



אנטרופי שירותי מחקר כלכלי בע"מ

נספח :

עדכון מדיניות הצבעה 2015

אנטרופי שירותי מחקר כלכלי

אפריל 2015

3.....	1. גיבוש והטמעת השימוש בדירוג כמותי לממשל תאגידי	3
4.....	2. חברות דואליות	4
5.....	3. הטיפול בחברות קטנות	5
6.....	4. פטור מחובת הזהירות	6
6.....	5. תגמול באמצעות רכיבים הוניים לנושאי משרה	6
7.....	6. תגמול דח"צים ברכיבים הוניים	7
8.....	7. כהונת בעל שליטה המכהן כמנכ"ל, כדירקטור	8
8.....	8. תשלום שכר נושאי משרה בתאגיד ע"י בעל שליטה	8

אנו מתכבדים להציג לכם את העדכון למדיניות ההצבעה של אנטרופי כפי שהתגבש על ידינו לאחר תהליך ארוך של דיונים עם נציגי הרגולציה והבורסה לניירות ערך, משקיעים מוסדיים, יועצים מקצועיים והחברות הציבוריות באופן ישיר ואף באמצעות איגוד החברות הציבוריות ותגובות פרטניות שהתקבלו מחלקן. התהליך כלל למידה של המגמות בתחום הפעילות שלנו בעולם בקרב חברות הייעוץ המובילות למוסדיים, מצב השוק וצרכי המשקיעים. שימת לב ייחודית ניתנה למצב הרגיש והייחודי של שוק ההון הישראלי בתקופה של שינויים משמעותיים בתחום הרגולציה המשפיעים על כלל השחקנים בשוק – מנפיקים ומשקיעים והעדפותיהם ביחס לשווקים מקבילים.

1. גיבוש והטמעת השימוש בדירוג כמותי לממשל תאגידי

בישראל קיימות הנחיות רגולציה המחייבות משקיעים מוסדיים להתייחס לאמות מידה לממשל תאגידי במנפיקים¹, כאשר מטרת בדיקת איכות הממשל התאגידי הינה להבטיח שהתאגידי מתנהל בשקיפות ולטובת כלל המשקיעים, שכן תאגידי שאינו מתנהל כך עלול להיות תאגידי שההשקעה בו עלולה להיות ברמת סיכון גבוהה. יחד עם זאת, השוק הישראלי עדיין לא מיישם את השימוש בכלי הדירוג בתחום הממשל התאגידי לצרכי השקעה ופיתוח של אקטיביזם מוסדי בכדי לפעול לתיקון פערים מקום שבכוחו לתקנם.

לאור החשיבות הגוברת והמודעות המתפתחת בשוקי 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 CalPERS² 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

¹ 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.

² California Public Employees' Retirement System (CalPERS)

משקיע מוסדי באסיפה כללית, מתוך ראייה כוללת של המנפיק בשקלול עם ביצועיו והנושא המובא לאישור במסגרת האסיפה.

לאור זאת, בוחנת אנטרופי 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 כטייטה 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 תאגידי 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 פעילותם והשווקים בהם פועלים.

מודל זה נבנה ועוצב על ידינו בליווי של צוות מקצועי רחב היקף וכאמור יוצג להערות בחודשים הקרובים וייכנס לשימוש במסגרת חוות הדעת של אנטרופי רק לאחר בחינה מלאה של התאמתו. בעת הצגתו, המודל יהיה זמין לשימוש החברות והמנפיקים באתר אינטרנטי ייעודי, תוך מילוי שאלון עצמי מקוון ולאחר בחינה ייעודית של יועצים אשר יתמחו בכך.

2. חברות דואליות

המצב הייחודי של החברות הדואליות בשוק ההון הישראלי הנובע ממאפיינים ייחודיים של מרביתן, שעיקרם העדר שליטה והעובדה כי פעילות רובן מתקיימת בשווקים בינלאומיים, וכן פרופיל חזק של משקיעים זרים בקרב בעלי מניותיהן, מחייב פיתוח גישה ייחודית לגביהן אשר נבחנה על ידינו ולהלן עיקריה:

א. בהקשר של חברות דואליות אנו מעדכנים את עמדתנו בנושאים הקשורים באלמנטים העולים מתקנות הפטור³ העוסקות בהקלות שניתנו לתאגידיים שנרשמו למסחר מחוץ

³ תקנות החברות (הקלות לחברות שניירות ערך שלהן רשומים למסחר מחוץ לישראל), התש"ס-2000.

