

**מדיניות הצבעה בעת הפעלת proxy  
אספות הכלליות  
הקדמה ונספחים**

אנטרופי שירותי מחקר כלכלי

אפריל 2016

---

## א. מגמות בתחום הרגולציה על גופים מוסדיים

בשווקים הפיננסיים 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)<sup>1</sup>.

בהתאם לכך, גם חשיבותם של המשקיעים המוסדיים לשוקי 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 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".

<sup>1</sup> ס"ח התשע"א, עמ' 1108.

**החוק לקידום התחרות ולצמצום הריכוזיות, התשע"ז-2013**, מושת 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.

**החוק לתגמול לנושאי משרה בתאגידים פיננסיים (אישור מיוחד ואי-התרת הוצאה לצורכי מס בשל תגמול חריג), התשע"ו-2016**, פורסם וכנס לתוקף באפריל 2016 וכולל הגבלות משמעותיות על היקף התגמול לנושאי המשרה הבכירים בתאגידים פיננסיים הכוללים בנקים, חברות ביטוח, קופות גמל וקרנות הפנסיה. החוק קובע כי כל תגמול העולה על תקרה של 2.5 מיליון ₪ יהיה חייב לקבל אישור מיוחד של ועדת התגמול; הדירקטוריון, כולל רוב מיוחד של הדח"צים או הדירקטורים הבלתי תלויים; והאסיפה הכללית, כולל רוב מיוחד של המיעוט. עוד נקבע כי לא ניתן יהיה לאשר תגמול לנושא משרה בכיר בתאגיד פיננסי, אם עלות שכרו עולה על פי 35 מעלות השכר של העובד בעל השכר הנמוך ביותר בתאגיד (כולל עובדי קבלן). בנוסף, פקודת מס הכנסה תוקנה כך שלתאגיד פיננסי לא תוכר כהוצאה מוכרת הוצאה בשל עלות שכר העולה על התקרה לתשלום. אנחנו צופים כי תגובת השוק בחברות מסויימות לחוק זה תשפיע על נורמות התגמול השוררות בכלל השוק, בעיקר מבחינת ירידה בשיעור הענקת תמריצים הוניים ונטיה למעבר לשכר קבוע, במיוחד בתחום הפיננסיים.

המושג "ממשל תאגידי" (Corporate Governance) התפתח כאמור בעשור האחרון 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 פיננסיים (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 על ידי משקיעים מוסדיים הם 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 תאגידי שונים המאוגדים ונסחרים במדינות שונות. ברוח זו הוקם לאחרונה פורום של נציבות האיחוד האירופי שמטרתו לאחד את עקרונות הממשל התאגידי של כלל מדינות האיחוד. 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 שזק 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 תאגידיים פיננסיים וחברות ציבוריות והן על ביטחון ניהול כספי הציבור בפרט.

בשנת 2012 אף פורסמה הנחיית גילוי - שאלון ממשל תאגידי, של הרשות לניירות ערך בה הוצג 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 לניירות ערך 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<sup>2</sup>, 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.

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<sup>3</sup> CalPERS 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. דירוג כמותי של איכות ממשל תאגידי הינו לדעתנו משתנה החלטה חשוב אשר יש להתחשב בו כחלק בלתי נפרד גם במכלול שיקולי ההצבעה של משקיע מוסדי באסיפה כללית, מתוך ראייה כוללת של המנפיק בשקלול עם ביצועיו והנושא המובא לאישור במסגרת האסיפה.

בפברואר 2016 השיקה אנטרופי מודל כמותי להערכת סיכון ממשל תאגידי במנפיקים שנסחרים בבורסה בתל אביב, כחלק מהרצון לתרום לפיתוח תרבות השקעות המתחשבת בהיבטי ממשל תאגידי, לא רק לצרכים רגולטוריים אלא גם בשיקולי הצבעה ותמחור השקעות.

<sup>2</sup> 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.

<sup>3</sup> California Public Employees' Retirement System (CalPERS)

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 אחריות על הדירקטוריון ותוך ביצוע מעקב שוטף אחר אפקטיביות יישומו של מערך זה.

