כח השפעה גם אם היא לא מצליחה להשיג זכויות הצבעה מעל **50%** באמצעות הסכמים או זכויות פוטנציאליות. מצב כזה נקרא שליטה אפקטיבית . על מנת להחליט אם קיימת שליטה אפקטיבית נצטרך לעבוד בשני שלבים :

עלינו לשקול שלושה שיקולים עקרוניים:

- כמות זכויות ההצבעה שמחזיק המשקיע ביחס לשאר המשקיעים , ככל שהוא מחזיק יותר זכויות ביחס לאחרים וככל שיותר צדדים נדרשים להתאגד כדי לחסום אותו אזי זה מרמז על כך שיש לו כח השפעה ולכן אין לי כח השפעה
- זכויות הצבעה פוטנציאליות – באמצעות זכויות אלו המשקיע יכול להגדיל את הכמות האבסולוטית והכמות היחסית של זכויות ההצבעה שלו.
- זכויות חוזיות אחרות – יכול להיות שלמשקיע זכויות חוזיות לגבי קבלת החלטות אשר מרמזות על כך שייתכן שהוא בעל כוח השפעה.

יש לשקול נסיבות ועובדות נוספות – עלינו לשקול ארבעה שיקולים:

- **דפוסי השתתפות באספות קודמות-** הכוונה לשיעור ההשתתפות באספות של בעלי המניות לפי המידע שקיים מהשנים שעברו
- **ראיות לקיומו של כוח השפעה**
- **יחסים מיוחדים-**
- **רמת החשיפה לשונות התשואות** – ככל שהמשקיע חשוף יותר לסיכונים בגין הישות המושקעת או מצד שני זכאי לרווחים מהישות המושקעת כך גדל הסיכוי שיש לו כוח השפעה כי יש לו תמריץ להשיג כוח השפעה.

דגשים לשליטה אפקטיבית:

לעיתים זכויות ההצבעה האבסולוטיות והיחסיות מספיקות כדי לקבוע שלמשקיע יש כוח השפעה ואז אין צורך לפנות לשיקולים האחרים

למען הסר ספק תלות כלכלית כשלעצה לא מספיקה כדי ליצור כוח השפעה

בשלב השני כאשר שוקלים את הגורמים הנוספים יש לתת משקל יתר לראיות לקיומו של כוח השפעה על פני שאר השיקולים

ככלל ככל שכמות זכויות ההצבעה קטנה יותר אצל המשקיע וככל שצריכים להתאגד פחות משקיעים כדי להתנגד לו כך אנו זקוקים להסתמך על השיקולים ועל הסיבות האחרות

__**התוויה ע"י זכויות אחרות (שאינן זכויות הצבעה) הן הרלוונטיות בהתווית הפעילות הרלוונטית**__

ישנם מקרים שהפעילות הרלוונטית מותווית ע"י זכויות אחרות. במקרים הללו יש לשקול שלושה גורמים שאחריהם נפעיל שיקולים נוספים שלושת הגורמים הראשונים נשקלים בהתאם למטרה ולמבנה של הישות המושקעת:

- **מעורבות בהקמה ובקבלת החלטות-** עלינו לבדוק את מעורבותו של המשקיע בהקמת הישות כמו"כ מהי דרך קבלת ההחלטות אשר נקבעה בהקמה וכיצד המשקיע מעורב בקבלת ההחלטות הזאת. בנוסף עלינו להבין אילו חוזים נקבעו בעת ההקמה ומהי מידת מעורבותו של המשקיע בחוזים. **ככלל ככל שהמשקיע היה מעורב יותר בהקמת הישות ובהסכמים לקבלת החלטות כך זה מרמז על קיומו של כוח השפעה.**
- **הנסיבות בהן מתרחשת הפעילות הרלוונטית-** עלינו להבין האם הזכויות המוקנות למשקיע אכן תקפות כאשר הפעילות הרלוונטית מתרחשת. ורק אם התשובה היא כן אז יכול להיות למשקיע כוח השפעה.
- **מחויבות להבטיח כי הישות תמשיך להתקיים-** לעיתים משקיע נותן גיבוי פיננסי לישות ז"א יש לו מחויבות להזרים כספים בעת הצורך. זה מרמז על כך שיש לו כוח השפעה.

לאחר ששקלנו את שלושת הגורמים הנ"ל אנו מפעילים את השיקולים שהפעלנו בשליטה אפקטיבית:

ראיות לקיומי של כוח

סימנים ליחסים מיוחדים

רמת החשיפה לשונות בתשואות

גם במקרה הזה ניתן משקל רב יותר לראיות לקיומו של כוח השפעה.

__פעילויות רלוונטיות__ אלו הן פעולות המשפיעות באופן משמעותי על התשואות של הישות המושקעת . בד"כ לחברה יש מגוון של פעולות תפעוליות ופיננסיות אשר משפיעות באופן משמעותי על התשואה.