- לישראל בהקשר לסיווג דח"צ המכהן או דירקטור בלתי תלוי המכהן למעלה מ-9 שנים. אנו נמליץ לתמוך בכהונת דח"צ או דירקטור בלתי תלוי גם מעל 9 שנים כבלתי תלוי.
- ב. בנושא של כהונת יו"ר ומנכ"ל אנו נבחן את ההצעות העולות לסדר היום בהתאם למדיניותנו העקרונית שהינה בחינת כל נושא לגופו ובהקשר הזה נבחן את הגורמים הבאים בהקשר להחלטה זו בחברות דואליות:
- i. מבנה השליטה בחברה – ככל שמדובר בבעל שליטה המכהן במקביל בשני תפקידים אלו, המלצתנו תהא להתנגד.
 - ii. אנו נבחן האם קיימים בדירקטוריון מנגנונים מאזנים המאפשרים פיקוח יעיל על עבודת המנכ"ל בהיותו יו"ר.
 - iii. מידת אי תלות ומבנה הדירקטוריון
 - iv. קיומו של דירקטור בלתי תלוי מוביל (Lead Independent Director)
 - v. קיומה של ועדת איתור והאם סיפקה הסבר ברור לצורך לכהונה במקביל

3. הטיפול בחברות קטנות

בהמשך ליוזמת רשות ניירות ערך למתווה הקלות לחברות קטנות ומתוך רצון לעודד את התפתחותן וצמיחתן של חברות אלה ולהפיכתן לחברות משמעותיות, בחרנו לבחון באופן שונה 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' ש"ח בחישוב ממוצע של 90 יום לפני המועד הקובע שנקבע לצורך השתתפות באסיפה⁴.

הבחינה המחודשת שתיושם על ידינו בהתייחסות לחברות אלה יתבצע בדרך של כל מקרה לגופו כאשר העיקרון המנחה הוא שהשינויים ידרשו במקרים בהם גודל החברה ומבנה החברה יצריכו זאת באופן ייחודי ולאחר כי החברה הניחה את דעתנו כי התועלת הכלכלית והרצינות המהותי במקרה זה הינם חיוביים וכי גריעתם של המנגנונים שלהלן בנקודת הזמן הנוכחית לא צפויה להביא לפגיעה מהותית בהיבטי ממשל תאגידי לתקופה הקרובה.

- 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

⁴ במקרה הצורך יעשה שימוש בפרמטרים נוספים כגון, הון עצמי, מחזור הכנסות, שווי חברה בשנים האחרונות והיקף סחורה צפה.

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 ומבחינה כהונה נוספים המופעלים על ידינו כחלק ממדיניות ההצבעה הכוללת של אנטרופי.

4. פטור מחובת הזהירות

המצב להבנתנו בשוק ההון נכון להיום הינו כזה שחלק מנושאי המשרה בחברות הציבוריות, כאלה שאין להם תלות בבעל השליטה, זוכים לקבל פטור מחובת הזהירות (שהינו על פי רוב מנוסח באופן גורף ומראש) ברוב רגיל בעוד שהדירקטורים מקרב בעל השליטה כולל הוא עצמו, לא זכאים לפטור לאור התנגדות גורפת של בעלי מניות המיעוט לנושא זה כמעט ללא יוצא מהכלל. בנוסף, מבדיקה שערכנו, מרבית נושאי המשרה בגופים המוסדיים עצמם, זכאים לפטור לאור מדיניות בתחום אמות מידה לממשל תאגידי בגוף המוסדי, מצב שיוצר חוסר סימטריה שאינו סביר ביחס לחברות בהן הם משקיעים.

אנטרופי מאמינה, כי בהתאם לדרכה במכלול הנושאים המטופלים על ידה, גם מתן פטור לנושאי משרה מחובת הזהירות צריך לחול תוך בחינת כל נושא לגופו ומתוך הבנה כי הגבלת מתן הפטור ראויה במיוחד במקרים בהם נדרשת נקיטת זהירות מוגברת כמו למשל עסקאות המתבצעות ברף גבוה של ניגודי עניינים. המצב כיום הינו כזה כי הפטור גורף את מכלול המצבים האפשריים בנושא של הפרת חובת הזהירות וכן ניתן מראש, אינו עולה בקנה אחד עם טובת כלל בעלי המניות בחברה.

