



אנטרופי שירותי מחקר כלכלי בע"מ

**מדיניות הצבעה בעת הפעלת proxy
אספות הכלליות**

אנטרופי שירותי מחקר כלכלי

אפריל 2016

תוכן עניינים

4	1. מינוי והרכב הדירקטוריון	4
4	1.1 שיעור דירקטורים בלתי תלויים	4
4	1.2 היקף בני משפחה	4
4	1.3 גודל הדירקטוריון	4
5	1.4 דירקטוריון מדורג	5
5	2. כשירות הדירקטורים ועצמאותם	5
5	2.1 כשירות חברי הדירקטוריון	5
5	2.2 מינוי דירקטור או דח"צ שהוצע על ידי משקיע מוסדי	5
6	2.3 הארכת מינוי דירקטור	6
7	2.4 הגבלת כהונה במספר דירקטוריונים במקביל	7
7	2.5 מינוי מנכ"ל כדירקטור	7
7	2.6 מינוי מנכ"ל שהינו בעל שליטה כדירקטור	7
8	2.7 מינוי נושאי משרה הכפופים למנכ"ל כדירקטורים	8
8	2.8 הפרדת תפקיד המנכ"ל והיו"ר	8
9	3. קלות והתייחסות מיוחדת לסוגי תאגידים	9
9	3.1 חברות קטנות	9
9	3.2 חברות ברשימת שימור, השעיה ומחיקה ממסחר	9
10	3.3 שותפות מוגבלת ציבורית	10
11	4. תגמול בכירים	11
11	4.1 הנושאים הנכללים במדיניות ההצבעה בנושאי תגמול	11
12	4.2 תגמול קבוע – שכר ותשלומים שונים	12
13	4.3 תגמול לטווח בינוני - מענקים	13
14	4.4 היבטי הדיווח הכספי בעניין תשלום המענק	14
15	4.5 תגמול הוני	15
17	4.6 תגמול נושאי משרה בכירים במגזר הפיננסי	17
17	4.7 שכר דירקטורים ודח"צים	17
18	4.8 תגמול הוני לדירקטורים ודח"צים	18
18	4.9 תשלום שכר נושאי משרה בתאגיד ע"י בעל שליטה	18
19	5. הסכמי ניהול	19
19	6. מיזוגים, רכישות והעברת פעילויות	19
20	7. עסקאות בעלי עניין	20
22	8. מבנה הון	22
22	8.1 הגדלת הון מניות רשום	22
22	8.2 הקצאות/הנפקות הון	22
22	8.3 שינויים בהון המניות המונפק	22
22	9. חלוקת דיבידנד	22
24	10. גלולת רעל	24
24	11. תהליכי הסדר ופירוק בגין אגרות חוב שכשלו	24
25	15. כתיבי אופציה	25
25	16. ביטוח, שיפוי ופטור נושאי משרה	25
26	17. מינוי רואה-חשבון מבקר	26
26	18. אישור רטרואקטיבי של עסקאות	26
27	19. שינויים בתקנון חברה ובמתכונת דיווח	27
28	20. נושאים מנהלתיים	28



לשם הנוחיות,

מסמך זה מרכז את מדיניות ההצבעה של אנטרופי

המסמך מהווה חלק בלתי נפרד מנספחיו הכוללים
הקדמה, רקע חקיקתי, פרקטיקה מקובלת בעולם ונתונים
סטטיסטיים

1. מינוי והרכב הדירקטוריון

1.1. שיעור דירקטורים בלתי תלויים

א. באופן סטנדרטי: אנו נמליץ כי לפחות שליש מחברי הדירקטוריון יהיו דירקטורים בלתי תלויים ו/או דח"צים.

ב. חריגים בהתאם למבנה הבעלות וגודל החברה: בהתחשב במבנה הבעלות בחברה, נמליץ למנות מספר גבוה יותר של דירקטורים בלתי תלויים, בעדיפות למינוי דח"צים ככל שהדבר יהיה רלוונטי מבחינת הדין.

ג. סייגים נוספים:

- בחברות עם מוטת שליטה - נמליץ למנות לפחות שליש דירקטורים בלתי תלויים (בהתבסס על הגדרתם בחוק החברות) מתוך כלל הדירקטורים בדירקטוריון.

- בחברות ללא מוטת שליטה - נמליץ למנות לפחות 50% דירקטורים בלתי תלויים (בהתבסס על הגדרתם בחוק החברות) מתוך כלל הדירקטורים בדירקטוריון, בחברות ללא מוטת שליטה.

- יו"ר דירקטוריון - לא יימנה במניין הדירקטורים הבלתי תלויים.

- קריטריונים לסיווג כבלתי תלוי - תיבחן תקופת כהונתם של המועמדים כדירקטורים בחברה (דירקטור המכהן מעל 9 שנים יוגדר כתלוי, למעט בחברות דואליות וחברות זרות שהינן ללא גרעין שליטה), תפקידים של המועמדים בנושאי משרה ו/או יועצים בחברה או בקבוצת החברות, קשריהם העסקיים והמשפחתיים עם בעלי עניין בחברה וכן כל תפקיד או עיסוק העלול לגרום להם להימצא בניגוד עניינים.