- לעיתים הפעילויות הרלוונטיות מתרחשות רק כאשר נוצר אירוע מסוים במקרה זה עלינו לזהות את האירוע וע"י כך לזהות את הפעילות הרלוונטית
- לעיתים הפעילויות הרלוונטיות מתרחשות בזמנים שונים ולכן אנו חייבים לזהות לאיזו פעילות יש השפעה משמעותית יותר על התשואות וע"י כך לזהות מיהו בעל כח ההשפעה חשיפה או זכויות לתשואות משתנות . הקשר בין כוח ההשפעה לבין התשואות כלומר , היכולת של המשקיע להשפיע על התשואות באמצעות כוח ההשפעה שלו. הרעיון המרכזי הוא שיש שתי פעילויות רלוונטיות שמתרחשות:, פעילות פיתוח,, פעילות ייצור ושיווק , כמובן ששתי הפעילויות מתרחשות בזמנים שונים אבל הבעיה שמשקיע אחת מתווה את הפעילות הראשונה ומשקיע שני מתווה את הפעילות השנייה. על מנת לדעת מיהו בעל כוח ההשפעה צריך לשקול מהי הפעילות הרלוונטית שמשפיעה באופן משמעותי יותר על התשואות. אם פעילות הפיתוח היא פשוטה אז סביר להניח שפעילות הייצור והשיווק משמעותית יותר. לעומת זאת אם פעילות הפיתוח היא מורכבת סביר להניח שהיא הפעילות המשמעותית יותר.

__**מרכיב שני:**__ **חשיפה או זכויות לתשואות משתנות**

תשואות של ישות נובעות מהביצועים שלה. משקיע יכול להיות חשוף רק לתשואות שליליות כלומר, רק להפסדים או רק לתשואות חיוביות –רק לרווחים או חשוף גם לתשואות חיוביות וגם שליליות כלומר, גם לרווחים וגם להפסדים.

__**מקורות התשואה :**__

- **באמצעות השקעה במניות** – דיבידנדים, עליה או ירידה של השווי ההוגן וזכויות בעת פרוק החברה.
- **השקעה באג"ח או הלוואה** – במקרה זה המשקיע זכאי לתשואה של ריבית ומצד שני הוא חשוף לסיכוני אשראי.
- **מתן ערבות-** נותן הערבות חשוף לסיכון אשראי.
- **זכויות בגין סינרגיה בין הנכסים** – באמצעות סינרגיה בין הנכסים המשקיע יכול להגדיל את התשואות שלו
- **תגמול תלוי ביצוע** – לעיתים המשקיע מספק שירותים לישות המושקעת והוא זכאי לתגמול כגון אחוז מהמכירות או אחוז מהרווח

__**דגשים לגבי המרכיב השני:**__

- ככלל ככל שהמשקיע חשוף או זכאי לתשואות משתנות כך גדל הסיכוי שיש לו שליטה.
- תשואות משתנות הן בהתאם להסדר ולא בהתאם לצורה המשפטית. **למשל: משקיע נתן הלוואה לישות המושקעת הנושאת ריבית קבועה של 10% עולה השאלה האם מדובר בתשואה משתנה** התשובה היא כן. אומנם אחוז הריבית קבוע אבל המשקיע חשוף לסיכון אשראי, אין וודאות של 100% שכן הריבית תשולם במלואה.
- למען הסר ספק סביר להניח שיהיו מספר גורמים שהם בעלי זכויות לתשואות משתנות אבל רק גורם אחד הוא השולט.

__**מרכיב שלישי- הקשר בין כוח ההשפעה לבין התשואות**__

כדי שתתקיים הגדרת שליטה לא מספיק שלמשקיע יהיה כח השפעה ולא מספיק שהוא יהיה בעל זכויות לתשואות משתנות. חייב להתקיים התנאי שבאמצעות כוח ההשפעה שלו הוא יכול להשפיע על התשואות המשתנות. זהו למעשה הקשר בין כח ההשפעה לבין תשואות.

לצורך כך עלינו להחליט האם המשקיע הוא בעל מניות עיקרי או סוכן ועלינו להחליט האם ישויות אחרות הן למעשה סוכנים של המשקיע.

סוכן – צד אשר מבצע פעולות בשמו של צד אחר והצד האחר יכול לכוון אותו. כאשר סוכן מפעיל את הזכויות שנמסרו לו זה לא מהווה שליטה **למשל: חברה א' מחזיקה 100% בחברה ב' וחברה א' מינתה את המנכ"ל של חברה ב' והעניקה לו את מלוא הסמכויות לניהול וקבלת החלטות תפעוליות וכספיות . כשהמנכ"ל מנצל את הזכויות הללו הוא לא עושה את זה כמשקיע עיקרי אלא כסוכן של חברה א' ולכן המנכ"ל הוא לא בעל השליטה.** בעל השליטה היא חברה א' שהיא למעשה מנחה את המנכ"ל כיצד לפעול

משקיע עיקרי- יכול להאציל לסוכן חלק מהזכויות או את מלוא הזכויות הקשורות להתוויית הפעילויות הרלוונטיות כדי להחליט אם למשקיע מסוים יש שליטה עלינו לבדוק לא רק את כח ההשפעה שלו אלא את כח ההשפעה שלו יחד עם הסוכנים שלו. כנ"ל גם לגבי החשיפה והזכויות לתשואות משתנות. נבחן את החשיפה והזכויות של המשקיע יחד עם הסוכנים שלו.