מטרתו של מודל זה לשמש סרגל הערכה המתבסס על משתנים כמותיים ואיכותיים בהתאם למדדים ידועים ומקובלים בארץ ובעולם. מדדים אלו יהיו גלויים ויאפשרו גם להנהלות המנפיקים וחברי הדירקטוריון לבחון באופן עצמאי את עמידתם בכללי הממשל התאגידי והפעולות הנדרשות להתאמת מערכי החברה לכללים נהוגים בארץ ובעולם. המודל הותאם למגוון החברות הקיימות בשוק ההון הישראלי בהתאם לגודלן, מגזר פעילותן והשווקים בהם הן פועלות. מודל זה נבנה ועוצב על ידינו בליווי של צוות מקצועי רחב היקף ויכנס לשימוש במסגרת חוות הדעת של אנטרופי לאחר בחינה מלאה של התאמתו.

#### 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 ניהודי עניינים העלולים להיווצר בין טובת העמיתים בגוף המוסדי לבין טובת הגוף המוסדי או בעל השליטה בו. המלצות "וועדת חמדני"<sup>4</sup>, 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<sup>5</sup> וכן בדרך של פרסום חוזר על ידי הממונה על שוק ההון ביטוח וחסכון<sup>6</sup>.

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

<sup>4</sup> "הוועדה לבחינת הצעדים הדרושים למעורבות הגופים המוסדיים בשוק ההון בישראל".

<sup>5</sup> תקנות הפיקוח על שירותים פיננסיים (קופות גמל) (השתתפות חברה מנהלת באסיפה הכללית), התשס"ט 2009 ("התקנות").

<sup>6</sup> חוזר גופים מוסדיים 2014-9-6 מיום 10 ביוני 2014 שכותרתו "הגברת מעורבות הגופים המוסדיים בשוק ההון בישראל".

השימוש בגופים מקצועיים לצורך גיבוש המלצות הצבעה, מקובל במרבית השווקים המפותחים בעולם (כגון: חברת ISS<sup>7</sup>, Institutional Shareholders Services) שהיא המובילה 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 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.

## 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 הדוקה, מהימנה ושלמה 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

<sup>7</sup> <http://www.issgovernance.com>

אחרים, תוך התאמתן לבחינתה המקצועית של אנטרופי שירותי מחקר כלכלי את הנושאים העולים לאסיפה הכללית.

(2) **גוף מייצע** – אנטרופי שירותי מחקר כלכלי משמשת כגוף מייצע 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 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 כחווה 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"<sup>8</sup>.

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.

<sup>8</sup> דו"ח הוועדה לבחינת הצעדים הדרושים להגברת מעורבות הגופים המוסדיים בשוק ההון בישראל. פרק ג' "התמודדות עם ניגודי עניינים".



## 1. גיבוש המדיניות ומסגרתה

מסמך מדיניות זה מתבסס על מדיניות ההצבעה של אנטרופי שירותי מחקר כלכלי בשנים האחרונות וגובשה 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. באמצעות פורום זה, נסקרה הפרקטיקה הנהוגה בשוקי 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 ועוד.

תהליך עדכון מסמך המדיניות לשנת 2016 החל בפתיחת המסמך לקבלת הערות ממכלול הגורמים בשוק שלהם ממשק עם מדיניות ההצבעה ובכללם נציגי רגולציה, חברות ציבוריות, נציגיהן, משקיעים מוסדיים ויועצים מקצועיים. בינואר 2016 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 ידנו 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 מאפייני הייחודיים של הנושא העולה לדיון תוך התייחסות לנסיבות, לצרכים ולסביבה העסקית של החברות, ככל שיהיו.**

## 2. 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.

12	מינוי והרכב הדירקטוריון	12
12	1.1 תפקיד הדירקטוריון	12
12	1.2 הרכב הדירקטוריון	12
13	1.3 ועדת הביקורת של הדירקטוריון	13
15	1.4 דירקטוריון מדורג	15
15	2. קווים מנחים בכשירות הדירקטורים ועצמאותם	15
15	2.1 הכשרה ומומחיות	15
15	2.2 עצמאות הדירקטור	15
17	2.3 משך כהונת דירקטור	17
17	2.4 כהונה במקביל במספר דירקטוריונים	17
18	2.5 הפרדה בין תפקידי יו"ר הדירקטוריון והמנכ"ל	18
19	2.6 הגבלת מעורבות בעל שליטה בחברות ביטוח וקופות גמל	19
19	3. תיקון פקודת שותפות מוגבלת ציבורית	19
20	4. מדיניות בנושא תגמול בכירים	20
20	4.1 קווים מנחים בנושא תגמול בכירים	20
21	4.2 כללי החלטה בנושא גיבוש מדיניות תגמול בכירים	21
22	4.3 הנושאים שיכללו במסגרת מדיניות התגמול	22
24	4.4 הצעת החוק להגבלת שכר בכירים בתאגידים פיננסיים	24
25	4.5 עיצוב מדיניות תגמול אישית בהתאם לדרישות לקוח מוסדי	25
25	4.6 תגמול הוני לדירקטורים ודח"צים	25
25	4.7 תשלום שכר נושאי משרה בתאגיד ע"י בעל שליטה	25
26	5. כללי חוק החברות בהסכמי ניהול	26
26	6. מיזוגים, רכישות והעברת פעילויות	26
26	7. קווים מנחים בנושא עסקאות בעלי עניין	26
27	8. קווים מנחים בנושא מבנה הון	27
27	9. חלוקת דיבידנד	27
29	10. גלולת רעל	29
30	11. תהליכי הסדר ופירוק בגין אגרות חוב שכשלו	30
30	12. מינוי רואה-חשבון מבקר	30

## 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. 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 להתוות כללי דיווח, שקיפות ובקרה שוטפים ואפקטיביים אשר תואמים את כללי ו/או מדיניות ניהול הסיכונים בחברה.

(ה) תפקידו של הדירקטוריון להתוות 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.

### 1.2. הרכב הדירקטוריון

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

(ב) 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.

(ג) 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.

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

(ה) 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.

(ו) 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.

(ז) 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.

### 1.3. ועדת הביקורת של הדירקטוריון

(א) 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<sup>9</sup> במערך הממשל התאגידי הכולל, אשר הינו גוף בקרה בלתי תלוי (The tone at the Top).

(ב) 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** (מיום 5.5.2011) הודגש תפקיד ועדת הביקורת כזו שאמורה לנהל מו"מ בפועל מול נציגי בעל השליטה על מנת להבטיח שהעסקה הוגנת ולטובת כלל בעלי המניות.

(ג) 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 נתן 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.

(ד) חוק הריכוזיות מטיל על ועדת הביקורת תפקידים נוספים בתיקון עקיף (מספר 22) לחוק החברות. החוק דורש מוועדת הביקורת 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

<sup>9</sup> בתפיסה הבינלאומית לניהול סיכונים, מובנים שלושה מעגלי בקרה: (1) מעגל הבקרה הראשון אשר הינו מעגל יוצרי העסקים האמונים על ביצוע תפקידים 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.

הביקורת רשאית להחליט על סיווג כאמור לגבי סוג של עסקאות לפי אמות מידה שתקבע אחת לשנה מראש.

#### 1.4. דירקטוריון מדורג

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

(ב) במנגנון זה יש כדי להקשות על השתלטות עוינת על החברה. בשל חוסר היכולת להחליף את רוב הדירקטורים בתקופת זמן סבירה, הדירקטוריון המדורג מפחית את האטרקטיביות של השתלטות שלא בהסכמה (כאשר אין בכוחו של המשתלט לשנות ברוב המצוי בידו את הסעיף בתקנון החברה המסדיר את מנגנון מינוי הדירקטורים).

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

## 2. קווים מנחים בכשירות הדירקטורים ועצמאותם

### 2.1. 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.

### 2.2. עצמאות הדירקטור

(א) על מנת להבטיח עצמאות, היעדר ניגודי עניינים והיעדר 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 להצבעה לטובת דירקטור שיציע בעל מניות המיעוט, יבחנו לאור האינטרס שבשלו נחתמו הסכמים אלה.

(ב) 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.

(ג) 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.

(ג) 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.

(ד) 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.

(ה) 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.

### 2.3. משך כהונת דירקטור

(א) 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.

(ב) 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.

### 2.4. כהונה במקביל במספר דירקטוריונים

(א) 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<sup>10</sup> 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.

## 2.5. הפרדה בין תפקידי יו"ר הדירקטוריון והמנכ"ל

(א) 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 הפרדה, כתגובה לכשלים ניהוליים ושערוריות חשבונאיות.

(ב) 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 מקולות בעלי המניות שאינם בעלי השליטה בחברה ואינם בעלי 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 מינוי של יו"ר הדירקטוריון כבעל תפקיד בחברה או בתאגיד בשליטתה (למעט כהונה כדירקטור בחברה בת).

(ג) מדיניות ISS לשנת 2016<sup>11</sup> 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.

<sup>10</sup> [Spencer Stuart Board Index 2014](#)

<sup>11</sup> <http://www.issgovernance.com/policy-gateway/2016-policy-information>

- 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.

## 2.6. הגבלת מעורבות בעל שליטה בחברות ביטוח וקופות גמל

- (א) ביום 25.1.2016 פרסמה הממונה על השוק ההון ביטוח וחיסכון, טיוטת תקנות הפיקוח על שירותים פיננסיים (ביטוח)(הגבלות על מינוי וכהונה של בעלי תפקיד מרכזי בגוף מוסדי), התשע"ו-2016<sup>12</sup>. תקנות אלו, אשר נכון להיום טרם נכנסו לתוקף, מבקשות להגביל את היקף המעורבות של בעלי שליטה בניהול תאגיד מבטח או קופת גמל.
- (ב) טיוטת התקנות כוללת שתי הוראות עיקריות. ההוראה הראשונה אוסרת על התאגיד המבטח למנות כבעל תפקיד מרכזי<sup>13</sup> בתאגיד, את:
- בעל השליטה או קרובו (למעט מינוי כדירקטור).
  - קרוב של דירקטור.
  - אדם שהורשע או שהוגש כנגדו כתב אישום פלילי.
- (ג) ההוראה השנייה מבקשת למנוע מבעל שליטה או אדם אחר לשמש כ"דירקטור צללים", כלומר להשפיע ולהתערב בניהול ענייני התאגיד מבלי שמונה לכך כדן. ההוראה אוסרת על כל אדם לפעול כבעל תפקיד מרכזי בתאגיד אם לא מונה לכך כדן, וכן אוסרת להשפיע על שיקול הדעת העצמאי של בעל תפקיד מרכזי.

## 3. תיקון פקודת שותפות מוגבלת ציבורית

(א) ביום 23.2.2015 תוקנה פקודת השותפויות<sup>14</sup> ולראשונה התווסף לפקודה פרק שלם בנושא כללי ממשל תאגידי החלים על שותפות מוגבלת ציבורית. בבורסה בישראל נסחרות מספר שותפויות מוגבלות, הפועלות בעיקר בתחום האנרגיה, ועד לתיקון זה הן התנהלו ללא כללי ממשל תאגידי מוסדרים בחוק. לאור זאת, בחודש יוני 2015 פרסמה אנטרופי [נייר עמדה](#) בנושא: מעורבות מוסדיים על רקע התיקון לחוק פקודת השותפויות (מס' 5), התשע"ה-2015, אשר הציג את תפקידם של המשקיעים המוסדיים בהטמעת השינוי שחל בכללי הממשל התאגידי בשותפויות.

(ב) כללי הממשל התאגידי לשותפות מוגבלת ציבורית שנקבעו בתיקון לפקודה עוסקים בשורה של נושאים שונים, כגון: הגבלות לענין תחומי העיסוק של חברת השותף הכללי;

<sup>12</sup> לנוסח טיוטת התקנות ראו [כאן](#).

<sup>13</sup> בעל תפקיד מרכזי מוגדר בטיטת התקנות כנושא משרה או בעל תפקיד אחר אשר הממונה קבע שיש לו השפעה מהותית על פרופיל הסיכון של הגוף המוסדי או החוסכים.

<sup>14</sup> חוק לתיקון פקודת השותפויות (מס' 5), התשע"ה-2015, ס"ח 2490 מיום 23.2.2015.

כללי מינוי, כשירות וחובות אמון של הדירקטורים בשותף הכללי; חובת מינוי וועדת ביקורת, דירקטורים חיצוניים, מבקר פנים ורו"ח מבקר; חובת מינוי מפקח, סמכויותיו וחובותיו; אישור מדיניות תגמול ואישור עסקאות בעלי עניין; הוראות לעניין שמירת ההון בשותפות; והוראות לעניין הצעות רכש מלאות ומיזוג בשותפות המוגבלת הציבורית.

(ג) כללי הממשל התאגידי לשותפות מוגבלת ציבורית שנקבעו בתיקון לפקודה דומים לכללי הממשל התאגידי הקיימים בחברות ציבוריות, שכן ברוב המקרים הסוגיות בהם עוסקים הכללים הן דומות. יחד עם זאת, חשוב לזכור כי לשותפות המוגבלת מבנה תאגידי השונה מאד מהמבנה התאגידי בחברה. בין היתר, השליטה בשותפות היא שליטה מבוזרת של בעל השליטה בחברת השותף הכללי והיא אינה תלויה כלל בשיעור ההון המוחזק על ידי בעל השליטה, לשותפות המוגבלת עצמה אין דירקטורים ומחזיקי יחידות השתתפות מוגבלים ביכולת ההשפעה שלהם על ניהול ענייני השותפות.

(ד) בשל ההבדלים במבנה התאגידי של שותפות מוגבלת, החוק החדש מרחיב את כללי הממשל התאגידי גם על חברת השותף הכללי המנהלת את השותפות, וכן מורה על מינוי מפקח שייבחר רק על ידי ציבור בעלי יחידות ההשתתפות שאינם נגועים בעניין אישי.

#### 4. מדיניות בנושא תגמול בכירים

הסדרי תגמול לא נאותים היוצרים תמריצים המעודדים נטילת סיכונים חריגים היוו אחד מהגורמים למשבר הפיננסי הגלובלי שסיכן את איתנותם הפיננסית של מוסדות פיננסיים. 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 ועלול כאמור לגרום ללקיחת סיכונים מיותרים. אנו סבורים כי נושא זה מחייב כיום תשומת לב מרבית מצד בעלי המניות. מאחר ומדובר 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 ברוב 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 נושאי המשרה 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<sup>15</sup> שתאשר באסיפה הכללית במנגנון של Say on Pay<sup>16</sup>, לאחר שאושרה ע"י ועדת התגמול והדירקטוריון. במידה והאסיפה תתנגד למדיניות, הרי שהחלטה 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<sup>17</sup>) 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.

#### 4.2. 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, אם הוא גם נושא משרה בה – באשר לתנאי כהונתו והעסקתו, ואם הוא עובד החברה ואינו נושא

<sup>15</sup> תיקון מספר 20 לחוק החברות מטפל בבכירים הכוללים דירקטורים ובכללם יו"ר שכיר, מנכ"ל, וכלל נושאי המשרה הכפופים למנכ"ל.

<sup>16</sup> מנגנון המאפשר הבעת עמדה של האסיפה הכללית לגבי התגמול אך לא מאפשר הכרעה.

<sup>17</sup> 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.

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 כדיון, 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.

#### 4.3. הנושאים שיכללו במסגרת מדיניות התגמול

(א) 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.

(ב) 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.

(ג) הוראות שחובה לקבוע במסגרת מדיניות התגמול:

- ביסוס הרכיבים על ביצועים בראייה ארוכת טווח, בהתאם לקריטריונים מדידים עבור נושאי משרה שאינם ממונים על ידי המנכ"ל. חלק לא מהותי מהרכיבים יכול להיות מוגדר כלא מדיד, כאשר גמול של עד 3 משכורות חודשיות לעובד יחשב כלא-מהותי.
- 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.

(ד) 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.

(ה) מדיניות תגמול בגופים פיננסיים נדרשת לעמוד גם בתנאים מחמירים נוספים, בהתאם לדרישות הרגולציה הרלוונטית. בין היתר, מדיניות התגמול בתאגידים בנקאיים נדרשת לעמוד בתנאי הוראות לניהול בנקאי תקין של המפקחת על הבנקים<sup>18</sup> ומדיניות התגמול

<sup>18</sup> הוראת ניהול בנקאי תקין 'A301' - מדיניות תגמול בתאגיד בנקאי מיום 13.5.2015.

בחברות ביטוח וקופות גמל נדרשת לעמוד בהוראות חוזרי הממונה על שוק ההון הביטוח והחיסכון במשרד האוצר<sup>19</sup>.

#### 4.4. הצעת החוק להגבלת שכר בכירים בתאגידים פיננסיים

(א) ביום 16.3.2016 אישרה וועדת הכספים של הכנסת לקריאה שניה ושלישית את הצעת חוק תגמול לנושאי משרה בתאגידים פיננסיים (אישור מיוחד ואי-התרת הוצאה לצורכי מס בשל תגמול חריג), התשע"ו-2016 - (מ/883)<sup>20</sup>. הצעת חוק זו כוללת הגבלות משמעותיות על היקף תגמול בכירים במגזר הפיננסי.

(ב) כבר בשלב הצעת החוק, אנטרופי עדכנה את מדיניות ההצבעה ובחודש יולי 2014 פרסמה נספח עדכון למדיניות ההצבעה של אנטרופי בנושא תגמול בכירים, המפרט את שינויי המדיניות בעקבות הצעת החוק.<sup>21</sup>

(ג) עיקרי הצעת החוק כוללים את ההוראות הבאות:

- הצעת החוק חלה על תגמול נושא משרה בכיר בתאגידים פיננסיים הכוללים בנקים, חברות ביטוח, קופות גמל וקרנות הפנסיה.
- תגמול לנושא משרה בכיר בתאגיד העולה על תקרה של 2.5 מיליון ₪ יהיה חייב לקבל אישור מיוחד של:
  - i. ועדת התגמול.
  - ii. הדירקטוריון, כולל רוב מיוחד של הדח"צים או הדירקטורים הבלתי תלויים.
  - iii. האסיפה הכללית, כולל רוב מיוחד של המיעוט.
- לא ניתן יהיה כלל לאשר תגמול לנושא משרה בכיר בתאגיד פיננסי, אם עלות שכרו עולה על פי 35 מעלות השכר של העובד בעל השכר הנמוך ביותר בתאגיד (כולל עובדי קבלן).
- פקודת מס הכנסה תוקנה כך שלתאגיד פיננסי לא תוכר כהוצאה מוכרת "הוצאה בשל עלות שכר שנשא בה תאגיד פיננסי, במישרין או בעקיפין, בעד נושא משרה בכיר או עובד, העולה על התקרה לתשלום (בפסקה זו - ההוצאה העודפת)".

<sup>19</sup> חוזר [2014-9-2](#) 'מדיניות תגמול בגוף מוסדי' מיום 13.1.2014, וחוזר [2015-9-31](#) 'מדיניות תגמול בגוף מוסדי' - תיקון מיום 7.10.2015.

<sup>20</sup> לנוסח הצעת החוק המקורית משנת 2014 ראו [כאן](#). הנוסח אשר אושר ביום 16.3.2016 בוועדת הכספים וכלל מספר תיקונים להצעת חוק זו. ראו הודעת וועדת הכספים של הכנסת מיום 16.3.2016 [כאן](#). נוסח הצעת החוק אשר הועברה לכנסת, לקריאה שניה ושלישית ראו [כאן](#).

<sup>21</sup> ראו [נספח עדכון למדיניות ההצבעה של אנטרופי בנושא תגמול בכירים](#).

<sup>22</sup> המונח 'נושא משרה בכיר' הוגדר בנוסח הצעת החוק לפי סעיף 37(ד) לחוק ניירות ערך, תשכ"ח-1968: "נושא משרה, כהגדרתו בחוק החברות, וכן יושב ראש דירקטוריון, דירקטור חליף, יחיד שמונה לפי סעיף 236 לחוק החברות מטעם תאגיד המכהן כדירקטור, חשב, מבקר פנימי, מורשה חתימה עצמאי, וכל ממלא תפקיד כאמור גם אם תואר משרתו שונה, וכן נושא משרה בכירה בתאגיד בשליטת התאגיד, אשר יש לו השפעה מהותית על התאגיד וכל יחיד המועסק בתאגיד בתפקיד אחר, המחזיק חמישה אחוזים או יותר מן הערך הנקוב של הון המניות המוצא או מכוח ההצבעה; לענין זה: ":



#### 4.5. עיצוב מדיניות תגמול אישית בהתאם לדרישות לקוח מוסדי

(א) על מנת לענות על הצורך בהתייחסות מיוחדת לסוגיית תגמול שכר בכירים, אנטרופי מציעה ללקוחותיה לעצב עבורם מדיניות הצבעה אישית בנושאי תגמול, המותאמת לדרישות הלקוח.

(ב) מדיניות הצבעה כאמור תאפשר לכלול קריטריונים לתגמול המותאמים להעדפות ולדרישות קונקרטיות (כגון תקרות-שכר ועוד) וזאת בנוסף ולצד המדיניות הסטנדרטית של אנטרופי בנושא זה. ההמלצות מותאמות לקוח יישלחו באופן פרטני ללקוחות שיבחרו בשרות זה.

#### 4.6. תגמול הוני לדירקטורים ודח"צים

(א) 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 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<sup>23</sup>.

(ב) 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.

(ג) 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 מוטא מזומן ויותר מוטא הון.

#### 4.7. תשלום שכר נושאי משרה בתאגיד ע"י בעל שליטה

(א) 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.

<sup>23</sup> [Reward outside directors, Assaf Hamdani, Reinier Craackman, January 2007](#)

## 5. כללי חוק החברות בהסכמי ניהול

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.

## 6. מיזוגים, רכישות והעברת פעילויות

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 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.

## 7. קווים מנחים בנושא עסקאות בעלי עניין

(א) ככלל, עסקאות עם בעלי עניין<sup>24</sup> 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 שצינו, 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 שנקטו כדי

<sup>24</sup> בהקשר של עסקות בעלי עניין אנו מתייחסים לעסקות מיזוג, רכישה וכן לעסקות שעניינן מתן שירותים, הסכמי ניהול וכו' בעסקאות שהיקפן מהותי לחברה.

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

(ה) בשנת 2016 בוטלה הזכות של בעלי מניות המחזיקים 1% ממניות החברה, להתנגד לכך שהחברה תנצל את ההקלות שנקבעו בתקנות להקלות באישור עסקאות בעלי עניין.<sup>25</sup> ביטול זכות זו של בעלי מניות המיעוט לנטר עסקאות בעלי עניין שזכו להקלות בהליכי האישור, מעלה חשש לפגיעה פוטנציאלית בחברה. לפיכך, אנו נבחן בצורה קפדנית יותר הסכמי מסגרת ועסקאות בעלי עניין המבקשות לנצל את תקנות ההקלות.

## 8. קווים מנחים בנושא מבנה הון

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 וכיוצא 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.

## 9. חלוקת דיבידנד

(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

<sup>25</sup> תקנות החברות (הקלות בעסקאות עם בעלי עניין)(תיקון), התשע"ו-2016.

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 הטרימינולוגיה 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 ההגון של מניית 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 בתכניות 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 מזמינות או עלויותיו אינם ברורות מספיק, סכום הדיבידנד המחולק בפועל צריך להיות קטן יותר.

## 10. גולת רעל

(א) גולת 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 גולת 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. אנו סבורים כי במקרה של ניסיון להחלפת השליטה בחברה ציבורית יש להתחשב ברצונם של כלל בעלי המניות ויש לתת לכוחות השוק לפעול מקום בו מחיר המניה מייצג מצבים של תת ניהול או כשל.

### 11. תהליכי הסדר ופירוק בגין אגרות חוב שכשלו

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.

### 12. מינוי רואה-חשבון מבקר

(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 בחוק חובת גילוי השכר המשולם לרואי חשבון, תוך פיצול למרכיבי השירות השונים.

(ג) בעקבות שערוריות חשבונאיות בעולם, הופנו חיצונית 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.