על כן 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 שהפטור שניתן אינו חל על החלטה או עסקה שלבעל השליטה או לנושא משרה כלשהו בחברה (גם נושא משרה אחר מזה שעבורו מוצא 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, אם 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.

5. תגמול באמצעות רכיבים הוניים לנושאי משרה

אנו מעדכנים את מדיניותנו בנושא תגמול נושאי משרה ברכיבים הוניים כך שבחברות מסוימות, לדוגמה כאלה המצויות בתהליך של שימור או הגנה על מצבן העסקי בשל נסיבות ספציפיות או כאלה הנובעות מהסביבה העסקי שלהן, או במידה ומדובר בהיקף זניח, אנו נתמוך בהקצאת אופציות בכסף לנושאי המשרה בהן מחיר המימוש מבוסס על ממוצע של לפחות 30 ימי המסחר האחרונים. במקרים בהם נדרשת פרמיה בעת ההקצאה הרי שזו תישקל בהתאם למדדים פנימיים

שפותחו באנטרופי הכוללים 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.

6. תגמול דח"צים ברכיבים הוניים

תגמול דח"צים באמצעים הוניים הינו מקובל בשוקי 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 המתרחש 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 הונית⁵.

התגברות התופעה בשוקי 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.

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

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 לדחים בבחינה של כל מקרה לגופו ותוך התייחסות לשיקולים הבאים:

- (א) 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.
- (ב) התגמול ההוני יוקצה לתקופה של לפחות שלוש שנים עם תקופת הבשלה למנה הראשונה של שנתיים לפחות.
- (ג) נמליץ כי תינתן עדיפות לרכיבים הוניים המתמרכים לתיאבון לסיכון מרוסן כמו למשל מניות חסומות ו/או יחידות מניה חסומות RSU על פני אופציות.

⁵ [Reward outside directors, Assaf Hamdani, Reinier Craackman, January 2007](#)

7. כהונת בעל שליטה המכהן כמנכ"ל, כדירקטור

אנו מעדכנים את עמדתנו ונמליץ לתמוך בכהונת בעל שליטה המכהן כמנכ"ל, גם כדירקטור, בכפוף לקיומם של מנגנוני בקרה מאזנים בדירקטוריון כאלה המאפשרים פיקוח על עבודת המנכ"ל שלא בנוכחותו.

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 תיעל את עבודתו ותתרום משמעותית להפנמה של הצורך במנגנוני בקרה ופיקוח על עבודה המנכ"ל כמפורט בהוראות ממשל תאגידי מומלצות בהקשר של קיום ישיבות לבחינת תפקוד המנכ"ל ללא נוכחותו בכדי לבחון את תפקודו לפחות אחת לשנה, שנעודד את יישומן בחברות אלה⁶ וכן הקטנה של הסיכון של פעילות הדירקטוריון כאשר בעל השליטה הפעיל בעסקי החברה, אינו חלק ממנו.

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

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 והדומיננטיות הרבה שלהם בחברות אשר בשליטתם וזאת בשילוב עם תיקון 20 לחוק החברות אשר מחייב דיון ואישור לעתים 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.

אנו מזהים את החשש הקיים בקרב בעלי השליטה לגבי הקושי שקיים במצב השוק כיום לתגמול 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.

לאור ראשוניותו של נושא זה במסגרת מדיניותנו אנו נמליץ כי במקרים שכאלה תגלה החברה את פרטי התגמול של נושאי המשרה בכדי להבטיח שאלו אינם עומדים בסתירה למדיניות התגמול של החברה המחייבת את כלל נושאי המשרה בה זאת בהתאם לרוח התוספת השישית לתקנות ניירות ערך⁷. נבקש להבהיר כי המלצתנו הינה בשלב הזה בגדר עידוד החברות בלבד לנהוג כך.

⁶ כמפורט בתוספת הראשונה לחוק החברות, סעיף 5.

⁷ סעיף 21 לתקנות ניירות ערך (דוחות תקופתיים ומידיים), תש"ל-1970 מחייב דיווח טבלאי של תגמול הבכירים בדרך התקופתית. הסעיף מפנה לתוספת השישית לתקנות אלה. סעיף (3) לחלק ג' של התוספת השישית קובע: "יכללו בטבלה תגמולים שניתנו על ידי גורם שאינו התאגיד, לרבות תאגיד שבשליטתו או בעל השליטה בתאגיד, תצוין זהותו של אותו גורם והיקף התגמול שנתן".