דוגמאות לסוכנים:

צדדים קשורים – למשל חברה א' מחזיקה 60% מב' ובעל מניות X מחזיק 40% מב'. בעל מניות X הוא אח של בעל השליטה בחברה א'. זה מרמז על כך שבעל מניות X הוא סוכן של חברה א'.

משקיע אשר קיבל את הזכויות שלו ממשקיע אחר כהשקעה או כהלוואה- למשל חברה א' מחזיקה 70% מ-ג' וחברה ב' מחזיקה 30% מ-ג'. חברה ב' קיבלה את המניות מחברה א' זה מרמז על כך שיש קשר ביניהן.

משקיע אשר התחייב לא למכור או להעביר את הזכויות ללא הסכמת משקיע אחר.

משקיע אשר תלוי פיננסית במשקיע אחר לצורך מימון פעילותו.

משקיע אשר מרבית חברי הגוף המנהל אותו הם גם חברי הגוף המנהל משקיע אחר כלומר, אם אותם אנשים מנהלים שני משקיעים אז סביר להניח שיש קשר בין המשקיעים.

משקיע שיש לו יחסים עסקיים קרובים עם משקיע אחר- למשל משקיע א' מספק שירותים מקצועיים ומשקיע ב' הוא הלקוח העיקרי שלו. סביר להניח שמשקיע א' לא יבצע פעולות בניגוד לדעתו של משקיע ב'.

לצורך ההחלטה האם המשקיע הוא סוכן או משקיע עיקרי, עלינו לבחון את מערכת היחסים הכוללת שלו עם הישות המושקעת ומערכת היחסים הכוללת עם בעלי זכויות אחרים. בבחינה זו נפעיל את **השיקולים הבאים**:

- מרחב הסמכויות – עלינו לבדוק מהן הסמכויות המוקנות למקבל ההחלטות בהתאם להסכם ובהתאם לחוקים החלים על הישות. יש לבדוק את מרחב שיקול הדעת שיש למקבל ההחלטות. בהקשר הזה יש לשקול את המטרה והמבנה של הישות ואת מעורבותו של מקבל ההחלטות במבנה הזה. ככלל, ככל שהסמכויות של מקבל ההחלטות רחבות יותר, ככל שיש לו יותר שיקול דעת וככל שהוא יותר מעורב בבניית הישות, כך סביר להניח שהוא משקיע עיקרי.
- זכויות משמעותיות המוחזקות בידי צדדים אחרים – אם לצדדים אחרים יש זכויות לשלילת הסכמות של מקבל ההחלטות זה מרמז על כך שהוא סוכן. אולם, זו לא ראיה מכריעה. כלומר, אם מדובר בצד אחד שיכול לשלול את הסמכות אז מדובר בראיה מכריעה. אבל, אם מדובר במספר צדדים שצריכים להתאגד יחד על מנת לשלול את הסמכות אזי לא מדובר בהכרח בראיה מכריעה, ונצטרך לבחון זאת.
- אופן התגמול ורמת החשיפה – ככל שהתגמול של מקבל ההחלטות גבוה יותר וככל שהוא קשור יותר לביצועי הישות, כך מרמז הדבר שמקבל ההחלטות הוא משקיע עיקרי.
- זכויות אחרות – ייתכנו מצבים שמקבל ההחלטות מחזיק גם בזכויות אחרות, ולכן יש להתחשב גם בהן:

מרחב הסמכויות – עלינו לבדוק מהן הסמכויות המוקנות למקבל ההחלטות בהתאם להסכם ובהתאם לחוקים החלים על הישות. יש לבדוק את מרחב שיקול הדעת שיש למקבל ההחלטות. בהקשר הזה יש לשקול את המטרה והמבנה של הישות ואת מעורבותו של מקבל ההחלטות במבנה הזה. ככלל, ככל שהסמכויות של מקבל ההחלטות רחבות יותר, ככל שיש לו יותר שיקול דעת וככל שהוא יותר מעורב בבניית הישות, כך סביר להניח שהוא משקיע עיקרי.

זכויות **משמעותיות המוחזקות בידי צדדים אחרים – אם לצדדים אחרים יש זכויות לשלילת הסכמות של מקבל ההחלטות זה מרמז על כך שהוא סוכן. אולם, זו לא** ראיה מכריעה. כלומר, אם מדובר בצד אחד שיכול לשלול את הסמכות אז מדובר בראיה מכריעה. אבל, אם מדובר במספר צדדים שצריכים להתאגד יחד על מנת לשלול את הסמכות אזי לא מדובר בהכרח בראיה מכריעה, ונצטרך לבחון זאת.

אופן התגמול ורמת החשיפה – ככל שהתגמול של מקבל ההחלטות גבוה יותר וככל שהוא קשור יותר לביצועי הישות, כך מרמז הדבר שמקבל ההחלטות הוא משקיע עיקרי.

זכויות אחרות – ייתכנו מצבים שמקבל ההחלטות מחזיק גם בזכויות אחרות, ולכן יש להתחשב גם בהן: