Entropy
Financial Research Services
אנטרופי שירותי מחקר כלכלי בע"מ

מדיניות הצבעה בעת הפעלת proxy
אספות הכלליות

אנטרופי שירותי מחקר כלכלי

אפריל 2015

א. מגמות בתחום הרגולציה על גופים מוסדיים

בשווקים הפיננסים בארץ ובעולם, בפרט לאור המשברים שפקדו שווקים אלו בעשור האחרון, נודעת חשיבות רבה לעקרונות הממשל התאגידי והנחיות הרגולציה, שמטרתם: יצירת מנגנוני בקרה ופיקוח על אופן ניהולם של תאגידים, ובעיקר כאשר מדובר בתאגידים המגייסים הון מהציבור. חוק החברות, התשנ"ט-1999 (להלן – חוק החברות) כולל הסדרים מפורטים ועדכניים לגבי הממשל התאגידי בחברות. בשנים האחרונות תוקן חוק החברות בתיקון מקיף (חוק החברות (תיקון מס' 16), התשע"א-2011 – מפורט להלן), שמטרתו לשפר את מנגנוני הממשל התאגידי בחברות ציבוריות בשים לב למבנה השליטה הקיים בישראל ולעקרונות הנהוגים בתחום זה בעולם. בתיקון מקיף נוסף לחוק הורחבו מנגנוני הממשל התאגידי החלים על חברות פרטיות שהציעו לציבור איגרות חוב (חוק החברות (תיקון מס' 17), התשע"א-2011)[1].

בהתאם לכך, גם חשיבותם של המשקיעים המוסדיים לשווקי ההון המפותחים כגוף מפקח ושומר סף, עולה ומתעצמת מעצם היותם מנהלים של כספי ציבור (קופות גמל, קרנות פנסיה, חברות ביטוח, קרנות נאמנות) וכן בשל העובדה כי גופים אלה מרכזים פעילות רבה בשוקי ההון. לפיכך, במסגרת פעילותם, עולה הדרישה הציבורית והרגולטורית לבצע תהליכי ניתוח ובקרה הדוקים על מכלול ההחלטות העולות באסיפה הכללית של בעלי המניות. נושאים אלה, אשר חלקם מהווים חשש להעדפה של חלק מבעלי המניות, אם באמצעות מנגנוני תגמול והיקפם הכספי או באמצעות עסקאות בעלי עניין וכן נושאים אחרים, מבטאים את מערך הממשל התאגידי בתאגיד והתנהלותו ביישום מנגנוני בקרה פנימיים. בין נושאים אלה ניתן למנות את איכות הדירקטוריון וחבריו (לרבות דירקטורים בלתי תלויים ודח"צים) ואופן התנהלותו, מינוי רואי חשבון של התאגיד, מינוי מבקר הפנים, אימוץ כללי דיווח, ושקיפות המידע אל מול המשקיעים, אופן הנתונים בדיווח שניתן לגבי עסקאות מהותיות ובעסקאות בעלי עניין וכדומה.

תיקון מספר 16 לחוק החברות, אשר נכנס לתוקף בנובמבר 2011, שינה לתפיסתנו סדרי עולם בשוק ההון והביא לפתיחת נושאים שעד אז היו בגדר טאבו והסכמה היסטורית שבין המשקיעים לבעלי השליטה בנושאים שעיקרם הסכמי תגמול ותשלום בגין שירותים שונים. התיקון תרם בשנה שלאחריו, לשינוי מבני התגמול, בנוסף להפחתה אבסולוטית בהיקפי התגמול ובמבני חבילות התגמול, בדרך של הידוק הקשר שבין המוטיבציה של בעל השליטה נושא המשרה, לבין המוטיבציה של בעלי המניות מקרב המיעוט. השינוי שהושג בעקבות התיקון, מוכיח את השימוש היעיל שעשו בו בעלי המניות מקרב המיעוט בדרך להשגת שינוי במסגרת האסיפה הכללית, אשר צפויה להפוך בשנים הקרובות לזירה משמעותית במערכות היחסים שבין האורגנים השונים בחברה.

תיקון מספר 20 לחוק החברות, אשר נכנס לתוקף בדצמבר 2012, מסדיר היבטי תגמול בהקשר של נושאי משרה בכלל, הן בהיבט החובה לקבוע מדיניות תגמול, והן בהיבט של אישור עסקאות פרטניות וקביעת חובה להביא הן את המדיניות והן עסקאות פרטניות מסוימות לדיון ציבורי באסיפה הכללית והצבעה במנגנון של "רוב מקרב המיעוט".

[1] ס"ח התשע"א, עמ' 1108.

החוק לקידום התחרות ולצמצום הריכוזיות, התשע"ד-2013. החוק מושתת על התפיסה לפיה המשק בישראל מתאפיין בריכוזיות בין ענפית יתרה בהשוואה לשווקים אחרים ברחבי העולם. ריכוזיות זו מתבטאת, בין השאר, בכך שמספר מצומצם של אנשי עסקים שולט בשיעור ניכר של נכסים ריאליים ופיננסיים במשק. שליטה זו מושגת בחלק ניכר מהמקרים באמצעות קבוצות עסקיות המסודרות במבנה פירמידלי. המבנה הריכוזי מעורר חשש לפגיעה באיתנות המערכת הפיננסית, לפגיעה בתחרות העסקית ואף לפגיעה בציבור החוסכים, בבעלי מניות המיעוט בחברות הציבוריות ובמחזיקי איגרות חוב בחברות איגרות חוב. החוק מבקש להגביר את התחרותיות במשק הישראלי, להבטיח שוק תחרותי ויעיל, להגן על ציבור המשקיעים ולחזק את איתנותם של המתווכים הפיננסיים ואת יציבותם באמצעות שלושה פרקים עיקריים. פרק אחד נועד להסדיר את חלוקת נכסי הציבור באופן שימנע פגיעה בתחרות ויפחית את הריכוזיות הכלל-משקית. פרק שני מגביל את פעולתן של קבוצות עסקיות מורכבות הבנויות בצורת פירמידה. מישור הפעולה השלישי מונע החזקה של גוף פיננסי משמעותי וגוף ריאלי משמעותי בידי אותו בעל שליטה.

ב. מהו ממשל תאגידי

המושג "ממשל תאגידי" (Corporate Governance) התפתח בעשור האחרון כאמור בעיקר בעקבות משברים ושערוריות שהתגלו בגופים ציבוריים בארץ ובעולם, אשר העלו על סדר היום את הצורך ביצירת מנגנוני ניהול, בקרה ושקיפות ראויים בחברות ציבוריות, חברות נסחרות, תאגידים פיננסים (בנקים, חברות ביטוח וכו') ובכלל הגופים העוסקים בניהול כספי הציבור על מכלליו השונים (גופים מוסדיים, חברות משוק ההון וכדומה).

עקרונות הממשל התאגידי מהווים אוסף של נהלים, כללים, בקרות, דיווחים וקוד אתי המגדירים כיצד ראוי שחברות ציבוריות תתנהלנה בהיבטי בקרה, פיקוח, דיווח שקיפות ואתיקה. באופן כללי, ממשל תאגידי מוגדר כטיבה של מערכת היחסים בין הנהלת החברה, הדירקטוריון, היחסים בין מחזיקי העניין השונים ויעדי המשילות של הארגון. עם מחזיקי העניין העיקריים נמנים בעלי המניות, ההנהלה ומועצת המנהלים של החברה (הדירקטוריון). מחזיקי עניין נוספים הם העובדים, הספקים, הלקוחות, בנקים ומלווים אחרים, רגולטורים, הסביבה העסקית והקהילה בה פועל הארגון. ממשל תאגידי תקין מהווה את התרבות הארגונית והתשתית להתנהלות אתית וערכית של התאגיד במכלול פעילויותיו ובתחומי האחריות החברתית. יישומם של עקרונות הממשל התאגידי הינם במכלול מעגלי הפעילות של החברה, לרבות: התהליכים הארגוניים, המנהגים, המדיניות, החוקים, המוסדות ומבני הבקרה שלפיהם מתנהל ומבוקר הארגון.

לעיתים, עקרונות הממשל התאגידי המאומצים ע"י משקיעים מוסדיים שונים מהדין הקיים, אך עקרונות אלה אינם באים להחליפו או לתקנו, אלא להוות נדבך נוסף לדין המחייב. נוכח תהליכי הגלובליזציה של שוקי ההון, חשיבותם של עקרונות הממשל התאגידי – מעבר ליצירת מערכת עקרונות וכללי ממשל תאגידי ראויים למדינות השונות – היא ביצירת והעלאת רמת הוודאות, השקיפות והאחידות, כך שישמשו את המשקיעים, הנושים והגופים הפיננסיים בבואם להעריך תאגידים שונים המאוגדים ונסחרים במדינות שונות. ברוח זו הוקם לאחרונה פורום של נציבות האיחוד האירופי שמטרתו לאחד את עקרונות הממשל התאגידי של כלל מדינות האיחוד האירופי.

עקרונות הממשל התאגידי ההולם הובילו משקיעים להכיר בחשיבות קיום מנגנוני ניהול ובקרה ראויים בחברות בהן הם משקיעים. גישתם היא, שממשל תאגידי הנגזר מעקרונות וכללים ראויים, צפוי להקטין את הסיכון של אותם משקיעים ומגדיל את הסיכוי שכספם ינוצל ביעילות מרבית. ממשל תאגידי ראוי, צפוי למנוע אירועים שגופים רגולטורים, מקצועיים ככל שיהיו, מתקשים לחשוף בטרם עת, שכן ההבנה בשנים האחרונות היא כי לעיתים, אף אם אירועים כאמור ייחשפו בדיעבד, הרי שנזק רב שנגרם הינו בלתי הפיך ועל כן קיימת חשיבות רבה למניעתו מלכתחילה.

בשנת 1999 פרסם ארגון ה- OECD קובץ עקרונות וכללים לממשל תאגידי אפקטיבי, אשר היוו במרוצת השנים, בסיס לאימוץ קוד ממשל תאגידי במדינות רבות, וביניהן ישראל. בסוף שנת 2006 הגישה הוועדה לבחינת קוד ממשל תאגידי בישראל ("ועדת גושן") את המלצותיה ליו"ר הרשות לניירות ערך. הדוח כלל המלצות להוראות ממשל תאגידי, אשר ראוי לאמץ כאמת מידה בישראל. בנוסף לכך הוקמו בישראל ובעולם ועדות תקינה שונות ונוספו רגולציות המטפלות בנושא הממשל התאגידי והבקרה על פעילותן של החברות בצורה הדוקה ומפורטת. רגולציות אלה השפיעו ומשפיעות על הלך הרוח הציבורי והעסקי, הן בהתייחסותם של בעלי העניין להתנהלות תאגידים פיננסים וחברות ציבוריות והן על ביטחון ניהול כספי הציבור בפרט.

בשנת 2012 אף פורסמה הנחיית גילוי – שאלון ממשל תאגידי, של הרשות לני"ע בה מוצג הצורך ביצירת דוח ממשל תאגידי ייעודי ואחיד המתבסס על הוראות הדין ודרישות הגילוי הקיימות ולאור המלצות קוד הממשל התאגידי המצויות בדו"ח ועדת גושן. מטרת דוח זה, בהתאם לגישתה של הרשות לני"ע המוצגת בהנחית הגילוי, "להוות פלטפורמה נוחה למשתמשי הדוחות לכמת במסגרת מחיר נייר הערך את איכות הממשל התאגידי בתאגיד, ובעקיפין יתמרץ את התאגיד לשפר את איכות הממשל התאגידי".

ג. מודל להערכת הממשל התאגידי במנפיקים

בישראל קיימות הנחיות רגולציה המחייבות משקיעים מוסדיים להתייחס לאמות מידה לממשל תאגידי במנפיקים[2], **כאשר מטרת בדיקת איכות הממשל התאגידי הינה להבטיח שהתאגיד מתנהל בשקיפות ולטובת כלל המשקיעים, שכן תאגיד שאינו מתנהל כך עלול להיות תאגיד שההשקעה בו עלולה להיות ברמת סיכון גבוהה**. יחד עם זאת, השוק הישראלי עדיין לא מיישם את השימוש בכלי דירוג כמותי בתחום הממשל התאגידי לצרכי השקעה ופיתוח של אקטיביזם מוסדי בכדי לפעול לתיקון פערים מקום שבכוחו לתקנם.

[2] בהתאם לחוזר גופים מוסדיים 6-9-2014 בעניין "הגברת מעורבות הגופים המוסדיים בשוק ההון" משקיע מוסדי נדרש לקבוע ולפרסם את אמות המידה ביחס לאיכות הממשל התאגידי המנחות את ועדת ההשקעות שלו בבואה להחליט על השקעה בניירות ערך. כמו כן, בהתאם לפרק ג' בקובץ תקנות ההשקעה החדשות: השקעות משקיע מוסדי, סעיף 7 חובת נאמנות, סעיף קטן 4 נדרש לבחון את כדאיות ההשקעה גם לפי איכות נייר הערך הנמדדת באמות מידה כלכליות מקובלות וכן בשים לב לאיכות הממשל התאגידי בגוף המוחזק.

לאור החשיבות הגוברת והמודעות המתפתחת בשווקי הון מפותחים בעולם, באמידה של איכות הממשל התאגידי במנפיקים ע"י משקיעים מוסדיים בבואם להעריך את מכלול סיכוני ההשקעה שלהם במנפיקים השונים התפתחה בעולם פרקטיקה של שימוש במודלים כמותיים להערכת איכות הממשל התאגידי במנפיקים. מודלים אלו מבוססים על ההנחה כי קיים קשר חיובי בין ביצועי המנפיק לבין איכות הממשל התאגידי שבו המתועד במחקר אמפירי ענף שהתפתח בעולם בד בבד עם מגמה זו. משקיעים מוסדיים בשוק האמריקאי כדוגמת קרן הפנסיה של מדינת קליפורניה CalPERS[3] למשל, המדורגת נכון לסוף 2014 כגוף השני בגדלו בארה"ב לניהול פנסיה, אימצו גישה זו באופן אקטיבי ואף ביססו תורת השקעות שלמה על שימוש באקטיביזם מוסדי כגישה הפועלת לשיפור הממשל התאגידי במנפיקים במטרה לשפר את ביצועי החברות בטווח הארוך, תופעה שזכתה אף לשם CalPERS Effect המבטאת את השינוי שחל במנפיקים כאשר CalPERS כללה אותו ברשימת החברות שמיפתה כאתגר לשיפור ממשל תאגידי.

לאור זאת, נדרש לפתח ולהטמיע בשוק ההון הישראלי מודל כמותי להערכת איכות ממשל תאגידי במנפיקים כחלק מפיתוח תרבות השקעות המתחשבת בהיבטי ממשל תאגידי לא רק לצרכים רגולטוריים אלא גם בשיקולי תמחור השקעות. על כן, דירוג כמותי של איכות ממשל תאגידי הינו לדעתנו משתנה החלטה חשוב שיש להתחשב בו כחלק בלתי נפרד גם במכלול שיקולי ההצבעה של משקיע מוסדי באסיפה כללית, מתוך ראיה כוללת של המנפיק בשקלול עם ביצועיו והנושא המובא לאישור במסגרת האסיפה.

לאור זאת אנטרופי בוחנת את הצגתו של מודל/סרגל לדירוג הממשל התאגידי במנפיקים כחלק ממכלול הנתונים המוצגים במסמך חוות הדעת למשקיעים מוסדיים (מסמך ה PROXY) ועל מנת שיוכלו לעשות שימוש במידע זה במסגרת שיקולי הצבעתם. מודל הדירוג יוצג בחודשים הקרובים וישמש תחילה כטיוטה למתן הערות כל הגורמים הנוגעים בדבר ותוך בחינת התאמתו המלאה ורק לאחר מכן יכנס לשימוש במסגרת חוות הדעת.

השימוש בסרגל דירוג ממשל תאגידי יאפשר כאמור מחד לגופים מוסדיים לבחון את השקעתם גם בהתאם לעמידתם של המנפיקים בכללי ממשל תאגידי סדורים ומקובלים אך מאידך יאפשר גם לאותם תאגידים אשר פועלים באופן שוטף ורצוף להטמעת מערך ממשל תאגידי נאות והדוק, לקבל את אמונו של הגוף המוסדי והציבור תוך השאת האחריות על הדירקטוריון ותוך ביצוע מעקב שוטף אחר אפקטיביות יישומו של מערך זה.

מטרתו של מודל זה לשמש סרגל הערכה, המתבסס על משתנים כמותיים ואיכותיים, לבחינת רמת יישומו של מערך ממשל תאגידי בהתאם למדדים ידועים ומקובלים בארץ ובעולם. מדדים אלו יהיו גלויים ויאפשרו גם להנהלות מנפיקים והדירקטוריון לבחון באופן עצמאי את עמידתם בכללי הממשל התאגידי והפעולות הנדרשות להתאמת מערכי החברה לכללים נהוגים בארץ ובעולם. המודל יותאם למגוון החברות הקיימות בשוק ההון הישראלי תוך התאמתו לגודלן, מגזר פעילותן והשווקים בהם הן פועלות.

[3] California Public Employees' Retirement System (CalPERS)

מודל זה נבנה ועוצב על ידינו בליווי של צוות מקצועי רחב היקף . בעת הצגתו, המודל יהיה זמין לשימוש החברות והמנפיקים באתר אינטרנטי ייעודי, תוך מילוי שאלון עצמי מקוון ולאחר בחינה ייעודית של יועצים אשר יתמחו בכך.

ד. מסגרת פעילותה של 'אנטרופי שירותי מחקר כלכלי' ומטרותיה

כחלק מהמגמה הרגולטורית להגביר את מעורבות הגופים המוסדיים בפעילותם בשוק ההון, המסגרת החוקית בישראל מתמקדת בחובת השתתפות והצבעה באסיפה הכללית על ידי גופים מוסדיים. בשוק הון קטן יחסית כשוק ההון הישראלי קיים חשש לגבי ניגודי עניינים העלולים להיווצר בין טובת העמיתים בגוף המוסדי לבין טובת הגוף המוסדי או בעל השליטה בו. המלצות "ועדת חמדני"[4], אשר הוקמה על ידי הממונה על אגף שוק ההון, ביטחון וחסכון באוצר, והמלצותיה פורסמו בינואר 2008, המליצה לעודד פעילותם של גופים מקצועיים אשר יספקו לגופים המוסדיים המלצות בדבר אופן ההצבעה. המלצות הוועדה יושמו על ידי המחוקק ביוני 2009 בדרך של התקנת תקנות על ידי שר האוצר, אשר מסדירות בין היתר את חובת ההשתתפות וההצבעה של משקיע מוסדי באסיפה כללית של תאגיד שהוא בעל זכות הצבעה בו[5] וכן בדרך של פרסום חוזר על ידי הממונה על שוק ההון ביטוח וחסכון[6].

בדומה לכך, גם סעיף 77 לחוק השקעות משותפות בנאמנות, התשנ"ד- 1994, מחייב מנהלי קרנות להשתתף ולהצביע באספות כלליות של תאגידים שמניותיהם מוחזקות בקרן, היכן שיש בהחלטה משום פגיעה אפשרית (לרבות עסקה עם בעל עניין), או שיש בהצעה כדי לקדם את עניינם של מחזיקי היחידות.

השימוש בגופים מקצועיים לצורך גיבוש המלצות הצבעה, מקובל במרבית השווקים המפותחים בעולם (כגון: חברת Institutional Shareholders Services - ISS[7] - מובילה בתחום זה בשוק העולמי).

הסיבות המקובלות לעידוד השימוש בגורמים מקצועיים בארץ ובעולם, הינן הוזלת עלות הפיקוח של הגופים המוסדיים על החברות הציבוריות, מחד, ושיפור הכלים התומכים בקבלת החלטות ההצבעה, באמצעות גוף מקצועי חיצוני בעל התמחות, מאידך. קבלת ייעוץ מגוף מקצועי בלתי תלוי, בעל התמחות, מאפשרת גם הפחתת החשש לניגודי עניינים.

בהתאם לכך, אנטרופי שירותי מחקר כלכלי בע"מ, (להלן גם "אנטרופי מחקר" ו"אנטרופי") פועלת כגורם מקצועי לצורך גיבוש המלצות הצבעה, תוך שימוש במערך אנליסטים רחב, מיומן ומקצועי. צוות היועצים מקדיש תשומת לב רבה ומעמיקה לכל נושא העולה לסדר היום ואף נעזר במערך יועצים ומומחים חיצוניים על מנת לגבש המלצות גם בתחומי ידע ייחודיים שאינם בתחום

[4] "הועדה לבחינת הצעדים הדרושים למעורבות הגופים המוסדיים בשוק ההון בישראל".

[5] תקנות הפיקוח על שירותים פיננסיים (קופות גמל) (השתתפות חברה מנהלת באסיפה הכללית), התשס"ט 2009 ("התקנות")

[6] חוזר גופים מוסדיים חוזר 6-9-2014 מיום 10 ביוני 2014 שכותרתו "הגברת מעורבות הגופים המוסדיים בשוק ההון בישראל ".

[7] http://www.issgovernance.com

מומחיותו. ההמלצות מגובשות על פי אמות מידה אשר נבנו בהתאם לכלל הנושאים העולים להחלטה באסיפה הכללית, ואשר מפורטים במסגרת מסמך מדיניות זה.

אנטרופי שירותי מחקר כלכלי, במסגרת מעטפת המדיניות שלה, מספקת שפה וקריטריונים משותפים לגופים המוסדיים, בהתנהלותה מול החברות הציבוריות. כך למעשה מתאפשר ניהול דיאלוג ממוקד של גופים מוסדיים מול החברות הציבוריות לגבי נושאי האסיפה, תוך שקלול מכלול האינטרסים של לקוחותיה כנציגי המיעוט, הנגזרים מסדרת הקריטריונים כפי שהותוו במדיניותה.

רשות ניירות ערך ואגף הפיקוח על שוק ההון פרסמו לפני כשנה[8] מסמך עקרונות להסדרת התקשרות הגופים המוסדיים עם חברת ייעוץ חיצונית ובכללם מסמך עקרונות ראויים לפעילות חברת ייעוץ בנוגע להצבעה באסיפה כללית ("מסמך העקרונות"). התייחסותנו המעודכנת לשנת 2015 המפורטת למסמך העקרונות, תישלח ללקוחותינו בצמוד למסמך זה.

ה. עקרונות יסוד בפעילותה של אנטרופי שירותי מחקר כלכלי

1) **גוף מקצועי** - בשנים האחרונות חלה עליה הן בכמות הנושאים המובאים להחלטה באסיפה הכללית והן במורכבותם. עליה זו נובעת בעיקר בשל עלייה בדרישות ושינוי ברגולציה וכן בשל שינוי בתקני המדידה ותקנים חשבונאיים. לפיכך, מחלקות מחקר בגופים המוסדיים נדרשות להתמודד עם ניתוח מכלול נושאים מורכבים, אשר כוללים בין היתר הערכות שווי, חוות דעת מומחה, היבטים ותקינות חשבונאיות חדשות (כגון IFRS), עסקאות מורכבות, נושאים כלכליים ומשפטיים ועוד.

   אנטרופי שירותי מחקר כלכלי רואה את היסוד הבסיסי של תפקידה ביישומה של מחלקת מחקר מקצועית ורחבה ככל שניתן, תוך שימוש בכלים מתקדמים וחדשים בשוק, לבחינה <u>הדוקה</u>, <u>מהימנה</u> ו<u>שלמה</u> של מכלול הנושאים העולים לאסיפה הכללית. בנוסף, אנטרופי שירותי מחקר כלכלי רואה במסגרת תפקידה לימוד דינאמי ושוטף של הנחיות רגולציה חדשות ותקינות רלוונטיות, דרישות השוק והיבטים מקצועיים אחרים, תוך התאמתן לבחינתה המקצועית של אנטרופי שירותי מחקר כלכלי את הנושאים העולים לאסיפה הכללית.

2) **גוף מייעץ** – אנטרופי שירותי מחקר כלכלי משמשת כגוף מייעץ ללקוחותיה המוסדיים, תוך יישום כללים מקצועיים, מהימנים ובלתי תלויים בעת ניתוחם של מכלול הנושאים העולים להחלטת האסיפה הכללית. המלצותיה של אנטרופי שירותי מחקר כלכלי ניתנות

[8] ב 19 בפברואר 2014 התפרסם מסמך "עקרונות ראויים לפעילות חברות ייעוץ בנוגע להצבעה באסיפות כלליות" (להלן "מסמך העקרונות"). אגף הפיקוח על שוק ההון במשרד האוצר פרסם ביום 10 ביוני 2014 את חוזר גופים מוסדיים 2014-9-7 העוסק בתיקון הוראות החוזר המאוחד- ניהול נכסי השקעה (השתתפות גופים מוסדיים באספות כלליות) וכן את חוזר 2014-9-6 הגברת מעורבות הגופים המוסדיים בשוק ההון בישראל.

ללקוחותיה כהמלצה בלבד, תוך הקפדה על אחריותו של הגוף המוסדי בבחינת המלצה זו וקבלת החלטה עצמאית לגבי אופן הצבעתו בנושא העולה לאישור באסיפה.

לפיכך, המלצתה של אנטרופי שירותי מחקר מוגדרת ומוסדרת מול לקוחותיה כחוות דעת מקצועית תומכת החלטה בלבד. לקוחות אנטרופי שירותי מחקר מקבלים החלטה סופית בהתבסס על חוות דעתה, בהתבסס על מדיניות ההשקעה והנהלים של הגוף המוסדי ולעיתים אף באמצעות החלטת ועדת ההשקעות של הגוף המוסדי. כחלק מתפיסה זו אנו נבקש מהחברות הציבוריות רמת שקיפות גבוהה וגילוי רחב, כך שהדיווח אל האסיפה הכללית בה תובא העסקה להצבעה, יפרט את כל הדרוש לבעלי מניות המיעוט בכדי להחליט האם העסקה כדאית עבורם.

3) **גוף בלתי תלוי** – חלק מתפקידו של גורם ייעוץ חיצוני לגופים המוסדיים בתחום האספות, הינו להוות חיץ בין בעלי השליטה לבין הגופים המוסדיים. כבר בדוח ועדת חמדני צוין כי "קיומם של ניגודי עניינים בין טובת העמיתים כמשקיעים עקיפים בתאגיד לבין אינטרסים אחרים של הגוף המוסדי או בעל השליטה בו עלולים להטות את הצבעת הגופים המוסדיים".[9]

לפיכך, מודגש כי באנטרופי שירותי מחקר כלכלי אין כל אינטרס בחברות הציבוריות, מעבר לייעוץ הניתן לגופים המוסדיים לגביהן. כאמור, אנטרופי שירותי מחקר כלכלי אינה לוקחת כל חלק בניהול כספי הציבור או ניהול תיקי ההשקעות. לקוחותיה של אנטרופי שירותי מחקר כלכלי הינם הגופים המוסדיים ולפיכך מהווה גוף בלתי תלוי ממשי אל מול הלחצים אותם מפעילות החברות לצורך אישור של החלטות שונות באסיפה הכללית..

4) **עמידה בהנחיות רגולציה** - כאמור, בשנים האחרונות אנו עדים לשינויים ותיקונים בחוק החברות הנוגעים לפעילותן של חברות ציבוריות ולתפקידה של האסיפה הכללית. תיקונים אלה משפיעים באופן מהותי ומשמעותי על תפקידם של הגופים המוסדיים בבואם לקבל החלטה לגבי נושאי האסיפה הכללית.

אנטרופי פועלת באופן שוטף במעקב אחר שינויי הרגולציה והתקינה והתאמת המלצותיה המקצועיות בהתאם. מדיניות זו מבטאת את השינויים העדכניים מהשנים האחרונות והשפעתם על מרכיבי המחקר של אנטרופי שירותי מחקר כלכלי.

ו. גיבוש המדיניות ומסגרתה

מסמך מדיניות זה מתבסס על מדיניות ההצבעה של אנטרופי שירותי מחקר כלכלי בשנים האחרונות ובפרט זו האחרונה אשר פורסמה בחודש מרץ 2014 ושגובשה באמצעות פורום מקצועי אשר כלל נציגים בכירים של הגופים המוסדיים, מומחים בתחומי הממשל התאגידי באקדמיה, יועצים ואנשי מקצוע חיצוניים, ונציגים של אנטרופי שירותי מחקר כלכלי וכן נציגי איגוד החברות

[9] דו"ח הוועדה לבחינת הצעדים הדרושים להגברת מעורבות הגופים המוסדיים בשוק ההון בישראל. פרק ג' "התמודדות עם ניגודי עניינים".

הציבוריות. באמצעות פורום זה, נסקרה הפרקטיקה הנהוגה בשווקי הון אחרים בעולם המערבי, אשר ניתן להתייחס אליהם כאל מוקדי השוואה בהיבטים מבניים ותפיסתיים. פרקטיקה זו שימשה כבסיס השוואתי בגיבוש המדיניות, תוך שימת לב למאפיינים הייחודיים של שוק ההון בישראל, לרבות הבדלי מבנה, היקף, התפתחות, שיעורי שליטה וכד׳.

תהליך עדכון מסמך המדיניות לשנת 2015 החל בפתיחת המסמך לקבלת הערות ממכלול הגורמים בשוק שלהם ממשק עם מדיניות ההצבעה ובכללם נציגי רגולציה, חברות ציבוריות, נציגיהן, משקיעים מוסדיים ויועצים מקצועיים. בינואר 2015 התקיימו שני מפגשים בנושא, הראשון הינו מפגש רחב בהשתתפות נציגי גופים מוסדיים ובו נדונו נושאים עיקריים הנכללים במסמך זה ואשר הועלו לדיון על ידי לקוחותינו ועל ידי חברות ציבוריות בשוק. השני, שהתקיים בסמוך אליו היה מפגש רחב היקף אליו הוזמנו נציגי החברות הציבוריות, יועצים מקצועיים ונציגי הבורסה לניירות ערך ובו הוצגו נושאים בהם נבחן שינוי במדיניות ההצבעה של אנטרופי והתנהל דיון לגבי נושאים עיקריים שלגביהם קיימת כוונה לבצע עדכון מדיניות.

בנוסף, התקבלו אצלנו הערות מהבורסה לניירות ערך וכן מאיגוד החברות הציבוריות והתקיימו פגישות עם נציגיהם הבכירים. הערותיהם נדונו על ידינו במסגרת העדכון הנוכחי וחלקם נכללו בעדכון מסמך זה.

יודגש כי מסמך מדיניות זה מטרתו להתוות את הכללים והקווים המנחים עבור אנטרופי שירותי מחקר כלכלי, בבחינת הנושאים השונים העולים לאסיפה הכללית. עם זאת, יצוין, כי אנטרופי שירותי מחקר כלכלי פועלת בגישה ועל בסיס העיקרון של ״כל מקרה לגופו״ ולפיכך כל נושא אשר ייבחן על ידי צוות המחקר, יישקל על בסיס מרכיבי המדיניות שלהלן ועל בסיס מאפייניו הייחודיים של הנושא העולה לדיון תוך התייחסות לנסיבות, לצרכים ולסביבה העסקית של החברות, ככל שיהיו.

ז. השימוש ביועצים מומחים חיצוניים

כגוף הרואה את נושא המקצועיות כיסוד הבסיסי בביצוע תפקידו אנו מבינים כי לעיתים אנו נתמודד עם נושאים, עסקאות ומידעים אשר דורשים מאתנו שימוש במומחי תוכן. במקרים שכאלה ובמקרים בהם הנושא העולה לדיון באספה הכללית או במידה ולאור בחינתנו הראשונית את החומרים המוצגים על ידי החברה, יעלה הצורך לקבל חוות דעת נוספת של מומחה חיצוני אנו נפעל למנות יועץ מומחה חיצוני שיספק חוות דעת בלתי תלויה לטובת בעלי מניות המיעוט לגבי העסקה האמורה.

אנו נפעל להרכיב רשימת יועצים מומחים בהקשר נשוא העסקה אשר להם הידע הנדרש ואשר אינם נמצאים בניגודי עניינים מול החברה ואשר מתוכה נבחר גורם בלתי תלוי שייצג אותנו בדיונים מול החברה. המימון למומחה החיצוני יתקבל מהחברה מראש, בדרך של back2back ויועבר על ידינו למומחה החיצוני בסיום עבודתו.

נציין כי במידה והחברה תסרב למינוי מומחה חיצוני כאמור, ללא טעמים ענייניים, אנו נמליץ להתנגד לעסקה.

נדגיש כי פעילות המומחה החיצוני תתבצע בהתאם למדיניות אנטרופי שירותי מחקר אך על בסיס שיקוליו העצמאיים והמקצועיים. אנטרופי שירותי מחקר כלכלי תוכל לחלוק על עמדת היועץ במקרים בהם תגיע למסקנה כי המלצתו אינה עומדת בקנה אחד עם מדיניות אנטרופי ו/או עם טובת לקוחותיה וזאת תוך הצגת עבודת היועץ החיצוני ללקוחותיה בעלי המניות כדי לשרת שקיפות מלאה.

1. מינוי והרכב הדירקטוריון 12
1.1. קווים מנחים ביחס למינוי והרכב הדירקטוריון 12
1.1.1. תפקיד הדירקטוריון 12
1.1.2. הרכב הדירקטוריון 12
1.1.3. ועדת הביקורת של הדירקטוריון 14
1.1.4. דירקטוריון מדורג 15
1.2. המלצותינו ביחס למינוי והרכב הדירקטוריון 15
1.2.1. אחוז דירקטורים בלתי תלויים 15
1.2.2. היקף בני משפחה 16
1.2.3. גודל הדירקטוריון 16
1.2.4. דירקטוריון מדורג 16
2. כשירות הדירקטורים ועצמאותם 17
2.1. קווים מנחים בכשירות הדירקטורים ועצמאותם 17
2.1.1. הכשרה ומומחיות 17
2.1.2. עצמאות הדירקטור 17
2.1.3. משך כהונת דירקטור 19
2.1.4. כמות מקבילה של דירקטוריונים 19
2.1.5. הפרדה בין תפקידי יו"ר הדירקטוריון והמנכ"ל 20
2.2. המלצותינו ביחס לכשירות הדירקטורים ועצמאותם 21
2.2.1. כשירות חברי הדירקטוריון 21
2.2.2. הארכת מינוי דירקטור 21
2.2.3. הגברת הרכיב הדח"צי 21
2.2.4. הגבלת מספר דירקטוריונים במקביל 22
2.2.5. מינוי מנכ"ל כדירקטור 22
2.2.6. מינוי מנכ"ל שהינו בעל שליטה כדירקטור 22
2.2.7. מינוי נושאי משרה הכפופים למנכ"ל כדירקטורים 23
2.2.8. הפרדת תפקיד המנכ"ל והיו"ר 23
3. מתווה התייחסות לחברות קטנות 24
4. מדיניות בנושא תגמול בכירים 25
4.1. קווים מנחים בנושא תגמול בכירים 25
4.1.1. כללי החלטה בנושא גיבוש מדיניות תגמול בכירים 26
4.1.2. הנושאים שיכללו במסגרת מדיניות התגמול בהתאם לתיקון 20 27
4.2. המלצותינו בנושא תגמול בכירים 29
4.2.1. הנושאים שיכללו במסגרת מדיניות התגמול בהתאם לתיקון 20: 29
4.2.2. תגמול קבוע – שכר ותשלומים שונים 30
4.2.3. תגמול לטווח בינוני - מענקים 31
4.2.4. היבטי הדיווח הכספי בעניין תשלום המענק 32
4.2.5. תגמול הוני 33
4.2.6. תמחור מחדש של אופציות 34
4.2.7. קריטריונים בקביעת תגמול הוני: 34
4.2.8. שכר דירקטורים ודח"צים 36
4.2.9. תגמול הוני לדירקטורים ודח"צים 36
4.2.10. תשלום שכר נושאי משרה בתאגיד ע"י בעל שליטה 37
5. הסכמי ניהול 38
6. מיזוגים, רכישות והעברת פעילויות 38
7. עסקאות בעלי עניין 40
8. מבנה הון 43
9. חלוקת דיבידנד 44
10. גלולת רעל 45
11. תהליכי הסדר ופירוק בגין אגרות חוב שכשלו 46
12. כתבי אופציה 47
13. ביטוח, שיפוי ופטור נושאי משרה 47
14. מינוי רואה-חשבון מבקר 48
15. אישור רטרואקטיבי של עסקאות 48
16. שינויים בתקנון חברה ובמתכונת דיווח 49
17. נושאים מנהלתיים 50

1. מינוי והרכב הדירקטוריון

כאמור, אחד מהמרכיבים העיקריים והמהותיים ביותר של מארג ממשל תאגידי נאות ובניהולו התקין של התאגיד מונח על תפקודו ויעילותו (אפקטיביות) של דירקטוריון חברה. דירקטוריון נושא באחריות המלאה לעסקי החברה ולסביבת הבקרה שבה ובהתאם לכך תפקידו לנקוט באמצעים הסבירים הדרושים לצורך מילוי תפקידיו בהתאם לדין.

1.1. קווים מנחים ביחס למינוי והרכב הדירקטוריון

1.1.1. תפקיד הדירקטוריון

(א) הדירקטוריון הנו הגוף האחראי להתנהלות עסקיה של החברה, התווית האסטרטגיה העסקית וקביעת המדיניות ליישומה. החלטות הדירקטוריון אמורות לעצב את ערכי החברה ואת הסטנדרטים הניהוליים על פיהם פעל ולוודא כי כל הפעולות תבוצענה לטובת החברה ועבור כלל בעלי המניות.

(ב) תפקידו של הדירקטוריון לשמש כגוף העל האחראי על הפיקוח של פעולות ההנהלה ועל עקביותן עם מדיניות הדירקטוריון.

(ג) תפקידו של הדירקטוריון לוודא כי פעילותה ופעולותיה של החברה הינה תוך ציות לחוק ולהנחיות הרגולציה.

(ד) תפקידו של הדירקטוריון התוויתם של כללי דיווח, שקיפות ובקרה שוטפים ואפקטיביים ואשר תואמים את כללי ו/או מדיניות ניהול הסיכונים בחברה.

(ה) תפקידו של הדירקטוריון התווייתה של תרבות ארגונית, הדורשת יישום סטנדרטים גבוהים של התנהגות מקצועית ויושרה.

(ו) בנוסף לתפקידו של הדירקטוריון בדבר התווית מדיניות החברה ובפיקוח על ביצוע תפקידי המנכ"ל, קובע החוק שורה של תפקידים הנתונים לסמכותו הבלעדית של הדירקטוריון ואינם ניתנים להאצלה למנכ"ל. בין היתר לדירקטוריון ניתנה הסמכות לקבוע יעדים אסטרטגיים ארוכי טווח ולקבוע דרכים להשגת ערוצי מימון.

1.1.2. הרכב הדירקטוריון

(ז) הדירקטוריון מתמנה על ידי בעלי המניות, ובמרבית המקרים בין חבריו נמנים בעלי המניות או נציגיהם.

(ח) כפועל יוצא של משבר השערוריות החשבונאיות בארה"ב, החמירו הבורסות בארה"ב (NYSE, AMEX ו- Nasdaq) את הדרישות באשר לעצמאות הדירקטוריון. בין היתר, נקבעו נורמות לעצמאות הדירקטור ולדרישת רוב של דירקטורים עצמאיים בדירקטוריון. ניתן להצביע על שורת אירועי קריסה של חברות כתוצאה מכשלי ניהול ובקרה. קריסת שווקי ההון בעולם והמוסדות הפיננסיים בארה"ב בשנת 2008, וכן משבר החובות שפוקד את הבנקים באירופה ומאיים על יציבותה,

מצביעים על תפקוד כושל של המנהלים ופיקוח בעייתי של הדירקטוריונים, ליקויים שעלותם לבעלי המניות הינה במקרים רבים קריטית.

(ט) גם הקוד שאומץ באנגליה (Revised Combined Code 2003) נדרש לעניין זה וממליץ כי בחברות גדולות, כשליש מהדירקטורים יהיו דירקטורים עצמאיים, שאינם נושאי משרה ובחברות קטנות ההמלצה הינה כי ימונו שני דירקטורים חיצוניים שאינם נושאי משרה המלצה זו דומה להנחיית הארגונים OECD וה-ICGN (International Corporate Governance Network), הממליצים כי לפחות 50% מחברי הדירקטוריון (לא כולל היו"ר), יהיו דירקטורים עצמאיים שאינם נושאי משרה. זאת, למעט בחברות קטנות, להן ראוי שיהיו לפחות שני דירקטורים עצמאיים שאינם נושאי משרה. הנחיות לענייני ממשל תאגידי של הבורסה האוסטרלית (ASX) לענייני ממשל תאגידי, קובעות כי לדירקטורים החיצוניים יהיה רוב בכל חברה ציבורית, כולל יו"ר דירקטוריון חיצוני.

(י) בישראל, מחייב חוק החברות מינוי שני דירקטורים חיצוניים (דח"צ) בכל חברה ציבורית, ללא קשר לגודל הדירקטוריון.

(יא) חוק החברות מגדיר דח"צ כאדם שאין לו זיקה לחברה ו/או לבעל השליטה, נעדר ניגודי עניינים ואינו מכהן בכהונה צולבת, ואשר נבחר בתמיכת רוב קולות של בעלי המניות, הכוללים את רוב קולות בעלי מניות המיעוט. בהתאם לחוק החברות, דח"צ רשאי לכהן עד תשע שנים. חידוש מינויו של דח"צ טעון תמיכת רוב קולות בעלי מניות המיעוט בלבד ולפיכך בעל השליטה אינו יכול למנוע חידוש כהונת דח"צ בניגוד לרצון בעלי מניות המיעוט.

(יב) חוק החברות מגדיר אף קטגוריה של "דירקטור בלתי תלוי" העונה על תנאי הכשירות של דח"צ ושאינו מכהן בחברה מעל תשע שנים רצופות. בהתאם לחוק, החברה רשאית לכלול בתקנון הוראות ממשל תאגידי מומלצות (כמפורט בתוספת הראשונה) וביניהן גם את שיעור הדירקטורים הבלתי תלויים. בהתאם להוראות אלה, בחברה עם בעל שליטה (לרבות מי שמחזיק 25% או יותר מכלל זכויות ההצבעה באסיפה הכללית), לפחות שליש מהדירקטורים יהיו בלתי תלויים. בחברה שבה אין בעל שליטה, לפחות מחצית מהדירקטורים יהיו בלתי תלויים.

(יג) חוק הריכוזיות קובע כי על פירמידות חברות להצטמצם למבנה של שתי שכבות לכל היותר בתוך ארבע עד שש שנים. בתקופת המעבר החוק קובע כי בחברות משכבה שלוש ואילך הדירקטוריון יורכב מרוב של דח"צים וחצי מהדירקטורים פחות אחד יהיו דירקטורים חיצוניים. על פי תקנות לקידום התחרות ולצמצום הריכוזיות (הקלות לעניין מספר הדירקטורים החיצוניים), תשע"ד-2014, בחברות משכבה שלוש ואילך בתקופת המעבר שבהן מתמנים גם דירקטורים מטעם בעל עניין בחברה על פי הסכם עם בעל השליטה ובחברות בהן מתמנים דירקטורים מקרב העובדים על פי הסכם קיבוצי, מספר הדח"צים יפחת כמספר הדירקטורים

המתמנים שלא על ידי בעל השליטה – ובלבד שמספר הדח"צים לא יפחת משליש מחברי הדירקטוריון.

1.1.3. ועדת הביקורת של הדירקטוריון

(יד) בהתאם לכללי ניהול הסיכונים וממשל תאגידי נאות המקובלים בעולם והן בהתאם להנחיות הרגולציה, לדירקטוריון החברה בכלל ולוועדת הביקורת בפרט, תפקיד מהותי ועיקרי בהתוויית כללי הממשל התאגידי בחברה, בחינת יישומם ובקרה על איכותם ויעילותם. ועדת הביקורת של הדירקטוריון אמורה להוות את מעגל הבקרה השלישי[10] במערך הממשל התאגידי הכולל, אשר הינו גוף בקרה בלתי תלויה ("The tone of the Top").

(טו) חשיבותה של וועדת הביקורת בחברות ציבוריות מקבלת משנה תוקף בעידן של משברים כלכליים ומשברי אמון בין המשקיעים לבין החברות ולנציגיהן. חשיבות זו מקבלת ביטוי בחוק החברות, המחייב כל חברה ציבורית למנות ועדת ביקורת ומגדיר כאחד מתפקידיה: "לעמוד על ליקויים בניהול העסקי של החברה... ולהציע לדירקטוריון דרכים לתיקונם" (סעיף 117 לחוק החברות). תפקיד נוסף של ועדת הביקורת הינו לשמש גורם אקטיבי בניהול ובפיקוח על תהליכי אישור עסקאות בעלי עניין, כאשר בעקבות החלטת בית המשפט (ת"א) 26809-01-11 כהנא נ' מכתשים אגן תעשיות בע"מ (5.5.11) הודגש תפקיד ועדת הביקורת כזו שאמורה לנהל מו"מ בפועל מול נציגי בעל השליטה על מנת להבטיח שהעסקה הוגנת ולטובת כלל בעלי המניות.

(טז) לעניין עצמאותה של ועדת הביקורת, קובע חוק החברות את המגבלות הבאות:

- מספר חבריה של ועדת ביקורת לא יפחת משלושה, כל הדירקטורים החיצוניים יהיו חברים בה ורוב הדירקטורים בה יהיו דירקטורים בלתי תלויים.
- יושב ראש הדירקטוריון וכל דירקטור שמועסק ע"י החברה או נותן לה שירותים דרך קבע או מועסק על ידי בעל השליטה וכן דירקטור שעיקר פרנסתו על בעל השליטה, לא יהיו חברים בוועדת ביקורת.
- בעל השליטה או קרובו לא יהיו חברים בוועדת הביקורת.
- יושב ראש הוועדה יהיה דירקטור חיצוני.
- הקוורום לדיון בוועדת הביקורת יהיה רוב של הדירקטורים החיצוניים מבין המשתתפים בישיבה.

(יז) חוק הריכוזיות מטיל על ועדת הביקורת תפקידים נוספים בתיקון עקיף (מספר 22) לחוק החברות. החוק דורש מוועדת הביקורת לקבוע לגבי עסקאות בעלי

[10] בתפיסה הבינלאומית לניהול סיכונים, מובנים שלושה מעגלי בקרה: (1) מעגל הבקרה הראשון אשר הינו מעגל יוצרי העסקים האמונים על ביצוע תפקידם למען עמידה ביעדים העסקיים אך בד בבד גם על ביצוע בקרה שוטפת ונאותה להפחתת הסיכונים בהתאם להגדרת תיאבון הסיכון ע"י ההנהלה והדירקטוריון. (2) מעגל בקרה שני הינן פונקציות המטה אשר תפקידן לבקר, לפקח ולדווח על ניהול עסקיה השוטפים של החברה ועמידתם במדיניות הדירקטוריון וההנהלה ובהנחיות החוק והרגולציה. (3) מעגל הבקרה השלישי הינו פונקציות "בלתי תלויות" אשר תפקידן לבצע בקרה שוטפת ובלתי תלויה על אפקטיביות מערך הבקרה וניהול הסיכונים בחברה. פונקציות אלה הינן בד"כ: המבקר הפנימי, המבקר החיצוני וועדות הביקורת וועדות נוספות של הדירקטוריון.

שליטה (אף אם אינן עסקאות חריגות) חובה לקיים הליך תחרותי בפיקוחה או בפיקוח מי שתקבע ולפי אמות מידה שתקבע, או לקבוע כי יקוימו הליכים אחרים שהיא תקבע בטרם התקשרות בעסקאות אלה, והכול בהתאם לסוג העסקה. ועדת הביקורת רשאית לקבוע לעניין זה אמות מידה אחת לשנה מראש. כמו כן החוק דורש מוועדת הביקורת לקבוע אילו עסקאות בעלי שליטה שאינן חריגות הן גם לא זניחות, ולקבוע את אופן אישורן, ובכלל זה לקבוע סוגי עסקאות שאינן זניחות שיהיו טעונות אישור ועדת הביקורת. ועדת הביקורת רשאית להחליט על סיווג כאמור לגבי סוג של עסקאות לפי אמות מידה שתקבע אחת לשנה מראש.

1.1.4. דירקטוריון מדורג

(יח) בדירקטוריון מדורג חברי הדירקטוריון מחולקים למספר קבוצות (בדרך כלל, לשלוש קבוצות). בכל שנה מתמנה אחת מהקבוצות לתקופת כהונה של מספר שנים כמספר הקבוצות. באופן זה רק חלק מחברי הדירקטוריון עשויים להתחלף באסיפה כללית אחת.

(יט) במנגנון זה יש כדי להקשות על השתלטות עוינת על החברה, זאת בשל חוסר היכולת להחלפת רוב הדירקטורים בתקופת זמן סבירה, המפחית את האטרקטיביות של השתלטות שלא בהסכמה (וזאת במקום בו אין בכוחו של המשתלט לשנות ברוב המצוי בידו את הסעיף בתקנון החברה המסדיר את מנגנון מינוי הדירקטורים).

(כ) כמו כן, מנגנון זה אינו מאפשר לבעלי המניות לבחון את תפקודם של הדירקטורים ולחוות את דעתם לגבי נושא זה מידי תקופה סבירה.

1.2. המלצותינו ביחס למינוי והרכב הדירקטוריון

1.2.1. אחוז דירקטורים בלתי תלויים

(א) אנו נמליץ כי לפחות שליש מחברי הדירקטוריון יהיו דירקטורים בלתי תלויים ו/או דח"צים. בהתחשב במבנה הבעלות בחברה, נמליץ למנות מספר גבוה יותר של דירקטורים בלתי תלויים, בעדיפות למינוי דח"צים. במקרים מקבילים ובהתאם לגודלה של החברה נשקול המלצה לאשר מינויים של שני דח"צים בלבד, על בסיס הדרישה בחוק החברות, ולאחר בחינתנו את איכות ממשל התאגידי בחברה והיתרון היחסי (אף בשיקולי עלות אל מול תועלת) במינוי של דח"צ שלישי.

סייגים נוספים:

- דרישה למינוי של לפחות שליש דירקטורים בלתי תלויים (בהתבסס על הגדרתם בחוק החברות) מתוך כלל הדירקטורים בדירקטוריון, בחברות עם מוטת שליטה.

- דרישה למינוי של לפחות 50% דירקטורים בלתי תלויים (בהתבסס על הגדרתם בחוק החברות) מתוך כלל הדירקטורים בדירקטוריון, בחברות ללא מוטת שליטה.
- דירקטור בלתי תלוי המכהן כיו"ר דירקטוריון, לא ייספר במניין הדירקטורים הבלתי תלויים.
- סיווגם של דירקטורים כבלתי תלויים יעשה על ידי בחינת עמידתם במספר קריטריונים שנבחרו על ידי אנטרופי שירותי מחקר הכוללים התייחסות לתקופת כהונתם של הדירקטורים בחברה, תפקידם כנושאי משרה ו/או יועצים בחברה או בקבוצת החברות וכן קשריהם העסקיים והמשפחתיים עם בעלי עניין בחברה וכן כל תפקיד עלול לגרום להם להימצא בניגוד עניינים. בכל מקרה אנו נמליץ כי מושא הייעוץ כאשר היועץ הינו דירקטור בחברה, יהא הדירקטוריון ולא ההנהלה על מנת להימנע מניגודי עניינים במתן השירות או בתפקיד היועץ כדירקטור.

1.2.2. היקף בני משפחה

(ב) אנו נמליץ להתנגד למינוי דירקטורים שהינם קרובי משפחתו של בעל השליטה, מעל מכסה של שלושה דירקטורים, כולל בעל השליטה עצמו. במקרים מסוימים, של חברות משפחתיות עם תרומה משמעותית לאורך זמן לבעלי המניות, נשקול לחרוג מכלל זה בהם החברה תפעל למינוי שני דח"צים נוספים בדירקטוריון מעבר לחובה החוקית החלה עליה בהתאם לחוק החברות.

1.2.3. גודל הדירקטוריון

(ג) בבחינתנו המקצועית, גודלו של דירקטוריון יעיל, ראוי שיעמוד על היקף מקסימאלי של 13 חברים (למעט תאגידים פיננסים ותאגידים בנקאיים הנדרשים לעמוד בכללי רגולציה מחמירים נוספים), וזאת בהתאם לגודלה ולאופי פעילותה של החברה. יחד עם זאת, מספר רב של דירקטורים, כאשר הדבר אינו נדרש, עלול להכביד על התנהלותה השוטפת של החברה ולגרום להוצאות מיותרות. לפיכך, במקרים בהם גודל הדירקטוריון נידון עבור חברות ציבוריות קטנות, נושא זה ייבחן גם בשיקולי עלות אל מול תועלת.

1.2.4. דירקטוריון מדורג

(ד) במסגרת מדיניות הצבעות, אנו נמליץ להתנגד למנגנון של דירקטוריון מדורג וכן למינוי דירקטורים במסגרתו. לדעתנו, המנגנון מנוגד לאינטרס של כלל בעלי המניות היות והוא מונע את זכותם הבסיסית למינוי דירקטורים בתדירות סבירה ולבחון את אופן התנהלותם בתקופת הכהונה, בעודו מגן על הדירקטורים ובעלי השליטה (ככל שישנם) המכהנים כדירקטורים.

2. כשירות הדירקטורים ועצמאותם

לאור התפקיד המרכזי של הדירקטוריון, אנו רואים חשיבות רבה למידת כשירותם והכשרתם של חברי הדירקטוריון, אי תלותם, ניסיונם המקצועי הרלוונטי ומידת זמינותם בתקופת המינוי.

2.1. קווים מנחים בכשירות הדירקטורים ועצמאותם

2.1.1. הכשרה ומומחיות

(א) באשר לכשירותם ומומחיותם של הדירקטורים, חוק החברות קובע כי יש למנות כדירקטורים חיצוניים, לפחות דירקטור אחד בעל מומחיות חשבונאית ופיננסית ודירקטור נוסף בעל כשירות מקצועית (התנאים לכשירויות אלה קבועים בתקנות). בנוסף לכך, יכהנו בדירקטוריון בעלי מומחיות חשבונאית ופיננסית נוספים במספר מזערי אותו קבע הדירקטוריון. לאור העובדה שרוב חברי וועדת המאזן הינם בלתי תלויים, אנו נעודד מצבים בהם הדירקטורים המכהנים בוועדת המאזן יהיו בעלי מיומנות וחשבונאות פיננסית בהתאם להגדרה בחוק אך גם תוך בחינה של הצרכים הייחודיים של החברות בהן הם מכהנים.

(ב) חוק החברות הוסיף וקבע כי על דירקטור בחברה ציבורית להיות בעל כישורים דרושים ויכולת להקדיש את הזמן הראוי לביצוע התפקיד, בשים לב בין היתר, לצרכיה המיוחדים של החברה ולגודלה. קביעה זו דורשת את הצהרת הדירקטור כי הינו עומד בדרישות אלה.

(ג) בהתאם לכללי ניהול הסיכונים וממשל תאגידי נאות המקובלים בעולם והן בהתאם להנחיות הרגולציה, לדירקטוריון החברה בכלל ולוועדת הביקורת בפרט, תפקיד מהותי ועיקרי בהתוויית כללי הממשל התאגידי בחברה, בחינת יישומם ובקרה על איכותם ויעילותם. ועדת הביקורת של הדירקטוריון אמורה להוות את מעגל הבקרה השלישי[11] במערך הממשל התאגידי הכולל, אשר הינו גוף בקרה בלתי תלויה ("The tone of the Top").

2.1.2. עצמאות הדירקטור

(ד) על מנת להבטיח עצמאות, העדר ניגודי עניינים והעדר התחשבות בשיקולים מוטעים או זרים, על בעלי המניות להבטיח כי הדירקטורים המתמנים על ידם יהיו מסוגלים להפעיל שיקול דעת עצמאי ולראות לנגד עיניהם את טובת החברה בלבד. במסגרת הדרישה לפעול "לטובת החברה" ניתן לכלול גם את האינטרסים של בעלי המניות, הנושים והעובדים ובחינה זהירה של מדיניות החברה וביצועיה. משכך, הסכמי הצבעה מוקדמים בין בעל השליטה לבין בעל מניות מיעוט ביחס

[11] בתפיסה הבינלאומית לניהול סיכונים בתאגידים, מובנים שלושה מעגלי בקרה: (1) מעגל הבקרה הראשון אשר הינו מעגל יוצרי העסקים האמונים על ביצוע תפקידם למען עמידה ביעדים העסקיים אך בד בבד גם על ביצוע בקרה שוטפת ונאותה להפחתת הסיכונים. (2) מעגל בקרה שני הינן פונקציות המטה אשר תפקידן לבקר, לפקח ולדווח על ניהול עסקיה השוטפים של החברה ועמידתם במדיניות הדירקטוריון וההנהלה ובהנחיות החוק והרגולציה. (3) מעגל הבקרה השלישי הינו פונקציות "בלתי תלויות" אשר תפקידן לבצע בקרה שוטפת ובלתי תלויה על אפקטיביות מערך הבקרה וניהול הסיכונים בחברה.

להצבעה לטובת דירקטור שיציע בעל מניות המיעוט, יבחנו לאור האינטרס שבשלו נחתמו הסכמים אלה.

(ה) בבחינת הרגולציה בשווקים שונים בעולם, לעניין מבחני עצמאות הדירקטור, ניתן לאתר מספר גורמי מפתח עיקריים:

- עצמאות הדירקטור אינה מתקיימת כאשר קיים קשר כלשהו עם ההנהלה – קשרים אישיים, קשרי ייעוץ, קשרים מסחריים, או אף קשרי צדקה (בהתאם לכללי בורסת Nasdaq).
- ברוב המקרים, דירקטור לא ייחשב עצמאי אם הוא בעל אינטרס כספי מהותי או בעל שיעור אחזקה מהותי בחברה.
- תקופת כהונה רציפה של מספר שנים עשויה לפגוע במידת עצמאותו של הדירקטור. בהתאם לכך, חוק החברות מגביל כיום את משך כהונתו של דח"צ לשלוש תקופות כהונה בנות שלוש שנים כל אחת וזאת בדומה להגדרת "דירקטור בלתי תלוי". כמפורט בהמשך קיימת החרגה בהקשר הזה ביחס לחברות הדואליות.

(ו) בישראל, כאמור, חוק החברות מחייב מינוי שני דירקטורים חיצוניים בכל חברה ציבורית, ללא קשר לגודל הדירקטוריון. הדח"צ מוגדר כאדם שאין לו זיקה לחברה ו/או לבעל השליטה, נעדר ניגודי עניינים וכהונה צולבת.

(ז) כמוזכר, חוק החברות גם מגדיר "דירקטור בלתי תלוי" כדירקטור שעונה על תנאי הכשירות של דח"צ ושאינו מכהן בחברה מעל תשע שנים רצופות. כמוזכר לעיל, בהתאם לתוספת הראשונה לחוק החברות "הוראות ממשל תאגידי מומלצות", חברה רשאית לקבוע בתקנון את מספר הדירקטורים הבלתי תלויים. התוספת הראשונה לחוק החברות מציעה עוד כי בחברה ציבורית נושאי משרה הכפופים למנכ"ל לא יכהנו כדירקטורים.

(ח) נזכיר כי בעקבות תיקון מספר 16 לחוק החברות עודכן החוק כדלהלן בקשר עם מינוי דח"צ:

- יתאפשר מינוי של דירקטור חיצוני לכהונה שלישית ובסה"כ כהונה של תשע שנים.
- הרוב הנדרש מקרב ציבור בעלי המניות למינויו של דירקטור חיצוני הועלה משליש מקרב בעלי המניות לרוב מקרב בעלי המניות, כך שבמניין קולות הרוב באסיפה הכללית ייכללו לפחות רוב מכלל קולות בעלי המניות שאינם בעלי עניין אישי באישור העסקה המשתתפים באסיפה, או שסך המתנגדים לא יעלה על 2% מכלל זכויות ההצבעה.
- מינויו מחדש של דירקטור חיצוני (לכהונה שנייה ושלישית) יתאפשר לבקשת בעל מניות אחד או יותר, שלו 1% לפחות מזכויות ההצבעה בחברה באישור של רוב קולות ובהתקיים התנאי לפיו במניין הקולות לא הובאו קולות בעלי

שליטה בחברה או בעלי עניין אישי באישור (למעט עניין אישי שאינו כתוצאה מקשר עם בעל השליטה) ובלבד שסך התומכים מקרב בעלי המניות כאמור עולה על 2% מכלל זכויות ההצבעה בחברה.

- הורחב המונח "זיקה" למינוי דירקטור חיצוני.

(ט) החוק לקידום התחרות ולצמצום הריכוזיות, התשע"ד–2013 קובע כללים מיוחדים לדח"צים בחברות בשכבה השלישית ואילך של פירמידה בתקופת המעבר שבה החוק מתיר את קיומה של שכבה זו: הדירקטוריון יורכב מרוב של דח"צים וחצי מהדירקטורים פחות אחד יהיו דירקטורים חיצוניים. על פי תקנות לקידום התחרות ולצמצום הריכוזיות (הקלות לעניין מספר הדירקטורים החיצוניים), תשע"ד-2014, בחברות משכבה שלוש ואילך בתקופת המעבר שבהן מתמנים גם דירקטורים מטעם בעל עניין בחברה על פי הסכם עם בעל השליטה ובחברות בהן מתמנים דירקטורים מקרב העובדים על פי הסכם קיבוצי, מספר הדח"צים יפחת כמספר הדירקטורים המתמנים שלא על ידי בעל השליטה – ובלבד שמספר הדח"צים לא יפחת משליש מחברי הדירקטוריון.

2.1.3. משך כהונת דירקטור

(י) התשובה לשאלת השפעת משך הכהונה על מידת עצמאותו של דירקטור אינה חד משמעית. מחד, הגבלת תקופת כהונתו או הגבלה של מספר הקדנציות עלולה לפגום במוטיבציה של דירקטור בביצוע שינויים מהותיים לקראת תום כהונתו או לזהירות יתר וחוסר נכונות ללקיחת סיכונים מחושבים, אשר לעתים מחויבים במציאות העסקית של החברה. מנגד, קיים החשש כי מינוי לתקופה ארוכה עלול לגרום לדירקטור להיות "מקורב מדי" לחברה ולבעלי השליטה ולייצר הזדהות אישית, באופן שיפגע ביכולת הבקרה והעצמאות שלו.

(יא) חוק החברות קובע כי תקופת כהונתו של דירקטור חיצוני, לא תעלה על תשע שנים רצופות (שלושה מינויים לתקופה של שלוש שנים כל אחת), בעוד כהונת יתר הדירקטורים אינה מוגבלת בזמן. באשר לסיווג דירקטור כבלתי תלוי, כפי שאוזכר, החוק קובע מגבלת כהונה מרבית של תשע שנים, כתנאי לכשירותו ככזה זאת למעט חברות דואליות.

2.1.4. כמות מקבילה של דירקטוריונים

(יב) בבחינה של כמות הדירקטוריונים בהם מכהנים דירקטורים בישראל במקביל, עולה כי קיים מספר רב של דירקטורים המכהנים ב- 10 ויותר דירקטוריונים במקביל. זאת, בשונה מהמותר בחברות ממשלתיות שם החוק מגביל ל- 2 דירקטוריונים נוספים בלבד. בשנים האחרונות חלה מגמה לצמצום מספר הדירקטוריונים בהם מכהן דירקטור במקביל וזאת כחלק מעליית המדרגה ברגולציה שנועדה להגן על החברות מפני כשלים אפשריים והמורכבות העסקית הקיימת בסביבה בה פועלות החברות, אשר הגבירה באופן מהותי את כמות המשאבים שנדרש דירקטור להשקיע בעבודתו כדירקטור. מגמה זו ניכרת גם

בארה"ב שם חלה הגבלה מהותית על כהונה במקביל של דירקטור משנת 2008 ועד היום. בסקר שנעשה על חברות S&P500 בשנת 2014[12] נמצא שברוב המוחלט (75%) של החברות קיימת הגבלה על מספר הדירקטוריונים שדירקטור יכול לכהן בהם במקביל (הגבלה פנימית של החברות עצמן). אחוז זה גדל ביחס לשנת 2009 בה עמד על 67% ועל 55% בשנת 2006. ב 60% מהחברות קיימת הגבלה כמותית, כאשר 31% מגבילות ל- 3 דירקטוריונים במקביל, 41% מגבילות ל- 4 דירקטוריונים במקביל ו 23% מגבילות ל 5 עד 6 דירקטוריונים במקביל. עבור דירקטורים המכהנים בוועדות ביקורת, קיימת הגבלה ב- 46% מהחברות על כהונה במקביל בוועדות ביקורת נוספות. ב- 92% מהן הוגבלה הכהונה לשתי ועדות בלבד. כמות החברות המגבילות כהונה במקביל ביותר מועדת ביקורת אחת יותר הוכפלה מאז שנת 2008.

2.1.5. הפרדה בין תפקידי יו"ר הדירקטוריון והמנכ"ל

(יג) בהתאם לתפיסת מודל הממשל התאגידי, הפרדה זו דרושה על מנת ליצור פיקוח נאות של הדירקטוריון על פעולות המנכ"ל וההנהלה בהתאם לנדרש מתפקיד הדירקטוריון. מאחר והדירקטוריון משמש גם כגוף המפקח על תפקידי ההנהלה ובכך גם על תפקידי המנכ"ל, אינו יכול היו"ר לשמש גם כמנכ"ל עצמו. הטיעון הנגדי מתבסס על חיסכון כספי הטמון במינוי הכפול, וב"שקט תעשייתי" שלעתים מאפיין הנהלת חברה בעלת מינוי כפול. בחברות אירופאיות (במיוחד באנגליה) וקנדיות נהוגה הפרדה כאמור, ואילו בשוק האמריקאי הדבר נהוג אם כי בשיעורים נמוכים יותר. הקוד המשולב האנגלי קורא להפרדה ברורה בין התפקידים וממליץ כי כיו"ר הדירקטוריון יכהן דירקטור עצמאי. על פי נתוני סקרים בתחום נראה כי גם חברות בארה"ב מאמצות בהדרגה את מודל ההפרדה, כתגובה לכשלים ניהוליים ושערוריות חשבונאיות.

(יד) חוק החברות מאפשר (כפשרה ובניגוד לעמדת ועדת ברק שגיבשה את החוק) לאסיפה הכללית להסמיך את יו"ר הדירקטוריון או את קרובו למלא את תפקיד המנכ"ל או להפעיל את סמכויותיו, וכן להסמיך את המנכ"ל או את קרובו למלא את תפקיד יו"ר הדירקטוריון או להפעיל את סמכויותיו, לתקופה של עד 3 שנים (עם אפשרות להסמכה מחדש לתקופות נוספות של 3 שנים כל אחת), ובלבד שהמינוי יאושר באסיפה הכללית ברוב של שני שלישים מקולות בעלי המניות שאינם בעלי השליטה בחברה וכן מי שאינו בעל עניין אישי בהצבעה, אלא אם קולות המתנגדים לאישור אינו עולה על 2% מכלל זכויות ההצבעה בחברה. כמו כן, נאסר על מינוי של גורם הכפוף למנכ"ל לתפקיד יו"ר הדירקטוריון וכן על מינויו של יו"ר הדירקטוריון כבעל תפקיד בחברה או בתאגיד בשליטתה (למעט כהונה כדירקטור בחברה בת).

[12] Spencer Stuart Board Index 2014

2.2. המלצותינו ביחס לכשירות הדירקטורים ועצמאותם

2.2.1. כשירות חברי הדירקטוריון

(א) אנו רואים חשיבות רבה ברמת כשירותם של חברי הדירקטוריון ורמת הכשרתם למילוי תפקידם. המלצתנו תתבסס באופן עקרוני על הוראות חוק החברות בנושא תוך בחינה של תנאי הכשירות של המועמד המוצע בהתאם לקבוע בחוק החברות, לרבות קיום הצהרה בדבר קיום הכישורים הדרושים והיכולת להקדיש את הזמן הראוי לשם ביצוע התפקיד, בשים לב לצרכיה המיוחדים של החברה ולגודלה.

אנו ממליצים לחברה לפעול למען בחינה שוטפת של כשירות הדירקטורים השונים וההכשרות הנדרשות לשמירת הכשרתם הנדרשת למען מילוי תפקידם והתמודדותם עם נושאים מקצועיים ומורכבים הקשורים בפעילותו של התאגיד, בצורכי שוק ההון ונושאים כלליים אחרים. אנו נמליץ על פרסום תכנית הכשרה זו לצורך בחינתה על ידי בעלי המניות. המלצה זו הינה למען חיזוק מרכיבי הממשל התאגידי הכלליים בתאגיד.

2.2.2. הארכת מינוי דירקטור

בעת הארכת מינוי, ייבחנו שלושה נושאים עיקרים:

(ב) משך כהונת הדירקטור – כעיקרון אנו נפעל בהתאם להגדרה בחוק החברות ונסווג דירקטור כתלוי מעל לכהונה של 9 שנים. יחד עם זאת, בבואנו לבחון נושא זה בהקשר של חברות דואליות אנו מעדכנים את עמדתנו בנושאים הקשורים באלמנטים העולים מתקנות הפטו ר[13] העוסקות בהקלות שניתנו לתאגידים שנרשמו למסחר מחוץ לישראל בהקשר לסיווג דח"צ המכהן או דירקטור בלתי תלוי המכהן למעלה מ-9 שנים. אנו נסווג כהונת דח"צ כבלתי תלוי גם מעל 9 שנים.

(ג) במסגרת מעורבות העבר של הדירקטור אנו סבורים כי על בעלי המניות לצפות מהמועמדים להשתתפות בשיעור מינימאלי של 75% בישיבות הדירקטוריון ובישיבות הוועדות להן מונו בתקופה של לפחות שנתיים שקדמו למועד המינוי, ככל שהדירקטור כיהן בחברה בתקופה זו, כאשר הרף לגבי השתתפות ב- 75% לפחות מהישיבות ייושם על ידינו לגבי כל שנה בנפרד.

(ד) פיטורי דירקטור - פיטוריו של דירקטור חיצוני ייבחנו על ידינו בהתאם לקבוע בחוק החברות.

2.2.3. הגברת הרכיב הדח"צי

(ה) עמדתנו הינה כי הגברת הרכיב הדח"צי בדירקטוריון הינה חיונית לשמירת האינטרסים של המיעוט וטובת כלל בעלי המניות בחברה ולפיכך, נמליץ לתמוך בהגדלת מספר הדירקטורים הבלתי תלויים והדח"צים.

[13] תקנות החברות (הקלות לחברות שניירות ערך שלהן רשומים למסחר מחוץ לישראל), התש"ס-2000.

2.2.4. הגבלת מספר דירקטוריונים במקביל

(ו) אנו ממליצים להגביל את מספר הדירקטוריונים בהם מכהן דירקטור מוצע ל- 6 דירקטוריונים מהותיים[14]. מגבלה זו הינה למעט כהונה של דירקטור בחברות אחרות בקבוצה לרבות חברות בנות ,אחיות וחברה אם, כך שכהונה במקביל בחברות הקבוצה כאמור לא תימנה לעניין המגבלה האמורה.

2.2.5. מינוי מנכ"ל כדירקטור

(ז) על אף הצורך הקיים בביצוע הפרדה בין הדירקטוריון לבין ההנהלה כמפורט לעיל, ככל שהחברה תעלה נושא זה לאישור, אנו נמליץ לתמוך במינוי המנכ"ל כדירקטור בחברה וזאת לאור הנימוקים הבאים. כהונת מנכ"ל כדירקטור תחיל עליו אחריות נוספת ותגרע מאפשרותו של מנכ"ל שאינו דירקטור להתחמק מאחריות משפטית לפעולה שהוא הביא לאישור הדירקטוריון מאחר שאין לו מעמד רשמי באישור שלה. בארה"ב, במרבית החברות, המנכ"ל מכהן כדירקטור כמעט ללא יוצא מן הכלל כאשר בחלק מהמקרים הוא מכהן כיו"ר אם כי מגמה זו פוחתת לאורך השנים, באנגליה הגישה שונה ודוגלת בהפרדה מוחלטת בין התפקידים. השוני נובע בעיקר ממבנה השוק ואופי מבנה הבעלות על החברות.

(ח) בנוסף מבחינה עסקית ראוי לדעתנו שהמנכ"ל העומד בראש ההנהלה המעשית ואשר מטבע הדברים יוזם את מירב הנושאים המובאים לאישור דירקטוריון (להוציא את סוגית הבקרה על תפקוד ההנהלה המעשית אשר צריכים להתבצע באופן תקופתי ללא נוכחות המנכ"ל), יהיה גם זה שייקח חלק בהחלטה המתקבלת בדירקטוריון. בנסיבות מסוימות היעדרות של המנכ"ל מהדירקטוריון עלול לגרום להזרה, לאי הבנה ולחיכוכים מיותרים בין הדירקטוריון להנהלה.

2.2.6. מינוי מנכ"ל שהינו בעל שליטה כדירקטור

(ט) אנו מעדכנים את עמדתנו בדבר מינוי מנכ"ל שהינו בעל שליטה, כדירקטור ונמליץ לתמוך בכהונה שכזו. המלצה זו תהא על רקע קיומם של מנגנוני בקרה מאזנים בדירקטוריון כאלה המאפשרים פיקוח על עבודת המנכ"ל שלא בנוכחותו.

(י) עדכון עמדתנו לעיל נובע מהבנתנו לאחר ניסיון השנים האחרונות, כי תוספת דירקטור מטעם בעל השליטה בכדי לייצר את הפרדת התפקידים האמורה אין בה תמיד בבחינת שיפור הממשל התאגידי בחברה ואף לעתים מייצרת תוספת הוצאה מיותרת ו"הרחקה" של בעל השליטה מהדירקטוריון מצב שאינו אופטימלי עקב הדומיננטיות הרבה שלו והשפעתו הגם שהינה חיצונית, על חברי הדירקטוריון. לעומת זאת, פיתוח תרבות פיקוח נאותה בדירקטוריון תייעל את עבודתו ותתרום משמעותית להפנמה של הצורך במנגנוני בקרה ופיקוח על עבודת המנכ"ל כמפורט בהוראות ממשל תאגידי מומלצות לקיום ישיבות ללא נוכחות

[14] מגבלה זו מיושמת החל מספטמבר 2014 והאפקטיביות שלה נבחנת על ידינו מידי שנה והין היתר נלקח על דינו בחשבון בבחינה זו האם לדירקטור קיים עיסוק משמעותי נוסף מעבר לכהונתו כדירקטור בחברות. דירקטוריון מהותי ייחשב כדירקטוריון של חברה ציבורית ו/או של חברה פרטית בעלת היקף פעילות מהותי או מורכבות רבה במבנה הפעילות. מידע לגבי חברות פרטיות יתבסס על ערוצי המידע הפומביים וכן על דיווח החברה.

המנכ"ל בכדי לבחון את תפקודו שלא בנוכחותו, שנעודד את יישומן בחברות אלה וכן הקטנה של הסיכון של פעילות הדירקטוריון כאשר בעל השליטה הפעיל בעסקי החברה, אינו חלק ממנו.[15]

2.2.7. **מינוי נושאי משרה הכפופים למנכ"ל כדירקטורים**

(יא) ככלל אנו ממליצים להתנגד למינויים של נושאי משרה או מנהלים אחרים הכפופים למנכ"ל כדירקטורים בחברה.

2.2.8. **הפרדת תפקיד המנכ"ל והיו"ר**

(יב) לאור מבנה השליטה הייחודי הקיים בשוק הישראלי המאופיין בריבוי גרעיני שליטה וההשפעה של מבנה זה על היבטים של אי תלות הדירקטוריון, ככלל אנו ממליצים להתנגד לכהונה במקביל של מנכ"ל כיו"ר וכן ממליצים להתנגד למינוי המנכ"ל, או מי מהכפופים למנכ"ל, או מי מבני משפחתו, לשמש גם בתפקיד יו"ר הדירקטוריון במקביל לתפקידו במנכ"ל החברה (אשר כאמור מהווה מבחינתנו חולשה במארג הממשל התאגידי בחברה). יחד עם זאת נשקול את עמדתנו באופן שונה במקרים חריגים בלבד כדלקמן:

- **מינוי זמני**: במקרים בהם קיימת הצדקה לכהונה זמנית במקביל, כגון ניהול משבר, גישור לתקופת מעבר וכדומה (ובלבד שהמינוי המקביל יהיה לתקופה קצרה).
- **חברות משפחתיות**: במקרים של חברות משפחתיות ומתוך הכרה בתרומתן והמהוות מודל עסקי חיובי בבסיסו ולאור המבנה המשפחתי בניהול החברה תפקיד היו"ר והמנכ"ל לעתים מרוכז בידי אותו אדם או בידי קרובי משפחה. במקרים חריגים בלבד בהם החברה מציגה תרומה עודפת משמעותית לבעלי המניות ולאורך זמן (לפחות 5 שנים). במקרים אלה אנו נמליץ להגביר את המשקל הדח"צי בחברה לרמה של 50% מהדירקטוריון כפיצוי לאי ההפרדה של תפקידי היו"ר והמנכ"ל.
- **חברות דואליות**: במקרה של חברות דואליות, אשר כאמור מבנה השליטה שבהן הינו שונה מזה הקיים בשוק ההון הישראלי ומאופיין על פי רב בהעדר גרעין שליטה, אנו נשקול לגופו של ענין האם להמליץ על כהונה במקביל של יו"ר ומנכ"ל באותם מקרים בהם לא קיים בחברה בעל שליטה וכן נמצא כי קיימים בדירקטוריון מנגנונים מאזנים המאפשרים פיקוח יעיל על עבודת המנכ"ל בהיותו יו"ר כגון: קיומו של דירקטור בלתי תלוי מוביל (Lead Independent Director[16]), קיומה של ועדת איתור והאם סיפקה הסבר ברור לצורך לכהונה במקביל ובחינה של מידת אי-תלותו של מבנה הדירקטוריון.

[15] כמפורט בתוספת הראשונה לחוק החברות, סעיף 5.

[16] http://www.pwc.com/en_US/us/forensic-services/assets/lead-director-survey.pdf

- מעמד הדירקטור הבלתי תלוי המוביל הוסדר בשנת 2002 ע"י הבורסה בניו יורק והתחזק מאוד בשנים האחרונות בשוק האמריקאי כך שכיום כמעט בכל החברות האמריקאיות הגדולות התבסס מעמד זה הרבה מעבר לדרישות הבורסה המקוריות. הגידול בהיקף התופעה נעוץ בעיקר בהיותה משקל נגד לקיומם של מנכ"לים המכהנים כיו"רים בחברות אמריקאיות.
- מדיניות ISS לשנת 2015[17] מפרטת את תפקידי הדירקטור הבלתי תלוי המוביל ומציינת כי המינוי צריך להתבצע מקרב הדירקטורים הבלתי תלויים ולכלול הגדרה מפורטת של תפקידיו אשר תכלול:
  - הובלה של כל ישיבות הדירקטוריון בהן היו"ר אינו נוכח.
  - לשמש כחוליה מקשרת בין היו"ר לבין הדירקטורים הבלתי תלויים
  - לאשר מידע שנמסר לדירקטוריון
  - לאשר את סדר היום של הדירקטוריון ולוודא שקיים זמן ראוי לדיון לכל נושא
  - מנדט מלא לזימון ישיבות בנוכחות הדירקטורים הבלתי תלויים
  - לקדם יצירת תקשורת ישירה מול בעלי מניות עיקריים מהציבור
- **חברות ללא גרעין שליטה**: כלומר חברות שאינן דואליות, אך נעדרות גרעין שליטה ומקיימות את מנגנוני הבקרה המאזנים המתוארים בסעיף קודם.

3. <u>מתווה התייחסות לחברות קטנות</u>

בהמשך ליוזמת רשות ניירות ערך למתווה הקלות לחברות קטנות ומתוך רצון לעודד את התפתחותן וצמיחתן של חברות אלה ולהפיכתן לחברות משמעותיות, בחרנו לעודד את פלח החברות הקטנות באופן שיקל על התנהלותן בהיבטים ממשל תאגידיים כמפורט להלן. התייחסותנו ביחס לנקודות אלה נוגעת לחברות ששווי השוק שלהן הינו נמוך מ- 50 מ' ₪ (להלן: "תנאי הסף") בחישוב ממוצע של 90 יום לפני המועד הקובע שנקבע לצורך השתתפות באסיפה. במקרה הצורך יעשה שימוש בפרמטרים נוספים כגון, הון עצמי, מחזור הכנסות, שווי חברה בשנים האחרונות והיקף סחורה צפה.

המדרג שייושם על ידינו בהתייחסות לחברות אלה, יתבצע בדרך של כל מקרה לגופו, כאשר העיקרון המנחה הנו, שהשינויים יידרשו במקרים בהם גודל החברה ומבנה החברה יצריכו זאת באופן ייחודי ולאחר שהחברה הניחה את דעתנו כי התועלת הכלכלית והרציונל המהותי במקרה זה הינם חיוביים וכי גריעתם של המנגנונים שלהלן בנקודת הזמן הנוכחית, לא צפויה להביא לפגיעה מהותית בהיבטי מממשל תאגידי לתקופה הקרובה.

[17] http://www.issgovernance.com/policy-gateway/2015-policy-information/

להלן סעיפי השינויים שיישקלו ביחס לחברות העומדות בתנאי הסף שלעיל:

- מינוי יו"ר כמנכ"ל – יתאפשר כאשר יתברר כי ערך המינוי פונקציה אחת בתפקידי המנכ"ל והיו"ר נדרש ואינו פוגע באופן מהותי במארג הממשל התאגידי בחברה וכי קיימות בקרות חלופיות לכך.
- מבנה הדירקטוריון – תתאפשר חריגה מהעיקרון של רכיב בלתי תלוי בגובה 1/3
- תוסר ההגבלה על בני משפחה המכהנים בדירקטוריון העומדת כיום על מקסימום 3
- תוסר ההגבלה על מינוי נושא משרה כדירקטור
- תיבחן בחיוב כהונה של יו"ר ומנכ"ל ע"י אותו אדם לתקופה מוגדרת מראש

מאידך וכגורם מאזן, אנטרופי תעודד בחברות הללו מינויים של דירקטורים מטעם בעלי מניות המיעוט אשר יוצעו על ידם במסגרת הזכויות המוענקות להם ע"י חוק החברות בהתייחס לכשירותם ואי תלותם ומבחני כהונה נוספים המופעלים על ידינו כחלק ממדיניות ההצבעה הכוללת של אנטרופי.

4. <u>מדיניות בנושא תגמול בכירים</u>

הסדרי תגמול לא נאותים היוצרים תמריצים המעודדים נטילת סיכונים חריגים היוו אחד מהגורמים למשבר הפיננסי הגלובלי שסיכן את איתנותם הפיננסית של מוסדות פיננסים. כחלק מתהליך הפקת לקחים מהמשבר, פרסמו גופי פיקוח בינלאומיים הנחיות להסדרת מדיניות תגמול הולמת וכללי ממשל תאגידי בתחום זה. למדיניות התגמול של נושאי משרה בכירים בחברה עשויה להיות השפעה לא מבוטלת על מידת מחויבותם לחברה ולהצלחתה, על נכונותם לחשוף את החברה לסיכונים כלשהם וכן על האופן שבו יבחרו להתוות את מדיניות החברה ויישומה בפועל. אופן ומבנה התגמול אמור להוות כלי מרכזי בתמרוץ נושאי משרה לטובת קידום והשגת יעדי החברה. חוסר איזון בין הענקת "פרס" עבור עמידה ביעדים קצרי טווח הנובעים לעתים מלקיחת סיכונים לא סבירים, לבין "קנס" (או יותר נכון "חוסר קנס") על ביצועים כושלים, הינו להערכתנו לא סביר ומאוזן ועלול כאמור לגרום ללקיחת סיכונים מיותרים. אנו סבורים, כי נושא זה מחייב כיום תשומת לב מרבית מצד בעלי המניות. מאחר שמדובר במשאבים העצמאיים של החברה, על תמהיל חבילת התגמול להתחשב ביכולותיה של החברה, מצבה הכספי והתחייבויותיה.

4.1. קווים מנחים בנושא תגמול בכירים

תיקון מספר 16 לחוק החברות מחייב חברות ציבוריות להביא כל הסכם הכולל תגמול לבעל השליטה וקרובו לאישור האסיפה הכללית ברב מיוחד. ההסכם טעון אישור מחדש כל שלוש שנים. בנוסף, מחייב תיקון מס' 20 לחוק החברות, אשר נכנס לתוקף ב- 12 בדצמבר 2012 (להלן "תיקון מס' 20" או "התיקון" וכן "מועד תחולת התיקון", בהתאמה), להביא לאישור האסיפה הכללית ברוב מיוחד גם את מדיניות תגמול הבכירים של החברה ואת תגמול המנכ"ל. גיבוש ואימוץ המדיניות כאמור, נקבע להתבצע בתוך תשעה חודשים ממועד תחולת

התיקון שהינו ה- 12 בדצמבר 2012, אולם טרם השלמת היישום, חברות אינן נכללות במדד ת"א 100 קיבלו אורכה כך שמועד יישום החוק הוארך ונקבע ליום 15 בינואר 2014.

תיקון מס' 20 לחוק החברות מחייב את החברות הציבוריות לגבש מדיניות תגמול לבכירים[18] שתאושר באסיפה הכללית במנגנון של Say on Pay[19], לאחר שאושרה ע"י ועדת התגמול והדירקטוריון. במידה והאסיפה תתנגד למדיניות, הרי שההחלטה תחזור לדיון בדירקטוריון אשר ישקול את עמדת האסיפה ויוכל לאשר את המדיניות על אף התנגדותה, תוך הצגת נימוקים מפורטים להחלטתו ובחינה של עמדת האסיפה. זאת למעט בחברה נכדה ציבורית, בה עמדת האסיפה תהיה מכרעת.

התיקון מעניק לבעלי מניות המיעוט זכות וטו על שכר מנכ"ל שאינו בעל שליטה (בכפוף לכוחם של ועדת התגמול והדירקטוריון להתגבר על התנגדות בעלי מניות המיעוט במקרים מיוחדים[20]) ומשכך על בעלי המניות מקרב המיעוט לשקול גם איך נכון לתגמל מנהלים שכירים. במקרה של תגמול מנכ"ל שכיר, ניגוד העניינים בין בעל השליטה לבין בעלי מניות המיעוט בולט פחות מאשר בתגמול נושא משרה שהינו בעל השליטה או קרובו, ולכן יש לתת משקל לעובדה זו בשיקולי ההחלטה לגבי תגמול של מנכ"ל שכיר, אם כי עצם חקיקתו של תיקון 20 לחוק החברות מניח כי לא קיימת הלימה מלאה ומוחלטת בין אינטרס בעל השליטה לאינטרס המיעוט בנושא זה.

בהתאם לתיקון האמור, התגמול הפרטני אמור להיגזר ממדיניות התגמול ואם הוא חורג ממדיניות התגמול הוא אמור להיבחן פרטנית לפי כל אמות המידה אשר נקבעו בתיקון.

כל הצעה לתשלום תגמול לנושא משרה צריכה להיות מוצגת במסגרת מסמך מפורט המסביר כיצד היא תואמת את דרישות החוק או בהפניה למסמך מדיניות קיים.

4.1.1. כללי החלטה בנושא גיבוש מדיניות תגמול בכירים

(א) חבילות שכר בישראל נבנות בשנים האחרונות בדומה לנהוג בקרב חברות אמריקאיות, במתכונת הכוללת מספר רכיבים, לרבות שכר בסיס או דמי יעוץ, מענק כספי ו/או מענק מבוסס הון, הפרשות סוציאליות, החזקת רכב והוצאות שונות. בחברות אחזקה מועברים דמי ניהול המחושבים לרוב כאחוז מהרווחים ומביאים בחשבון את מרכיבי השכר השונים. אנו נבחן את המרכיבים השונים לפרטיהם.

(ב) התקשרות חברה ציבורית עם "בעל השליטה" בה (מי שבידו הכוח לכוון את פעילות התאגיד; מי שמחזיק ב- 25% או יותר מזכויות ההצבעה) או עם קרובו,

[18] תיקון מספר 20 לחוק החברות מטפל בבכירים הכוללים דירקטורים ובכללם יו"ר שכיר, מנכ"ל, וכלל נושאי המשרה הכפופים למנכ"ל.

[19] מנגנון המאפשר הבעת עמדה של האסיפה הכללית לגבי התגמול אך לא מאפשר הכרעה.

[20] הראשון הוא קיום חשש כי הבאת ההסכם לאישור האסיפה עלול לסכל את המינוי ובלבד שהתגמול תואם את מדיניות התגמול. השני הוא אם במהלך תקופת ההעסקה של המנכ"ל תחליט ועדת התגמול או ועדת ביקורת לעדכן את תנאיו כלפי מעלה, הדבר אפשרי ובלבד שהוועדה אישרה כי השינוי אינו מהותי ביחס לעסקה קודמת.

אם הוא גם נושא משרה בה – באשר לתנאי כהונתו והעסקתו, ואם הוא עובד החברה ואינו נושא משרה בה – באשר להעסקתו בחברה – טעונים אישורים אלה ובסדר הבא: (1) ועדת הביקורת/ועדת התגמול, (2) הדירקטוריון, (3) האסיפה הכללית.

(ג) במניין קולות הרוב באסיפה הכללית ייכללו לפחות מחצית מכלל קולות בעלי המניות שאינם בעלי עניין אישי באישור העסקה המשתתפים באסיפה, או שסך המתנגדים לא יעלה על 2% מכלל זכויות ההצבעה.

(ד) בהקשר זה של תגמול בעלי שליטה, אנו סבורים כי קיימת חובה לנקוט משנה זהירות והקפדה יתרה באישור ההתקשרות, בשל החשש כי בדרך זו יתועלו רווחי החברה לבעלי השליטה מבלי לשתף את ציבור בעלי המניות.

(ה) באשר לבכירים שאינם דירקטורים ואינם מנכ"ל, לא קיימת דרישה בחוק להביא את תגמולם לאישור האסיפה הכללית במידה והוא עולה בקנה אחד עם מדיניות התגמול אשר אושרה כדין, אך קיימות דרישות נוספות לאור הוראות התיקון, המחייבות עמידה בכללי מדיניות התגמול של החברה, אשר צריכה לקבל את אישור האסיפה. בנוסף לכך, מחייב חוק ניירות ערך את גילוי התגמול של כל אחד מחמשת בעלי התגמולים הגבוהים ביותר מבין נושאי המשרה הבכירה בתאגיד או בתאגיד שבשליטתו, וכן כל אחד משלושת נושאי המשרה הבכירה בעלי התגמולים הגבוהים ביותר בתאגיד עצמו (אם לא נמנה בין חמשת נושאי המשרה הבכירה כאמור). גילוי זה מופיע בדוח התקופתי של החברה המובא לדיון בפני האסיפה הכללית של בעלי המניות. בעלי המניות יכולים בשלב הזה להעלות השגות והערות לגבי התגמול או במסגרת האסיפה הכללית שמטרתה אישור מדיניות התגמול.

(ו) התיקון מחייב כי החברות תימנענה מהצעות תגמול שמהותן תשלום מופרז שאינו מבוסס יעדים, ושיפעלו לביסוס מדיניות התגמול על עקרונות של השאת ערכה של החברה בטווח הבינוני והארוך. כמו כן, נדרש מהחברות לחשוף באופן שקוף וקל להבנה וזאת באמצעות דיווח פומבי, את עקרונותיה של מדיניות התגמול, תוך התייחסות לשלבים בקבלת ההחלטה.

(ז) מבנה השכר חייב להיות בהיקף כספי ובפרופורציה שיאפשרו שמירה על מוטיבציה גבוהה, זהות אינטרסים של נושא המשרה ובעלי המניות בחברה ושימור הקשר לביצועי החברה ולהערכת הביצועים האישיים של נושאי המשרה ורמת הסיכון בפעילות המבוצעת על ידו.

4.1.2. הנושאים שיכללו במסגרת מדיניות התגמול בהתאם לתיקון 20

(ח) השיקולים המנחים בגיבוש מדיניות התגמול הינם:

- קידום מטרות החברה, תכנית העבודה שלה ומדיניותה בראייה ארוכת טווח. יצירת תמריצים ראויים בהתחשב במדיניות ניהול הסיכונים שלה, גודל החברה ואופי פעילותה.
- בקביעת רכיבים משתנים יש לכלול התייחסות לתרומתו האישית של נושא המשרה להשגת יעדי החברה והשאת רווחיה בראייה ארוכת טווח ובהתאם לתפקידו.

(ט) נושאים שחובה להתייחס אליהם בהתאם לתיקון במסגרת מדיניות התגמול:

- לגבי נושא המשרה – השכלה, כישורים, מומחיות, הישגים (בתפקיד קיים או קודם), תפקיד, תחומי אחריות, בחינת הסכמי שכר קודמים באמצעות מדידה של התפתחות חבילת התגמול ביחס לביצועים אישיים מדידים.
- נדרש לספק גילוי לגבי היחס בין תנאי הכהונה של נושא המשרה ביחס לעובדי החברה כולל עובדי קבלן, לנמק מדוע היחס ראוי ולבחון השלכות אפשריות על יחסי העבודה בחברה.
- במידה ותנאי הכהונה כוללים רכיבים משתנים – נדרש להתייחס למצבים בהם הדירקטוריון יחליט על הפחתה כמדיניות (למשל במידה ושיעור הרווחיות יפחת מסף מסוים, או במצב של חוסר שביעות רצון מתפקוד נושא המשרה).
- התייחסות לאפשרות לקביעת תקרה לשווי מימוש של רכיבים הוניים שאינם משולמים במזומן. לאור הקושי הטכני ליישם תקרה כזו, נושא זה דורש התייחסות אך לא חובה.
- התייחסות למידתיות ורציונאליות בשיקולים למתן מענקי פרישה – מהו פרק הזמן המינימאלי לכהונה שלאחריה ישולם מענק, מה היו ביצועי החברה בתקופת הכהונה, עד כמה נושא המשרה תרם להם ומהן נסיבות הפרישה.

(י) הוראות שחובה לקבוע במסגרת מדיניות התגמול:

- ביסוס הרכיבים על ביצועים בראייה ארוכת טווח, בהתאם לקריטריונים מדידים. חלק לא מהותי מהרכיבים יכול להיות מוגדר כלא מדיד.
- הגדרת היחס בין הרכיבים המשתנים לקבועים.
- קביעת תקרה לשווי הרכיבים ההוניים המשולמים במזומן (למשל פאנטום).
- תניה לגבי החזר תשלומים בגין רכיבים משתנים, ככל שאלה שולמו, על בסיס נתונים שגויים או שבוצעה הצגה מחדש בדוחות הכספיים.

(יא) המדיניות תכלול התייחסות ככל שהדבר רלוונטי ביחס לחברה ולתחום פעילותה, לגבי הרף העליון של תקציב החברה, המיועד לתגמול בכיריה ביחס לרווח הנקי שלה, יעדי ביצוע מדידים ושקופים על פיהם נקבע התגמול, התייחסות לביצועי הענף או מדד הייחוס בהתחשב ביעדי הביצוע שנקבעו.

4.2. המלצותינו בנושא תגמול בכירים

4.2.1. הנושאים שיכללו במסגרת מדיניות התגמול בהתאם לתיקון 20:

(א) אנו נבחן את שוויה הכלכלי של חבילת השכר כולה, על כל מרכיביה, תוך התייחסות לתוצאותיה העסקיות של החברה ולביצועי המניה, וככל שחבילת התגמול מבוססת על יעדים, תוך בחינת יעדים אלה.

(ב) ככל שיידרש, אנו נערוך השוואת נתונים לקבוצת התייחסות (שהיא בדרך כלל קבוצת החברות בעלות מאפיינים דומים לפעילות החברה ושוויה) ונחווה דעתנו באשר לפער, אם קיים, ביחס לקבוצת ההתייחסות. אנו נדרג את קבוצת ההשוואה בשני ממדים:

- האחד הוא גובה חבילת התגמול ביחס לקבוצת ההתייחסות שנבחרה.
- הממד השני הוא רמת הביצועים בהתאם למדדי ביצוע כלכליים שייבחרו כך שיתאמו לאופי פעילות החברה. אנו נאמוד את הפער בין מיקומה היחסי של החברה מבחינת גובה והתפתחות חבילת התגמול ביחס לקבוצת ההשוואה לבין מיקומה מבחינת מדדי הביצוע וביצועי המניה של חברות המדגם בטווח של לפחות 3 השנים האחרונות ואת מידת ההלימה ביניהם.

(ג) בהתאם לתפיסת עולמנו, העדר הלימה בין גובה והתפתחות התגמול לביצועי החברה במבחנים הללו, תחייב התאמה של התגמול מבחינת המבנה וההיקף בכדי לשפרו. יודגש כי בעוד חריגה מהמקובל בענף היא טעם להתנגד לתגמול, קביעת תגמול לפי המקובל בענף אינה מבטיחה תמיכה בתגמול, שכן ייתכן שרמת התגמול בענף גבוהה מדי, או שהקשר בין תגמול לביצועים המקובל בענף רופף מדי.

(ד) אנו סבורים כי הסכם העסקה עם נושא משרה ראוי שיבוא לבחינה ולאישור של בעלי המניות טרם מועד תחילת העסקתו ולא בדיעבד. יחד עם זאת אנו נבחן זאת בהתאם לנסיבות העניין וככל שתקופת הביניים ממועד הכהונה ועד לאישור האסיפה אינה חריגה באורכה.

(ה) אנו ממליצים כי נוסחת התגמול צריכה להיקבע מראש, לא להשתנות בדיעבד ולא להשאיר שיקול דעת משמעותי ביישום התגמול לדירקטוריון, למעט הפחתה בהיקף התגמול.

(ו) אנו ממליצים לחברות כי חבילת התגמול יבנו בדרך פשוטה ונוחה להבנה שכן חבילות מסובכות ומרובות רכיבים הן מרשם לאי הבנה של נושאי המשרה, בעלי המניות ובכך עלולות להביא לתוצאות בלתי צפויות.

(ז) יש להתייחס בזהירות לתשלומים דחויים (כמו הטבות לאחר פרישה), שעלולים להסוות את גובה התגמול.

(ח) מעבר לשכר בסיס סביר, התגמול צריך להיות צמוד ביצועים, רצוי באופן ליניארי ובלי תוספות חד פעמיות. אנו סבורים כי אין מקום להגדלת התגמול לקראת פרישה (לרבות תשלום בגין התחייבות לא להתחרות בחברה לאחר הפרישה).

(ט) אנו נעודד חברות להשתמש בתגמול צמוד ביצועים יחסיים בהשוואה לביצועי הענף או מדד ההתייחסות בבורסה, ולא צמוד ביצועים מוחלטים. כשמדובר באופציות, חברות תוכלנה להשתמש במחיר מימוש צמוד למדד מניות שוועדת התגמול תגדיר, או לקבוע שהמימוש מותנה בהשגת יעדי ביצוע יחסיים (למשל יעדים מותני רווח) שקבעה ועדת התגמול.

(י) בהתייחס לשינוי בתנאי הכהונה של המנכ"ל שלא הובא לאישור האסיפה הכללית, אנו מצפים שמסגרת השינוי הזה תוגדר במדיניות התגמול באופן מפורש וכי ייקבע שהיקף השינוי השנתי בכלל רכיבי התגמול לא יעלה על 5% בשכר הבכירים.

(יא) במסגרת ה"סייגים" שהתיקון מאפשר, הסכם התגמול של המנכ"ל יכול שיאושר ע"י הדירקטוריון מבלי שיובא לאישור האסיפה הכללית (למשל מינוי מנכ"ל חדש או שינוי לא מהותי ברכיבי התגמול).

4.2.2. **תגמול קבוע – שכר ותשלומים שונים**

(יב) היות ותיקון 20 לחוק החברות הגדיר כי על החברה להתייחס במדיניות התגמול לאופן קביעת השכר, ביישום הנוכחי של התיקון, רוב החברות נקטו בגישה של קביעת תקרות שכר או טווח שכר, כאשר חלקן נקט בגישה של מיקום יחסי בהשוואה לקבוצות השוואה (בנצ'מרק). מבלי להביע דעה לגבי נאותות השימוש בקבוצת השוואה, ככל שהחברות הסתמכו על עבודת ייעוץ חיצונית הכוללת קבוצת השוואה וככל שהיקף התגמול מצוי בטווח העליון של המקובל בשוק בתחום פעילות החברה, נמליץ כי החברות יפרסמו את עבודת הייעוץ החיצונית, ככל שבוצעה, בכדי לייצר שקיפות באשר למכלול השיקולים והמידע שהובאו בפני הדירקטורים בבואם לאשר את מדיניות התגמול או הסכם התגמול הפרטני. בנוסף, נמליץ כי עבודת הייעוץ תכלול מידע לגבי ביצועי החברה בהשוואה לענף או קבוצת ההשוואה שנבחרה בכדי שניתן יהיה לבחון הלימה בין מיקום התגמול למיקום ביצועי החברה.

(יג) ככל שהחברה בוחרת לקבוע תקרה או טווח, אנו נבחן את מידת החריגה, ככל שקיימת, בין התקרה שנקבעה לבין רמות השכר הקיימות בחברה.

(יד) אנו ממליצים כי הסכם ההתקשרות עם נושא משרה בכירה, יעמוד על תקופה שאינה עולה שאינה עולה על שלוש שנים. במקרים בהם החברה תבקש לפעול גם על בסיס אסטרטגיה ארוכת טווח, כגון כזו העומדת על חמש שנים, ניתן יהיה לבחון הסכם התקשרות מדורג אשר למשל יעמוד על שלוש שנים ובדירוג של שנתיים נוספות בהתאם להמלצת ועדת התגמול בנושא.

(טו) אנו ממליצים להתנגד לאישור בדיעבד של תכניות שכר. כללי התגמול בכללם, לרבות כללים בדבר מתן מענקים, אמורים להיקבע מראש בלבד ולא יינתן תגמול, אלא אם הנוסחה והתנאים לחישובו נקבעו מראש.

(טז) מענקי חתימה ומצנחי זהב יחושבו כחלק ממרכיב תשלום במזומן, בעלות הכוללת של תכנית התגמול.

(יז) אנו נמליץ להתנגד להצמדה אוטומטית של השכר השוטף, למעט הצמדה למדד.

(יח) תקופת הודעה מוקדמת לנושאי משרה (שתוכל לכלול גם תקופת הסתגלות), לא תעלה על שישה חודשים, בהתחשב בביצועי החברה, במבנה ובנתוני התגמול. במסגרת תקופה זו יתחייבו נושאי המשרה להעניק לחברה שירותים בפועל.

(יט) אנו ממליצים להתנגד להגדלת הפיצויים בסמוך למועד הפרישה וכן לתשלום עבור אי-תחרות לאחר פרישה אשר הובא לאישור בסמוך למועד הפרישה.

4.2.3. תגמול לטווח בינוני - מענקים

(כ) לתפיסתנו, מענק כספי ראוי שיינתן בהתאם לעמידה ביעדים, כפי שיוגדרו מראש. היעדים צריך שיהיו מותאמים למאפייני החברה ותחום פעילותה. לדעתנו, שיעור המענק מהיעדים שנקבעו רצוי שיהא ליניארי. בנוסף, במקרים מסוימים ובפרט ככל שמדובר על נושא משרה שהינו בעל שליטה נדרש לקבוע רווח נורמטיבי שרק מעל אותו הרווח יוענק המענק.

(כא) בהינתן קביעת יעד של רווחיות, אנו סבורים כי במידה והמענק מוצמד לרווח הנקי של החברה הרי נכון שישקף את תוצאותיה בנטרול שערוכים ואירועים חד פעמים אחרים שבעיקרם חשבונאיים ושאינם מצביעים על ביצועים עודפים של נושאי המשרה . תגמול על בסיס שערוכים המבוססים על תזרים עתידי שהוודאות לגבי התגבשותו נמוכה, בהתייחס למאפייני החברה ופעילותה. עשויה להוביל למתן מענקים שלא בהלימות לביצועים שהושגו .

(כב) ככלל אנו סבורים כי נכון שהמענק, ככל שנקבע ביחס לתוצאות הרווח של החברה, יהיה ביחס לתוצאות החברה עצמה, אולם נושא זה יבחן לגופו של עניין בהתחשב בשיעור החזקת המיעוט ואופי פעילות החברה. במידה ויעד הרווחיות אינו הרווח הנקי אלא מדד רווח חשבונאי אחר, הרי שקיים קושי לבודד את השפעת חלק המיעוט.

(כג) בראייתנו נכון כי מענק כספי יוגבל בערך מוחלט ומרבי.

(כד) התוספת לתיקון מחייבת ביסוס הרכיבים על ביצועים בראיה ארוכת טווח, כך שמענק כספי ראוי שלא יכלול ביצועים חד-פעמיים שאינם בתחום פעילות החברה או שנבעו מהשפעה חיצונית לחברה, שערוכים המבוססים על תזרים עתידי שהוודאות לגבי התגבשותו נמוכה וכן לא יינתן תגמול בקשר להשלמת עסקת רכישה אלא תגמול המתמרץ בגין הצלחת העסקה שיכול להינתן באמצעות רכיבים הוניים למשל. תכנית המענק ראוי שתהיה רב שנתית, כך

שתכלול קיזוז של ביצועים עודפים עם תת-ביצוע במהלך שנות התכנית. חלק מהמענק צריך שייפרס קדימה, כך שתתבצע דחייה לשנים הבאות, והתשלום בעתיד יבוצע בהינתן עמידה ביעדים. אנו ניתן דגש לנושא זה בהסכמי תגמול פרטניים וככל שמדובר בנושא משרה שהינו בעל שליטה.

(כה) לאור הצורך הברור בשמירה על סודיות מידע עסקי, וכתוצאה מכך הקושי של החברות לפרט את הגובה הכמותי של יעדיהן במדיניות התגמול, לצורך שקיפות של מנגנוני התגמול מול בעלי המניות שלהן, לדעתנו לכל הפחות ראוי שהחברה תקבע תנאי סף כמותי, רלוונטי ואפקטיבי אשר ישמש כ"מנתק זרם" לצורך תשלום מענקים. האפקטיביות של תנאי הסף נובעת מהיותו קשור למדד מוביל המייצג את ביצועי החברה בצורה מהימנה וטובה ומרמתו אשר צריכה להיקבע בשים לב לביצועי החברה בשלוש השנים האחרונות ולנסיבות מיוחדות הקיימות בענף. למשל במידה וצפויה השפעה רגולטורית מהותית או אחרת. במקרים חריגים בהם קיים קושי לחברה לקבוע תנאי סף כמותי ואפקטיבי ניתן יהיה לפרט את היעדים הכמותיים במסגרת תקנה 21 בדוחות הכספיים ואת מידת העמידה בהם לצד הפירוט בדבר תשלומי מענקים בפועל.

4.2.4. היבטי הדיווח הכספי בעניין תשלום המענק

להלן ראייתנו בנושא היבטי הדיווח הכספי הנדרשים בעניין תשלום המענק בדוחות הכספיים השנתיים, מקום בו חישוב המענק מבוסס על נוסחה מורכבת ואין אפשרות לחשבו באמצעות מידע גלוי ומבוקר. הגילוי כמפורט להלן במסגרת הדוחות הכספיים באשר לתשלום המענק כמפורט לעיל חשוב לדעתנו מן השיקולים הבאים:

(כו) **דרישת הגילוי** - נחוצה על מנת למנוע תשלום מענק מעבר למה שאושר על ידי האסיפה הכללית, ככל שמדובר במנגנון מורכב . ללא דרישת הגילוי אין דרך מעשית לדעת אם המענק ששולם הוא באמת לפי החלטת האסיפה הכללית.

(כז) **התייחסות רואה החשבון המבקר** - נחוצה על מנת לייצר אמצעי בקרה לגבי נכונות החישוב, היות ותקנה 21 הינה במסגרת דו"ח הדירקטוריון שאינו מבוקר ע"י רואה החשבון החיצוני.

(כח) **הוראת בטלות אישור האסיפה במקרה של אי מתן הגילוי** - נחוצה על מנת לייצר סיכון (וסנקציה) למצב של אי מתן הגילוי או אי הכללת התוכן בו בהתאם להחלטת האסיפה. כפי שבדיקת רואה החשבון נחוצה להבטחת נכונות הגילוי, הוראת הבטלות נחוצה להבטחת עצם מתן הגילוי.

(כט) לאור העובדה שלעתים המענק המשולם מתבסס על מדדים חשבונאיים מהם מנוטרלים רכיבים שונים כגון, זכויות מיעוט, שערוכים בגין אימוץ תקני חשבונאיים המשפיעים באופן מלאכותי על הרווח או מנגנונים מורכבים אחרים, אנו נקפיד על קיום דיווח ברור ושקוף במסגרת תקנה 21, לגבי האופן בו חושב המענק (רק במידה ומדובר במנגנון מורכב שאינו ניתן לחישוב פשוט באמצעים גלויים על ידי המשקיע), בנוסח כמפורט להלן:

- בפרטים המובאים בדוח התקופתי בהתאם לתקנה 21 בתקנות ניירות ערך (דוחות תקופתיים ומידיים), התש"ל-1970, ייכלל, בין היתר, תיאום בין הרווח הנקי המאוחד המיוחס לבעלי המניות לבין הרווח השנתי הקובע לחישוב המענק השנתי (תוך פירוט הסכומים המרכיבים תיאום זה), וכן פירוט של חישוב המענק השנתי, על בסיס הרווח השנתי הקובע לחישוב זה. בנוסף, ייכלל בדיווח האמור מצג של הדירקטוריון, כי רואה החשבון המבקר המציא לחברה חוות דעת בלתי מסויגת, וללא הפניית תשומת לב, אשר לפיה התיאום הנ"ל וחישוב המענק השנתי מוצגים באופן נאות, מכל הבחינות המהותיות.
- הכללתם בדוח התקופתי של הפרטים האמורים בפסקה הקודמת הינה תנאי מהותי ויסודי לאישור המענק השנתי. מובהר ומודגש כי בכל מקרה של אי הכללת הפרטים האמורים בדוח התקופתי, אישור המענק השנתי על ידי האסיפה הכללית לעיל יהיה בטל מעיקרו.

4.2.5. **תגמול הוני**

(ל) באשר לתגמול מבוסס הון, אנו סבורים כי ניתן באמצעותו לצמצם ניגודי עניינים אפשריים בין נושאי משרה לבין בעלי המניות, ובכך להניע את נושאי המשרה לטובת החברה ולטובת שיקולי מדיניות ארוכי טווח, תוך נטילת סיכונים מבוקרת. טיעון זה נחלש כאשר נושא המשרה נמנה על בעלי השליטה בחברה וכך נחלשת להערכתנו ההצדקה העניינית לתגמול הוני עבור בעלי שליטה.

(לא) התיקון מחייב כי בעת הענקת תגמול הוני, תנאי התכנית יהוו תמריץ ראוי להשאת ערך החברה לטווח הארוך. במסגרת מדיניות ההצבעה, אנו נבחן את הרציונל שבבסיס ההענקה ואת נימוקי החברה לגביה. אנו נתייחס לשאלה האם תכנית התגמול נבנתה לאחר בחינת חלופות אחרות, ונבחן את תנאי התכנית לרבות: היקף הדילול הצפוי, שוויה הכלכלי, מחירי המימוש ותקופת ההקניה.

(לב) ככל שמדובר ברכיב הוני שמהותו אופציות, נמליץ להתנגד למענק הוני שכזה המגלם הטבה מידית "בתוך הכסף". כמו כן, נתנגד למחיר מימוש המשקף הנחה ביחס למחיר המניה בסמוך למועד ההענקה או למענק הוני הניתן למימוש באופן מיידי. לעניין זה ייבחן מחיר המניה הממוצע במהלך תקופה מייצגת טרם מועד ההענקה. הנושא יישקל תוך התחשבות בתנודתיות המניה בתקופה זו .

(לג) ככל שמדובר ברכיב הוני שמהותו הענקת מניות, נמליץ לתמוך בתגמול מבוסס מניות חסומות ו/או יחידות מניה חסומות RSU, ככל שהענקתן תותנה ביעדי ביצוע הרלוונטיים לאופי פעילות החברה כגון השגת יעדי תשואה, וכו'.

4.2.6. **תמחור מחדש של אופציות**

(לד) תמחור מחדש של אופציות - בשוק מניות גואה, עולה שוויין של חבילות אופציות לנושאי משרה, האטרקטיביות למימושן עולה וקיימת ציפייה כי נושאי המשרה יהפכו לבעלי מניות או יגדילו את אחזקתם בחברה. מהלך זה אמור להעלות את המוטיבציה של נושאי המשרה בכל הקשור בהגדלת ערך החברה. לחלופין, במצב של שוק יורד, נפגע ערכה של חבילת האופציות ולעתים עד כדי שווי אפסי. במצב כזה חלק מהחברות מבקשות לבצע שינוי בתנאי האופציות שהוענקו. השינוי הנפוץ הוא תיקון למחיר המימוש של האופציות (הפחתה), מתוך רציונל שמתבסס על הצורך לשמר אנשי מפתח החיוניים לתפעול השוטף ולהשגת יעדי החברה.

(לה) אנו סבורים כי בתקופה בה מתרחשת פגיעה מהותית בערך השקעתם של בעלי המניות מן הציבור, אין זה מן הראוי לאפשר את הפחתת מחיר המימוש עבור דירקטורים ונושאי משרה בכירים, והפיכתם של אלה לבעלי מניות במחירים עדיפים. על כן, אנו ממליצים להתנגד לתמחור מחדש של אופציות עבור דירקטורים ונושאי משרה בכירים.

(לו) בשינוי תנאי תכניות אופציות לעובדי חברה, שאינם נושאי משרה בכירה או דירקטורים, עקב ירידה חדה במחיר המניה, אנו נבחן כל מקרה לגופו תוך התייחסות לנושאים הבאים

- אנו נבחן את תקופת הזמן שחלפה ממועד הענקת האופציות, תקופת הזמן שנותרה עד למועד הפקיעה וכן את מועדי ההבשלה (vesting) והפקיעה לאחר השינוי.
- אנו נתייחס להיקף הדילול לאחר השינוי, ולעלות השינוי לחברה.
- תקופת הזמן שחלפה מתחילת הירידה במחיר המניה ועד מועד התמחור מחדש, ראוי שתעלה על שנה.
- אנו נצפה כי במידה והתמחור מחדש כולל שינוי של מחיר המימוש של האופציות, מחיר המימוש החדש יהיה שווה או גבוה משיא מחיר המניה בשנה שקדמה למועד התמחור מחדש.
- אנו נבחן האם הירידה במחיר המניה קשורה באופן ישיר לביצועי חסר של החברה ומנהליה או שמא תלויה במידה לא מועטה במשתנים אקסוגנים.

4.2.7. **קריטריונים בקביעת תגמול הוני:**

(לז) הגבלת היקף הדילול המכסימלי האפשרי המצטבר, בגין כלל ההענקות שבוצעו בחברה. בחברות הנכללות במדד ת"א 100 יוגבל היקף הדילול לכ- 10% ובחברות הנכללות במדד היתר יוגבל היקף הדילול לכ- 15%. בתכניות המיועדות לכלל העובדים ובתכניות של חברות מו"פ (כהגדרתן בכללי הבורסה לני"ע) יישקל דילול גבוה יותר. במצבי שוק משתנים, חישוב אחוז הדילול יבוצע בהתחשב בפער בין דילול תיאורטי לדילול מעשי.

(לח) מחיר המימוש ותנאי התכנית צריך שיהוו תמריץ ראוי להשאת ערך החברה לטווח הארוך. ככל שתנאי ההקצאה ליו"ר והמנכ"ל יובאו לאישור האסיפה אנו נמליץ לקבוע בהתאם לעניין פרמיה ראויה על מחיר המניה בפועל ו/או יעדים מתמרצים כתנאי להבשלת/הענקת האופציות ו/או יחידות מניה חסומות/RSU ובכפוף לאמור בסעיף קטן לט'.

(לט) אנו מעדכנים את מדיניותנו בנושא תגמול נושאי משרה ברכיבים הוניים כך שבחברות מסוימות, כאלה המצויות בתהליך של שימור או הגנה על מצבן העסקי בשל נסיבות אישיות או כאלה הנובעות מהסביבה העסקי שלהן, או במידה ומדובר בהיקף זניח, אנו נתמוך בהקצאת אופציות לנושאי משרה במחיר מימוש שהינו בסביבות הכסף המבוססות על ממוצע של לפחות 30 ימי המסחר האחרונים. במקרים בהם נדרשת פרמיה בעת ההקצאה הרי שזו תישקל בהתאם למדדים פנימיים שפותחו באנטרופי הכוללים למשל את השלב בו מצויה החברה ושיעור הצמיחה הצפוי בה, מצבה העסקי, היקף הסחירות והתנודתיות בחברה ועוד ואשר על בסיסם יקבע טווח הפרמיה הראוי בעת ההקצאה.

(מ) תקופת הבשלה (vesting) ראוי שלא תפחת משלוש שנים (או מימוש חלקי על פני השנים).

(מא) תקופת המימוש ראוי שלא תפחת משנה אחרי כל מועד הבשלה. יחס הדילול בין בכירים לבין יתר העובדים ייבחן במבחן הסבירות.

(מב) אנו ממליצים להתנגד לתוכנית אופציות הכוללת מנגנון evergreen (מנגנון התחדשות אוטומטית).

(מג) מענקי פאנטום/מניות חסומות יחושבו לעניין מגבלות אלה כתגמול הוני. בתאגידים בנקאיים למשל, לאור הקריטיות של נושא התיאבון לסיכון והנחיות המפקח בנושא, אנו נמליץ לתמוך בתגמול מבוסס מניות חסומות ו/או יחידות מניה חסומות/RSU ככל שהענקתן תותנה ביעדי ביצוע כגון השגת יעדי תשואה, הלימות הון וכו'.

(מד) אנו ממליצים להתנגד להענקת שיקול דעת בלעדי בדבר שינוי תנאי האופציות, לדירקטורים, לרבות באשר לתמחור מחדש.

(מה) אנו ממליצים להתנגד להענקת אופציות/מניות במתכונת של "גלולת רעל".

(מו) אנו ממליצים להתנגד למנגנון אוטומטי המאפשר האצה מידית של תנאי מענק הוני למעט במקרים של החלפת שליטה. במקרים מסוימים כדוגמת החלפת שליטה, נשקול תמיכה בהאצה חלקית של תנאי מענק הוני, ובלבד שלא מדובר בנושא משרה שהינו בעל שליטה.

(מז) הענקת אופציות בחברה קשורה תיבחן בהתאם למידת המעורבות של נושא המשרה בעסקיה של החברה הקשורה.

4.2.8. **שכר דירקטורים ודח"צים**

(מח) היות ומבנה השליטה בתאגידים בארץ מאופיין בבעלי שליטה המרכזים בידם אחוז ניכר מהון החברה, הרי שלגישתנו תפקיד הדח"צים הינו בין היתר להוות משקל כנגד בעלי השליטה. משכך, קיימת חשיבות להיקף ואופי התגמול הניתן להם.

(מט) אנו ממליצים לתמוך במתן שכר לדירקטורים רגילים ולדירקטורים חיצוניים, במסגרת הסכום הקבוע כמופיע בתקנות החברות לעניין שכר דירקטורים חיצוניים בחברות ואף בהיקפים גבוהים יותר בין היתר גם בהתאם לכללי גמול יחסי ככל שמדובר בדירקטור מקצועי או מומחה בעל תרומה ייחודית לחברה או בחברה אשר נדרשת לאור הסביבה העסקית בה היא פועלת, לתגמל את הדירקטורים בה בהיקפים גבוהים מהקבוע בתקנות כאמור. גישה זו מתיישבת עם גישתנו המתוארת במסמך זה להפחתת הכהונה במקביל של דירקטורים והצורך לפצות אותם באופן הוגן עבור כהונתם ככל שיידרשו לצמצם כהונות במקביל.

(נ) אנו נתנגד למתן תגמול נוסף לנושאי משרה אשר מכהנים כדירקטורים מעבר לגמול המשולם להם בגין כהונתם כנושאי משרה.

(נא) הענקת שכר הגבוה מהקבוע בתקנות עבור דירקטור רגיל, תיבחן בהתאם לתרומתו לקידום ענייני החברה ובהתייחס לעקרונות כלליים של תגמול נושאי משרה.

4.2.9. **תגמול הוני לדירקטורים ודח"צים**

(נב) תגמול דח"צים באמצעים הוניים הינו מקובל בשווקי הון מפותחים בעולם כחלק מהתפיסה שיש לחזק את אינטרס הדירקטורים עם זה של כלל בעלי המניות בחברה בכדי להפוך אותם שותפים לאינטרס של השאת ערך החברה. בארה"ב ובאירופה קיים מחקר אמפירי תומך לפרקטיקה הגוברת הזאת לצד טיעונים תיאורטיים המציגים את שני צדי המתרס בנושא זה, וכן עדויות לכך שבחברות בהן קיים תגמול הוני לדירקטורים מתרחש שיפור בביצועים וגם נטייה גוברת של הדירקטורים לעשות monitoring ואפילו להחליף את המנכ"ל כאשר ביצועי החברה נחלשים בחברות בהן הם מתוגמלים הונית[21].

(נג) התגברות התופעה בשווקי ההון בעולם ובעיקר בשוק האמריקאי גם הם מגבירים את הצורך לשפר את דרגות החופש של החברות הפועלות בשווקים אלה או בהשקה אליהם בגיוס משאבי דירקטוריון איכותיים וביכולת ליצירת תנאי גיוס שוויוניים.

[21] Reward outside directors, Assaf Hamdani, Reinier Craackman, January 2007

(נד) בנוסף, בחברות המנויות על ענף הביומד וההייטק המצויות לעתים במצבים של מצוקת מזומנים וצורך בגיוסי הון תכופים, קיים רציונל נוסף להעדפה של מטבע התגמול לדירקטורים ונושאי משרה כך שיהיה פחות מוטה מזומן ויותר מוטה הון.

(נה) עד היום מדיניותנו הסתייגה מתגמול דח"צים ברכיבים הוניים מחמת החשש לפגיעה ברף הזהירות שלהם ובאובייקטיביות שלהם בעת קבלות החלטות מכריעות. יחד עם זאת לדעתנו, היתרונות ביצירת הלימות אינטרסים בין הדירקטור לכלל בעלי מניות החברה בראיית ביצועי החברה והצורך בגיוס דירקטורים איכותיים עולה על החששות הללו ויכולה לתרום לייעול יכולת הפיקוח שלו על ההנהלה. לכן אנו נמליץ לתמוך בהקצאת רכיבים הוניים לדח"צים בבחינה של כל מקרה לגופו ותוך התייחסות לשיקולים הבאים:

- החברה תקבע במדיניות התגמול שלה או בזימון האסיפה לאישור התגמול, יחס מקסימלי בין היקף התגמול ההוני לבין התגמול הקבוע לדירקטורים באופן שלא יעלה על 50% מהתגמול השנתי הקבוע.
- התגמול ההוני יוקצה לתקופה של לפחות שלוש שנים עם תקופת הבשלה למנה הראשונה של שנתיים לפחות.
- נמליץ כי תינתן עדיפות לרכיבים הוניים המתמרצים לתיאבון לסיכון מרוסן כמו למשל מניות חסומות ו/או יחידות מניה חסומות RSU על פני אופציות.

4.2.10. תשלום שכר נושאי משרה בתאגיד ע"י בעל שליטה

(נו) תיקוני החקיקה והתגברות המודעות הציבורית בשנים האחרונות בתחום שכר הבכירים הינם תופעה חסרת תקדים בעולם המערבי. מבנה שוק ההון הישראלי שרובו מצוי בחברות אשר נשלטות בידי בעלי מניות יחידים ודומיננטיים בחברות אשר בשליטתם וזאת בשילוב עם תיקון 20 לחוק החברות אשר מחייב דיון ואישור באסיפה הכללית בנושא תגמול נושאי משרה בכירים אשר אינם מוגדרים כבעלי שליטה אלא כשכירים, מביא למקרים בהם בעל השליטה שהינו בעל האינטרס ההוני הרב ביותר בחברה על פי רוב, יעדיף לשלם לנושאי משרה בחברה אשר בשליטתו בעצמו מאשר לעבור את תהליך האישורים הנדרש לו היה התשלום מבצע במסגרת החברה.

(נז) אנו מזהים את החשש הקיים בקרב בעלי השליטה לגבי הקושי שקיים במצב השוק כיום לתגמל נושאי משרה בהיקפים שהיו מקובלים בעבר ונראה שיהיה קושי לאשרם במגמה הקיימת כיום. יחד עם זאת, קיים חשש כי העובדה שהתשלום לנושא המשרה אינו גלוי ומתבצע באמצעות החברה אשר לה הוא חב בחובת אמונים וזהירות יפגע בהלימות האינטרסים שהוא אמור ליישם ביחס לכלל בעלי המניות של החברה.

(נח) לאור ראשוניותו של נושא זה במסגרת מדיניותנו אנו נמליץ כי במקרים שכאלה תגלה החברה את פרטי התגמול של נושאי המשרה בכדי להבטיח כי אינם עומדים בסתירה למדיניות התגמול של החברה המחייבת את כלל נושאי המשרה בה זאת בהתאם לרוח התוספת השישית לתקנות ניירות ערך[22].

5. <u>הסכמי ניהול בין חברות ציבוריות או בין חברות פרטיות שבשליטת בעל השליטה לחברה ציבורית בשליטתו</u>

סעיף 270(4) לחוק החברות קובע כי כללי ההכרעה המיוחדים הקבועים בחוק בנוגע לאישור התקשרות של חברה ציבורית עם בעל השליטה בקשר לתנאי כהונה והעסקה, יחולו גם לגבי עסקה של החברה הציבורית עם חברה בשליטת בעל השליטה הנותנת שירותי ניהול או ייעוץ לחברה הציבורית.

5.1. המלצותינו בנושא הסכמי ניהול

(א) הסכמי ניהול ייבחנו על ידינו בהתאם להיקפם ומידת כדאיותם לחברה ובין היתר בהתאם להיקף המשרה, היקף כספי ביחס לפרמטרים תפעוליים בחברת הניהול, יעוץ לחברות קשורות, השוואה לחברות דומות ולמקובל בשוק. באישור הסכמי הניהול תיבחן האפשרות של תשלום ישיר. כן תיבחן העלות הישירה של החברה המעניקה שירותי ניהול ותמחור השירותים יתבצע גב אל גב כנגד תמחור זה.

(ב) לצורך בחינתנו את נושא זה, נבקש כי פירוק דקדקני של עלויות השירותים יועבר בדיווח לבעלי המניות ומשכך הוא יהיה קריטריון סף לבחינתנו את ההתקשרות המוצעת. אנו נתנגד להתקשרות שכזו בכל מקרה שלא יועבר לבעלי המניות דיווח הכולל פירוט דקדקני של היקפי ותיאור מדוקדק של השירותים, היקפם, העלויות המיוחסות לכל אחד מהם, וכן תיאור נושאי המשרה נותני השירותים.

(ג) הסכמי ניהול יוגבלו לתקופה של עד שלוש שנים.

6. <u>מיזוגים, רכישות והעברת פעילויות</u>

מיזוגים ורכישות היו מאז ומתמיד אמצעי אסטרטגי להשגת צמיחה כלכלית ויתרונות תחרותיים, לצד מיקוד עסקי והתייעלות. במקרים רבים התהליך מתרחש תוך כדי ביצוע שינויים מרחיקי

[22] סעיף 21 לתקנות ניירות ערך (דוחות תקופתיים ומידיים), תש"ל-1970 מחייב דיווח טבלאי של תגמול הבכירים בדוח התקופתי. הסעיף מפנה לתוספת השישית לתקנות אלה. סעיף (3) לחלק ג' של התוספת השישית קובע: "נכללו בטבלה תגמולים שניתנו על ידי גורם שאינו התאגיד, לרבות תאגיד שבשליטתו או בעל השליטה בתאגיד, תצוין זהותו של אותו גורם והיקף התגמול שנתן".

לכת בתרבות הארגונית של החברות, העלולים לפגוע בזכויותיהם של בעלי המניות ובערך מניותיהם.

חוק ני״ע קובע חובת דיווח לציבור על עסקאות מהותיות ובכך ניתנת אינפורמציה חשובה לבעלי המניות, אשר יוכלו לדון בנושא באסיפת בעלי המניות.

6.1. קוים מנחים בנושא מיזוגים ורכישות

במקרה שהמיזוג נעשה עם חברה שלבעל השליטה יש בה אינטרס, קובע החוק כי עסקה חריגה של חברה ציבורית עם בעל השליטה בה, או עסקה חריגה של חברה ציבורית עם אדם אחר שלבעל השליטה יש בה עניין אישי, לרבות הצעה פרטית שלבעל השליטה יש בה עניין אישי, מחייבים אישור בסדר הבא:

א. ועדת ביקורת

ב. דירקטוריון

ג. אסיפה כללית

באסיפה הכללית נדרש כי במניין קולות הרוב יכללו לפחות חצי מכלל בעלי המניות שאינם בעלי עניין אישי באישור העסקה המשתתפים בהצבעה.

6.2. המלצותינו בנושא מיזוגים ורכישות

(א) כל מקרה כזה יבחן על ידינו לגופו, תוך שימת דגש על מאפייני העסקה הייחודיים. אנו נבחן את האספקטים הסיבתיים והכלכליים של העסקאות מזווית ראייה ארוכת טווח, בהנחה בסיסית כי טובת החברה לטווח הארוך זהה עם טובתם של בעלי המניות.

(ב) אנו נתייחס אף למבנה העסקה ולפוטנציאל הדילול, באם קיים, ולסבירותו.

(ג) אנו נבחן את רמת השקיפות הניתנת בעסקאות מהותיות, ובייחוד שקיפות בכל הקשור למחיר העסקה, הערכות שווי חיצוניות, מסמכי נאותות, מסמכי פרופורמה וכיוצא בזה.

(ד) אנו נבחן האם במבנה העסקה שנבחר לביצוע המיזוג, בעלי המניות זוכים להגנה הראויה והאם מבנה העסקה יוצר חשש לפגיעה בזכויותיהם ביחס לבעלי מניות אחרים. זאת בדגש מיוחד בעסקאות למחיקת ממסחר של חברות ציבוריות המבוצעות בדרך של מיזוג משולש הופכי.

(ה) אנו ניתן דעתנו לתשלומים והוצאות שכר הכרוכים בעסקה ובהעברת השליטה.

7. <u>עסקאות בעלי עניין</u>

7.1. קווים מנחים בנושא עסקות בעלי עניין

(א) ככלל, עסקאות עם בעלי עניין[23] אינן רצויות שכן יש עדויות רבות לכך שהן משמשות לתיעול ערך מהחברה אל בעל העניין. כיוון שקשה להבטיח תמחור הוגן של עסקאות עם בעלי עניין, עסקאות עם צדדים שלישיים לרוב תהיינה עדיפות. לפיכך, אנו נתמוך בעסקה עם בעל עניין רק במקרים חריגים, כשהנהלת החברה הראתה שאין חלופה ראויה לעסקה ושתנאי העסקה מיטיבים עם החברה, וכן שבחנה והשתכנעה כי מדובר בהתקשרות שהינה בליבת העסקים של החברה.

(ב) גישתנו בנושא הדיווח הנדרש בנושא עסקות בעלי עניין, הינה כי כל הפרטים ששופכים אור על כדאיות העסקה לחברה צריכים להיות גלויים בפני בעלי המניות המתבקשים לאשר את העסקה ולא רק בפנינו. פרטים אלה יהיו גלויים במסגרת זימון האסיפה וכוללים, בין היתר, מידע כיצד העסקה נולדה, כיצד גובשו תנאיה ואילו בדיקות או דוחות נערכו בקשר אליה. לפי תקנה 3 לתקנות ניירות ערך (עסקה בין חברה לבין בעל שליטה בה), התשס"א–2001, ההודעה על כינוס האסיפה הכללית שבה תובא העסקה לאישור צריכה לכלול דוח עסקה ובו כל פרט העשוי להיות חשוב למשקיע סביר או לבעל מניות סביר לצורך קבלת החלטת הצבעתו, לרבות שורה של נתונים המפורטים בתקנה. אחד מנתונים אלה הוא הדרך שבה נקבעה התמורה. כפי שציינו, דעתנו היא, כי על פירוט זה לכלול את השתלשלות המשא ומתן בין בעל השליטה לבין הוועדה הבלתי תלויה, לרבות השינויים שנעשו במתווה העסקה במהלכו, כלל הצעדים שננקטו כדי לבחון חלופות אחרות לעסקה בשוק ואת הדרך בה נהגה החברה בחלופות שהוצעו על ידי צדדים שלישיים. בהיעדר פירוט כזה, נמליץ להתנגד לעסקה.

(ג) פירוט דומה נדרש גם בארצות הברית. שם דורשות תקנות ניירות הערך הפדראליות כי, בשורה של עסקאות הטעונות אישור האסיפה הכללית (גם כאלה שאינן עם בעל שליטה), הזימון לאסיפה הכללית יפרט את השתלשלות המשא ומתן וכן את המגעים ואת העסקאות שנעשו בין הצדדים טרם גיבוש העסקה העומדת לאישור האסיפה הכללית. סוגי העסקאות הטעונות פירוט כאמור כוללת מיזוג, רכישת ניירות ערך של צד שלישי, רכישת עסק פעיל או נכסים של עסק פעיל, מכירת כל נכסי החברה או כמעט כל נכסיה ופירוק.

(ד) תיקון מס' 16 לחוק החברות משנת 2011 העלה את דרישת הרוב מקרב הציבור הנדרש לאישור עסקאות בעלי שליטה באסיפה הכללית. כיום נדרש כי במניין קולות הרוב באסיפה הכללית ייכללו לפחות רוב מכלל קולות בעלי המניות שאינם בעלי עניין אישי באישור העסקה המשתתפים באסיפה, או שקולות המתנגדים לא יעלו על 2% מכלל

[23] בהקשר של עסקות בעלי עניין אנו מתייחסים לעסקות מיזוג, רכישה וכן לעסקות שעניינן מתן שירותים, הסכמי ניהול וכו' בעסקאות שהיקפן מהותי לחברה.

הקולות. כמו כן, החוק קובע כי אישור עסקאות עם בעלי שליטה יהיה לתקופה שלא תעלה על 3 שנים.

7.2. המלצותינו בנושא עסקות בעלי עניין - נאותות העסקה

(א) במסגרת מדיניות proxy אנו נבחן עסקאות עם בעלי עניין בקפדנות במתכונת של "כל מקרה לגופו". אנו נבחן הן את השאלה האם יש הצדקה לעסקה עם בעל העניין בכלל (חלף עסקה עם צד שלישי או הימנעות מעסקה כלשהי) והן את השאלה האם תנאי העסקה מקדמים את עניינם של כלל בעלי המניות בחברה (ולא רק אינם פוגעים בהם).

(ב) ברירת המחדל לטיפול בעסקאות בעלי עניין היא שוועדת הביקורת או תת-ועדה שמונתה על ידה, תנהל הליך תחרותי בשוק. במקרה והוועדה מצאה שאין מקום לניהול הליך כזה, עליה לנמק זאת ולאחר מכן לכל הפחות לנהל משא ומתן נמרץ וממצה עם בעל השליטה. הוועדה תהיה חופשית לבחור לה יועצים ומומחים אשר אינם מייעצים לחברה או לבעל השליטה בדרך כלל או בעסקה הנדונה, ותיעזר רק ביועצים ובמומחים שבחרה כאמור. בסוף ההליך, הוועדה תחליט אם לתמוך בעסקה. במסגרת ניהול המו"מ והליך הבחינה ע"י הועדה, אין מקום להסתכמות על משא ומתן שנוהל על ידי הנהלת החברה ולא לחוות דעת שהוזמנו על ידי הנהלת החברה או על ידי יועציה המשפטיים.

(ג) במרבית העסקאות תתמקד הבחינה בנאותות ההליך בו הוחלט לקשור עסקה עם בעל השליטה והאופן בו גובשו תנאי העסקה. במסגרת זו נבקש לקבל מידע כדלקמן: מה הצורך בעסקה; האם התקיימה בחינה רצינית של חלופות אחרות בשוק; האם תנאי העסקה גובשו במשא ומתן אמיתי בין ועדה בלתי תלויה של הדירקטוריון לבין בעל השליטה; מה היה הבסיס עליו הסתמכה הוועדה כשהסכימה למתווה הסופי של העסקה והאם הדיווח אל האסיפה הכללית, בה תובא העסקה להצבעה, מפרט בשקיפות מלאה את כל הדרוש לבעלי מניות המיעוט בכדי להחליט אם העסקה כדאית עבורם.

(ד) כאינדיקציה ראשונית לבחינת העסקה, ככל שלבעל העניין בעסקה קיים פער בין האינטרס ההוני שלו בנשוא העסקה ביחס לאינטרס ההוני שלו בחברה אשר הוא בעל עניין בה לפי העניין, הרי שתבוצע על ידינו בחינה ביתר קפדנות. במידה והאינטרס ההוני זהה הרי שהבחינה הראשונית, תהא פשוטה יותר לאור העובדה שהחשש לניצול מבנה השליטה לרעת בעלי מניות המיעוט, פוחת.

(ה) נבחן כי דוח העסקה המופץ לקראת האסיפה הכללית יתאר בפרוטרוט את שלבי ההליך:

- הרקע לעסקה
- אופן מינוי הוועדה הבלתי תלויה ויועציה
- השתלשלות ההליך התחרותי בשוק, ואם לא התקיים הליך כזה הסבר הוועדה להחלטתה לוותר עליו
- השתלשלות המשא והמתן בין בעל השליטה לבין הוועדה
- השינויים שנעשו במתווה העסקה וההסברים להם

- הצעדים שננקטו כדי לבחון חלופות אחרות
- הדרך בה טופלו חלופות שהוצעו על ידי צדדים שלישיים

(ו) חוק הריכוזיות שינה בתיקון עקיף (מספר 22) לחוק החברות את הדרישה כי עסקת בעל עניין תאושר רק אם אינה פוגעת בטובת החברה לדרישה כי עסקת כזו תאושר רק אם היא לטובת החברה. מדיניותה של אנטרופי היא כי על בעל השליטה הנטל לשכנע שהעסקה טובה למיעוט מהחלופות לה (הימנעות מעסקה; עסקה דומה או אחרת עם צד שלישי; עסקה אחרת עם בעל השליטה). במסגרת הבחינה יש להבטיח כי המיעוט מרוויח מהעסקה את המרב שניתן להשיג עבורו.

(ז) מדיניותנו זו מתבקשת לאור הכוח שניתן בתיקון מס׳ 16 לחוק החברות בידי בעלי מניות המיעוט ולאור התפתחות הפסיקה מאז. בהחלטת בית המשפט המחוזי בתל-אביב-יפו בעניין כהנא נ׳ מכתשים אגן תעשיות משנת 2011 נדונה עסקת מיזוג בין חברה-אם לבין חברה-בת ונקבע, שכדי להבטיח את הגינות העסקה, על תנאי העסקה להיקבע במשא ומתן בפועל ולא למראית עין בין בעל השליטה לבין ועדה בלתי תלויה של הדירקטוריון שתהא מוסמכת להחליט נגד ביצוע העסקה, שייעדרו ממנה נציגי בעל השליטה ושיתאפשר לה להשתמש במומחים וביועצים שאינם תלויים בבעל השליטה. בית המשפט הדגיש את חשיבות השקיפות בנוגע לתהליך קבלת ההחלטות ואת הליך סינון ההצעות אשר יובאו בסופו של דבר לאישורה של האסיפה הכללית.

(ח) דרישה דומה קיימת בפסיקה האמריקאית ביחס לכל עסקה או החלטה מהותית שלבעל השליטה עניין בה, ולא רק בעסקת מיזוג. פסיקה זו אינה מסתפקת בקיומו של משא ומתן, אלא בוחנת בקפידה מי כיהן בוועדה הבלתי תלויה, כיצד בחרה הוועדה את יועציה, כיצד ניהלו הוועדה ויועציה את המשא והמתן ומה השיגו בו עבור בעלי מניות המיעוט.

(ט) בסוגים מסוימים של עסקאות לא נסתפק בגילוי הצעדים שננקטו כדי לבחון חלופות אחרות לעסקה בשוק, אלא נעמוד על כך שיינקטו צעדים כאלה. חוק הריכוזיות מטיל על ועדת הביקורת בתיקון עקיף (מספר 22) לחוק החברות לקבוע לגבי עסקאות בעלי שליטה (אף אם אינן עסקאות חריגות) חובה לקיים הליך תחרותי בפיקוחה או בפיקוח מי שתקבע ולפי אמות מידה שתקבע, או לקבוע כי יקוימו הליכים אחרים שהיא תקבע בטרם התקשרות בעסקאות אלה, והכול בהתאם לסוג העסקה. ועדת הביקורת רשאית לקבוע לעניין זה אמות מידה אחת לשנה מראש. כמו כן החוק דורש מוועדת הביקורת לקבוע אילו עסקאות בעלי שליטה שאינן חריגות הן גם לא זניחות, ולקבוע את אופן אישורן, ובכלל זה לקבוע סוגי עסקאות שאינן זניחות שיהיו טעונות אישור ועדת הביקורת. ועדת הביקורת רשאית להחליט על סיווג כאמור לגבי סוג של עסקאות לפי אמות מידה שתקבע אחת לשנה מראש. אנו רואים בקיומו של הליך תחרותי כלי חשוב להבטחת טובתה של החברה ועל כן, נמשיך לעקוב מקרוב אחר הדרך שבה יישמו ועדות ביקורת את ההוראות החדשות ונגבש מדיניות לגבי הדרך הראויה בעינינו ליישומן.

8. <u>מבנה הון</u>

8.1. קווים מנחים בנושא מבנה ההון

למבנה ההון של חברה ציבורית חשיבות רבה לבעלי המניות. לכך גם השלכה על מדיניות חלוקת דיבידנדים, הזדמנויות צמיחה באמצעות מיזוגים ורכישות, יכולת מימון פרויקטים ופעילויות חדשות, תגמול הוני של נושאי משרה, פיצול ואיחוד הון וכיוצ״ב. החלטות בנושאים אלה מתקבלות ע״י דירקטוריון החברה וההנהלה הבכירה ובחלק מהן נדרש גם אישורה של אסיפת בעלי המניות. לשאלת מימון השקעות החברה לסוגיהן, יש חשיבות מכרעת עבור בעלי המניות, בעיקר כאשר מדובר בהנפקת הון מניות חדש, הנפקת מניות בכורה או גיוס חוב.

8.2. המלצותינו בנושא מבנה ההון

8.2.1. הגדלת הון מניות רשום

(א) בקבלת החלטה בדבר הגדלת הון המניות הרשום של החברה נדרש אישורם של בעלי המניות באסיפה כללית, ברוב רגיל, אלא אם תקנון החברה קובע רוב אחר (בחברות שלא תיקנו את התקנון לאחר כניסתו לתוקף של חוק החברות ב- 1.2.2000, הרוב הדרוש הוא 75% מהמשתתפים בהצבעה).

(ב) חברה ציבורית מבצעת תהליך זה מעת לעת ומשתמשת בהון המניות לצורך גיוס הון חדש, הגדלת תכניות תגמול מבוססות הון וניצול הזדמנויות בתחום המיזוגים והרכישות. אנו סבורים כי מדובר בהליך המהווה חלק בלתי נפרד מניהול עסקיה השוטפים של החברה. הדרישה לאישורם של בעלי המניות תורמת ליכולתם לפקח על הקצאות עתידיות.

8.2.2. הקצאות/הנפקות הון

(ג) החלטה בדבר הקצאת מניות אופציות ואג״ח להמרה נתונה בדרך כלל בידי הדירקטוריון. אנו נבחן ביתר קפידה הקצאות הון לא שוויוניות שהינן בעלות פוטנציאל לפגיעה בזכויותיהם של בעלי המניות, תוך שימת לב מודגשת לנקודות הבאות:

- תנאי ההצעה ביחס לשווי הכלכלי ההוגן
- נחיצות ההקצאה והרציונל שלה עבור החברה ובעלי המניות
- בחינה אלטרנטיבית של ההקצאה ותנאיה
- דילול מקסימאלי של בעלי המניות הקיימים

8.2.3. שינויים בהון המניות המונפק

(ד) לשם החלטה בדבר שינויים בהון המניות המונפק, איחוד הון ופיצול הון, דרוש אישור בעלי המניות. אנו נתמקד בשאלת התועלת הגלומה בהחלטה זו לשם פישוט המסחר בבורסה והגדלת הסחירות בניירות הערך, תוך התייחסות לתנאי השינוי ועלותו לבעלי המניות.

9. <u>חלוקת דיבידנד</u>

(א) לאור השימוש הגובר של חברות ישראליות בתקני IFRS במסגרת אימוץ מוקדם, המשפיעים על יתרות הרווח של החברה באופן שעלול לעתים להגדיל באופן מלאכותי את הרווח הראוי לחלוקה על פי הדין הקיים, אנו נמליץ על ביצוע מבחנים נוספים לרווח הראוי לחלוקה בכדי להימנע ממצבים שסופם החלשת בסיס ההון של החברה באופן העלול לפגוע ביכולת ייצור התשואה של החברה בעתיד ובכלל בעלי המניות.

(ב) חלוקת דיבידנד וכן החזר השקעה מגדילה באופן מיידי את תשואתם הכוללת של בעלי המניות מהשקעתם בנייר הערך. חברות בעלות מדיניות דיבידנד ברורה, המיושמת באופן עקבי, הינן חברות הזוכות לתמחור יתר מצד משקיעיהן.

(ג) יחד עם זאת, לעתים החלטת חלוקה מתבססת על שיקולים שאינם עולים בקנה אחד עם טובת החברה בטווח הבינוני-ארוך, שיקולים של צרכי הון בקבוצה ו/או בקרב בעלי השליטה.

(ד) חוק החברות מאפשר חלוקת דיבידנד גם כאשר לחברה הפסד מצטבר, אך בשנתיים האחרונות, היה לחברה רווח. ניתן לחלק דיבידנד באישור בית-משפט במקרים בהם יתרת העודפים נמוכה מסך החלוקה או אף שלילית, בתנאי שביהמ"ש השתכנע שהחלוקה לא תפגע ביכולת הפירעון של החברה בעתיד. לאור זאת, קבענו מספר כללים לגבי אמידת היקף הדיבידנד שניתן לחלק לצורך יישום הולם של מבחן יכולת הפירעון:

(ה) סכום הדיבידנד המקסימאלי שניתן לחלק (ללא אישור מיוחד של בית משפט) הוא הסכום העומד במבחן הרווח לפי סעיף 302 בחוק החברות.

(ו) על בסיס הטרמינולוגיה של תקני IFRS, מבחן הרווח מיושם כחלק בעלי המניות של החברה המחלקת (ללא חלק המיעוט) ברווח/הפסד לפני רווח כולל אחר - היתרה המצטברת (יתרת עודפים) או הסכום שנצבר בשנתיים האחרונות, לפי הגבוה שבהם (והכל כמובן לאחר ניכוי דיבידנדים שכבר חולקו).

(ז) סכום הדיבידנד המחולק בפועל צריך להיות קטן מהסכום העומד במבחן הרווח, אם בסכום העומד במבחן הרווח נכללו שערוכים מהותיים. לעניין זה, המונח "שערוך" מתייחס לכל התאמת ערך של נכסים או התחייבויות (הן כלפי מעלה והן כלפי מטה) אשר נכללה בסכום העומד במבחן הרווח ואשר תזרים המזומנים המשתמע ממנה אינו ודאי למעשה. העיקרון הוא שככל שתזרים המזומנים המשתמע מהשערוך הוא פחות ודאי, סכום הדיבידנד המחולק בפועל צריך להיות קטן יותר.

(ח) מידת הוודאות של תזרים המזומנים המשתמע משערוך בסכום נתון תלויה ב:

- משך הזמן הצפוי עד למימוש הנכס או ההתחייבות ששוערכו;
- ההסתברות שעד למימוש הנכס או ההתחייבות ששוערכו יתרחש שינוי הפוך בבסיס אשר לפיו נעשה השערוך (שווי הוגן, שווי בר-השבה, שער מטבע, מדד, אינדקס וכו'); ו-

- העוצמה האפשרית של שינוי הפוך בבסיס אשר לפיו נעשה השערוך. לדוגמה: העוצמה האפשרית של ירידה במדד המחירים לצרכן במחצית השנה הקרובה עשויה להיות קטנה מהעוצמה האפשרית של ירידה בשער הדולר באותה תקופה; או: העוצמה האפשרית של עליה כללית במחירי הנדל"ן בשנה הקרובה עשויה להיות גדולה מהעוצמה האפשרית של עליה בשווי ההוגן של מנית חברה ספציפית בתחום הנדל"ן באותה תקופה.

(ט) סכום הדיבידנד המחולק בפועל צריך להיות קטן מהסכום המתקבל לאחר הפעלת השיקולים המצוינים לעיל אם בסכום האחרון נכללו רווחים של חברות מוחזקות אשר טרם חולקו ואשר אין לגביהם מחויבות או תוכנית ברורה לחלקם תוך זמן קצר (לכל היותר 3 חודשים).

(י) העיקרון הוא שככל שחלוקת הרווחים האמורים תוך זמן קצר על ידי החברות המוחזקות היא פחות ודאית, סכום הדיבידנד המחולק בפועל צריך להיות קטן יותר.

(יא) סכום הדיבידנד המחולק בפועל צריך להיות קטן מהסכום המתקבל לאחר הפעלת השיקולים המצוינים לעיל אם קיים חשש שהמזומנים הנותרים בידי החברה המחלקת לאחר החלוקה לא יספיקו בהתחשב בתכניותיה העסקיות לשנתיים הקרובות.

(יב) העיקרון הוא שככל שהתוכניות העסקיות אינן מגובשות מספיק או שהן מתבססות על הנחות שאינן ריאליות מספיק או שהן מתבססות על השגת מימון שזמינותו או עלויותיו אינם ברורות מספיק, סכום הדיבידנד המחולק בפועל צריך להיות קטן יותר.

10. <u>גלולת רעל</u>

(א) גלולת רעל היא שם כולל למגוון אמצעים שתכליתם מניעת השתלטויות עוינות על חברות ציבוריות. מדובר בהסכם שיכנס לתוקף כאשר בעל מניות מסוים רוכש מניות בחברה בהיקף שמקנה לו יכולת שליטה כלשהי (בד"כ 15%-20%). במרבית המקרים, ההסכם כולל הקצאת מניות ע"י הדירקטוריון לטובת בעלי המניות הקיימים, בהנחה משמעותית (יכולה להגיע לכ- 50%).

(ב) כטקטיקת הגנה, מנגנון גלולת הרעל הוכח בעולם כיעיל. בישראל, לאור מבנה השליטה, מנגנון זה טרם הופעל, וכמעט שאינו מקובל בחברות ציבוריות בישראל. ניתן להניח כי הוא הצליח להרחיק ניסיונות להשתלטות לא רצויה.

(ג) מחקרים מראים כי בעלי המניות בחברה בדרך כלל יוצאים נשכרים מניסיונות החלפת שליטה ו/או מאבקי שליטה בפועל. במקרים רבים, החלפת שליטה בחברה תורמת להשאת ערך החברה.

(ד) אנו ממליצים לתמוך במנגנונים שאינם מעכבים או מונעים החלפת שליטה וסבורים כי בכל מקרה של ניסיון החלפת שליטה בחברה ציבורית יש להתחשב ברצונם של כלל בעלי המניות וכן לתת לכוחות השוק לפעול מקום בו מחיר המניה מייצג מצבים של תת ניהול או כשל.

11. <u>תהליכי הסדר ופירוק בגין אגרות חוב שכשלו</u>

בשנים האחרונות אנו עדים לגל של הסדרי חוב, בין היתר בשל שימוש במינוף מוגבר על מנת לרכוש נכסים. תהליך זה מלווה בירידה של שווי נכסים ובטוחות ומותיר חברות מנפיקות רבות במצב של היעדר יכולת למחזור חוב/קבלת מימון חדש או פירעון חוב קיים. החוב המונפק סופג הפחתה משמעותית באיכותו, הרעה ביחסי הון ובאמות מידה פיננסיות ובעיקר פגיעה מהותית ביכולת ההחזר.

לנוכח האמור, חברות מנפיקות רבות מבקשות לבצע ארגון מחדש של חובותיהן באופן שיאפשר להן מרווח זמן פיננסי, שעיקרו פריסת תשלומים למועדים עתידיים ו/או הכנסת שינויים נוספים בתנאי האג"ח, במטרה למנוע את פירוק החברה עקב הפרות מהותיות של ההתחייבויות כמפורט.

כל הסדר חוב שמובא לאישורם של מחזיקי התעודות, משמעותו הראשונית הינה ביצוע שינויים בתנאי שטר הנאמנות. הרוב הדרוש באישור שינויים אלה נקבע בהתאם לקבוע בשטר הנאמנות. במקום בו אושר הסדר חוב לפי סעיף 350 לחוק החברות (פשרה והסדר), יידרש אישור של בית משפט לאחר אישור באסיפות סוג.

<u>המלצותינו בנושא תהליכי הסדר</u>:

(א) המלצתנו בנושא הסדרי חוב מתבססת על ניתוח כלכלי של ההסדר המוצע תוך הבחנה ברורה בין אינטרס מחזיקי האג"ח ובין בעלי המניות. בבחינת ההסדר נתייחס לנקודות הבאות בהתאם למידת הרלוונטיות שלהן להסדר המוצע:

(ב) נבחן את כדאיותו הכלכלית של ההסדר ביחס לחלופות אפשריות, לרבות פירוק החברה. נבדוק את האפשרויות לקבל הצעות מתחרות מבעלי שליטה חלופיים. השליטה לא תישאר בידי בעל השליטה הקיים אם יתברר כי מצב בעלי האג"ח יוטב על ידי הזרמת הון מבעל שליטה חלופי.

- כדי שבעל השליטה יישאר במעמדו, יהא עליו להזרים לחברה ו/או לבעלי האג"ח ערך שלא יפחת מערך המניות שתישארנה בידיו בתוספת ערך הוויתור על התביעות כלפיו.
- אומדן סבירות יכולת עמידתה של החברה בהסדר המוצע, יכריע במידה רבה באשר לשווי התזרים החדש.
- נבחן האם מאפייני ההסדר משקפים את רמת הסיכון (ריבית, בטוחות).
- נבחן דרישה להמרה חלקית למניות, כך שמחזיקי האג"ח יוכלו ליהנות משיפור במצב ועלייה במחיר המניה.
- נבחן את מידת מעורבותם של נושים נוספים ובכללם בנקים מלווים, וכן של בעלי שליטה ו/או משקיעים פוטנציאלים.
- לנוכח ריבוי ההסדרים המתגבשים במשק, אסיפות מחזיקי האג"ח מכונסות ע"י החברות או ע"י הנאמנים בלוחות זמנים שאינם מאפשרים למחזיקים זמן סביר לביצוע שיקול דעת ולקבלת החלטה נאותה. היות והאסיפה מזומנת בצו בית משפט, קיים חשש שאי כינוסה במועד יגרום נזק לחברה. בפועל, אנו רואים שההסדרים

מתמשכים לאורך זמן ושגורם הזמן נועד בעיקר על מנת לייצר לחץ אל מול המחזיקים. לפיכך, אנו נמליץ למחזיקים להתנגד להחלטות בכל אסיפת אג"ח אשר תותיר פרק זמן לקבלת החלטות הנמוך מ- 9 ימי עסקים.

12. <u>כתבי אופציה</u>

שינויים בתנאי כתבי אופציה ייבחנו על ידינו בשים לב למהותם ולהשפעתם על בעלי המניות ומחזיקי האופציות. המלצתנו בנושאים אלה תתחשב בעובדה כי ייתכנו שינויים אשר יגלמו ניגוד עניינים מובנה בין האינטרס של מחזיקי האופציה לבין מחזיקים של ניירות ערך אחרים של החברה.

13. <u>ביטוח, שיפוי ופטור נושאי משרה</u>

לנוכח המציאות העסקית הנוכחית, אנו סבורים כי יש לאפשר לחברה אמצעים להגן על נושאי המשרה ולאפשר להם מרחב פעולה ראוי ללקיחת החלטות עסקיות הכרוכות בנטילת סיכונים מחושבים, תוך שהם פועלים בתום לב ובזהירות. אימוץ ההוראות המסדירות נושאים אלו יעשה בהתאם להוראות חוק החברות. אנו נבחן האם יש בהסדרים המוצעים משום הוראות חריגות.

(א) התקשרות בכיסוי ביטוח – אנו בדעה כי יש להעניק כיסוי ביטוחי לנושאי המשרה בחברה, מאחר ומדובר ברובד ראשוני במסגרתו החברה מבקשת לפזר את סיכוניה. בהתקשרות שכזו, אנו נבחן האם הפרמיה המשולמת ביחס לכיסוי הביטוחי הינה סבירה.

(ב) מתן שיפוי – מדובר למעשה ב"כיסוי ביטוחי פנימי" של החברה כלפי נושאי המשרה שלה בגין חבויות בהן יידרשו מצדדים שלישיים. אנו בדעה כי יש להגביל את סכום השיפוי ליכולתה הפיננסית של החברה במועד מתן השיפוי. פרקטיקה נהוגה הינה הגבלת סכום השיפוי המקסימאלי עבור כל נושאי המשרה, במצטבר, לכ- 25% מהונה העצמי של החברה בנטרול זכויות המיעוט, במועד תשלום השיפוי בפועל. כמו כן, יש לוודא כי השיפוי יינתן בגובה ההפרש בין סכום החבות הכספית לבין הסכום שהתקבל מכוח פוליסת ביטוח או הסכם שיפוי אחר באותו עניין. מגבלה כאמור, לתשלום השיפוי המקסימאלי, צריך שתיכלל גם בתקנון החברה.

(ג) מתן פטור – מאחר שמדובר במערכת יחסים בין החברה לנושא המשרה, הרי שמשמעות הפטור היא כי החברה לא תתבע את נושא המשרה אם הפר את חובת הזהירות כלפיה, לא תראה בו אחראי לנזק ולא תפעל כנגדו.

(ד) אנו מעדכנים את מדיניותנו לגבי מתן פטור מחובת הזהירות לנושאי משרה. אנו נתמוך במתן פטור לכל נושאי המשרה, לרבות בעלי שליטה וקרוביהם, בתנאי שייכתב בתקנון ובכלל כתבי הפטור של החברה לדירקטורים ונושאי המשרה בה כי הפטור שניתן אינו חל על החלטה או עסקה שלבעל השליטה או לנושא משרה כלשהו בחברה (גם נושא משרה אחר מזה שעבורו מוענק כתב הפטור) יש בה עניין אישי. מדיניות זו כפופה להפעלת שיקול דעתנו בכל מקרה לגופו. בין היתר, נתנגד למתן פטור גם בנסיבות המתוארות לעיל, כאשר בית

משפט אישר בשלוש השנים האחרונות הגשת תובענה ייצוגית או תביעה נגזרת, לפי העניין, נגד בעל השליטה בחברה או נגד נושאי משרה בה שעניינה הפרת חובת הגינות, הפרת חובת אמונים או קיפוח בעלי מניות המיעוט.

14. <u>מינוי רואה-חשבון מבקר</u>

(א) תפקידו של רואה החשבון הוא לבקר את הדוחות הכספיים של החברה ולחוות דעתו עליהם, בהתאם לתקני הדיווח הכספי החלים על החברה. מחויבותו של רואה החשבון המבקר היא כלפי בעלי הזכויות בחברה. מינוי רואה החשבון וקביעת שכרו הינם בסמכות האסיפה הכללית.

(ב) דרישה לאי תלות מהווה תנאי חיוני לתפקודו של רואה החשבון. ההוראות בדבר אי תלותו של רואה החשבון מעוגנות בשורה של הוראות חוק. בנוסף, נקבעה בהוראות מכוח חוק חובת גילוי השכר המשולם לרואי חשבון, תוך פיצול למרכיבי השירות השונים.

(ג) בעקבות שערוריות חשבונאיות בעולם, הופנו חיצי ביקורת גם לאחריותם של רואי החשבון. במסגרת החקיקה בארה״ב, נקבעו הסדרים שתכליתם להבטיח את אי תלותם של רואי החשבון, ובכללם: גילוי בדבר שכר טרחה, הגבלת שירותים נלווים, קיום רוטציה בין שותפי הביקורת, קביעת שירותים שעל רואה החשבון להימנע מלתת לחברה וכיוצ״ב.

(ד) הצדדים העיקריים הזקוקים לעבודת רואה החשבון המבקר הינם בעלי הזכויות בחברה, במיוחד אלה מהציבור. מטרת העבודה של רואה החשבון המבקר הינה הבטחת איכות הדיווח הכספי. לכן, במסגרת רצוננו לחזק ולייצב את מעמד רואה החשבון המבקר ואת אי תלותו, נבחן סט של היבטים במטרה לאפשר לאסיפה הכללית למנות את רואה החשבון המבקר בצורה איכותית, בדגש על אי תלות ומניעת ניגודי עניינים. האסיפה הכללית תבחן את מינויו של רואה החשבון המבקר תוך התייחסות להיבטים הבאים:

- רמת הכשירות והמקצועיות
- אי תלות ומניעת ניגוד עניינים בין תפקידו של רואה החשבון המבקר בחברה לבין קשרים נוספים שלו עם בעלי מניות/נושאי משרה
- היקף השכר
- היחס בין השכר בגין שירותי ביקורת לבין השכר עבור שירותים אחרים, תוך שימת לב למהות השירותים האחרים

15. <u>אישור רטרואקטיבי של עסקאות</u>

אנו נמליץ להתנגד לאישור רטרואקטיבי של עסקות או של הסכמים שאושרו בהליך לא תקין בעבר ע״י החברה ומובאות בדיעבד לאישור האסיפה הכללית למעט בנסיבות בהן הבקשה הינה מטעם בית משפט ולאחר שהוגשה הצעת פשרה בין הצדדים.

16. <u>שינויים בתקנון חברה ובמתכונת דיווח</u>

השינויים המבוקשים בתקנון ייבחנו תוך התייחסות לטיבם ומהותם וכן לאופן התאמתם לנוסח ודרישות החוק. ככלל, אנו נסקור את נוסח התקנון ונבחן האם יש בשינויים המבוצעים לכדי חשש לפגיעה בבעלי מניות המיעוט. להלן מספר הסתייגויות מהותיות:

(א) באופן כללי וגורף, אנו מסתייגים מתיקונים שמהותם הקטנת רוב נדרש באישור נושאים מהותיים באסיפות כלליות (לדוגמא: החלטות בדבר שינוי הון, החלטות בדבר הליכים מהותיים כמיזוג, שינוי בתקנון).

(ב) בנוסף, אנו נסתייג מהוראות בתקנון המאפשרות כינוס אסיפות כלליות במרווחי זמן בלתי סבירים אשר יש בהם חשש למנוע מבעלי המניות לנהל דיאלוג ממצה אל מול נציגי החברה בנושאי האסיפה.

(ג) אנו נמליץ להתנגד לתיקון המאפשר לדירקטוריון שיקול דעת בלעדי בדבר חלוקת דיבידנד. החלטה זו הינה בעלת חשיבות רבה לבעלי המניות כאמור בסעיף 8 לעיל וראוי שתובא לבחינת בעלי המניות ברוב מיוחד.

(ד) נוסף לכך, במסגרת שינויים בתקנון הקשורים לנושאים אלה, אנו מסתייגים מנוסח חוק החברות בהתייחסו לשיפוי (סעיף 260 ב'1א') היות והוא אינו קובע פרמטריים כמותיים להיקפו, וכן מתיר הסמכה בלעדית של הדירקטוריון בקביעת גובה השיפוי. אנו סבורים כי ראוי להגביל את סכום השיפוי המותר, הקבוע בתקנון ובכתב השיפוי, בהתאם ליכולתה הפיננסית של החברה במועד מתן השיפוי כאמור בסעיף 12 לעיל.

(ה) אנו נמליץ על אפשרות למינוי דירקטור על ידי הדירקטוריון וזאת כל עוד מינויו של הדירקטור יובא לאישור אסיפה הכללית בטווח של עד 6 חודשים לאחר מכן. כהונה של דירקטור כאמור תעמוד בתוקפה רק עד מועד האסיפה הקרובה.

(ו) בעת שינוי מתכונת דיווח בעת מעבר לרישום כפול - מעבר ממתכונת דיווח בהתאם להוראות פרק ו' לחוק ניירות ערך, למתכונת דיווח בהתאם להוראות פרק ה' 3 לחוק ניירות ערך, ובכדי למנוע פגיעה במשקיעים, אנו נבחן את שינוי מתכונת הדיווח, רק במידה ולאחר הנפקת החברה בבורסות זרות, תתבצע ככל שנדרש, הרחבה ביחס למקובל ברמת הדיווח בדוחותיה הרבעוניים והשנתיים, כך שיכילו בתוכם את כל אותם נושאים המהותיים למשקיעים שאינם מופיעים בדוח השנתי של החברות הזרות הנהנות מהקלות בדיווח. הדוחות לגביהם חל חוק הרישום הכפול ובעקבותיו חברות אלו זכאיות להקלות בדיווח, הינם: (א) דוח ה- 20-F שהינו הדו"ח השנתי, (ב) דו"ח ה- 6-K שהינו דו"ח רבעוני. כנגד זאת, הדוחות המוגשים על ידי החברות המקומיות בארה"ב (Domestic Companies) בהם ניתן גילוי נרחב במתכונת ובאופן ההצגה הינם: דוח ה- 10-K (דוח שנתי) ודו"ח ה- 10-Q (דוח רבעוני). ההשוואה לדוחות המוגשים על ידי החברות המקומיות בארה"ב נועדה למנוע פגיעה במשקיעים בכל הקשור לרמת הגילוי, השקיפות ואופן ההצגה הנדרשים.

(ז) כמו כן, לצורך המלצתנו במהלך המעבר לרישום כפול אנו נבחן את הצורך להכליל בתשקיף תניה לפיה הדין הישראלי וסמכות בתי המשפט בישראל יחולו בכל מקרה על בעלי המניות הישראליים גם לאחר המעבר.

17. נושאים מנהלתיים

במסגרת הניהול השוטף של עסקי חברה ציבורית מתקבלות החלטות ניהוליות שוטפות, אשר לעתים מחייבות את אישורם של כלל בעלי המניות. אנו בוחנים כל נושא מסוג זה, עניינית, תוך שימת לב מודגשת להשלכות העסקיות של המהלך המוצע על טובת החברה בטווח הבינוני-ארוך. להלן מספר סעיפים מנהלתיים עיקריים: שינוי שם חברה, הקצאת כספי חברה לצדקה וכיוצ"ב.