- דירקטור המשמש כיועץ להנהלה - לא יימנה במניין הדירקטורים הבלתי תלויים. לפיכך, נמליץ כי מושא הייעוץ יהא הדירקטוריון ולא ההנהלה, על מנת להימנע מניגודי עניינים במתן השירות.

1.2. היקף בני משפחה

א. מספר מקסימאלי של בני משפחה: אנו נמליץ להתנגד למינוי דירקטורים שהינם קרובי משפחתו של בעל השליטה, מעל מכסה של שלושה דירקטורים, כולל בעל השליטה עצמו.

ב. חריגים: במקרים מסוימים של חברות משפחתיות עם תרומה משמעותית לאורך זמן לבעלי המניות, נשקול לחרוג מכלל זה במידה והחברה תפעל למינוי שני דח"צים נוספים בדירקטוריון מעבר לחובה החוקית החלה עליה בהתאם לחוק החברות.

1.3. גודל הדירקטוריון

א. גודל מקסימאלי של דירקטוריון: גודלו של דירקטוריון יעיל ראוי שיעמוד על היקף מקסימאלי של 13 חברים (למעט תאגידים פיננסים ותאגידים בנקאיים הנדרשים לעמוד בכללי רגולציה מחמירים נוספים), וזאת כמובן בהתאם לגודלה ולאופי פעילותה של החברה.

ב. **גודל דירקטוריון בחברות קטנות**: מספר רב של דירקטורים, כאשר הדבר אינו נדרש, עלול להכביד על התנהלותה השוטפת של החברה ולגרום להוצאות מיותרות. לפיכך, במקרים של חברות ציבוריות קטנות, נושא זה ייבחן גם בשיקולי עלות אל מול תועלת.

1.4. דירקטוריון מדורג

במסגרת מדיניות ההצבעה, 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. בנוסף, לדירקטוריון המדורג ידועה השפעה שלילית על שווי החברה בייחוד בשילוב עם גלולות רעל, מהלך שלדירקטוריון מדורג קל יחסית לאמץ.

2. כשירות הדירקטורים ועצמאותם

2.1. כשירות חברי הדירקטוריון

- א. **בחינת כשירות על בסיס הוראות חוק החברות**: המלצתנו תתבסס באופן עקרוני על הוראות חוק החברות בנושא, לרבות הצהרת המועמד בדבר קיום הכישורים הדרושים ובחינת יכולתו להקדיש את הזמן הראוי לשם ביצוע התפקיד, בשים לב לצרכיה המיוחדים של החברה ולגודלה.
- ב. **הכשרות לדירקטורים**: אנו ממליצים לחברה לפעול למען בחינה שוטפת של כשירות הדירקטורים וההכשרות הנדרשות להם למען מילוי תפקידם והתמודדותם עם נושאים מקצועיים הקשורים בפעילותו של התאגיד, בצרכי שוק ההון ונושאים כלליים אחרים.
- ג. **פרסום תוכנית ההכשרה**: אנו ממליצים על פרסום תכנית הכשרה זו לצורך בחינתה על ידי בעלי המניות. המלצה זו הינה למען חיזוק מרכיבי הממשל התאגידי הכלליים בתאגיד.

2.2. מינוי דירקטור או דח"צ שהוצע על ידי משקיע מוסדי

- א. **עידוד משקיעים מוסדיים להצעת מועמד**: לנוכח הצורך הגובר בהגברת אמון המשקיעים בדירקטוריון, לדעתנו ראוי לעודד משקיעים מוסדיים להציע מועמד מטעמם לתפקיד דירקטור או דח"צ.
- ב. **תמיכה במועמד שיציע משקיע מוסדי**: במידה ובאסיפה הכללית יציע משקיע מוסדי מועמד לתפקיד דירקטור או דח"צ¹ ומנגד דירקטוריון החברה יציע מועמד אחר שיזכה לתמיכת בעל השליטה, אנו נמליץ לבחור במועמד שיוצע על ידי המשקיע המוסדי, בהנחה שאכן מדובר במועמד ראוי מכל הבחינות.

¹ חוק החברות מעניק למשקיע מיעוט המחזיק לפחות 5% ממניות החברה אפשרות לבקש זימון של אסיפה מיוחדת, ולמשקיע המחזיק 1% ממניות החברה לבקש להוסיף נושא מתאים לדיון לסדר היום של אסיפה כללית שכבר זומנה עד לשבוע לאחר מועד פרסום האסיפה.

ג. **תמיכה בהחלטות דח"צ שהוצע ע"י גופים מוסדיים**: על מנת לעודד את מינויו בפועל של המועמד לתפקיד דח"צ שהוצע על ידי משקיע מוסדי (לנוכח זכות הווטו שקיימת לבעל השליטה בהצבעה באסיפה הכללית כנגד מועמד שהוצע על ידי בעלי מניות מיעוט לתפקיד דח"צ (בכהונה הראשונה), לדעתנו ראוי שיוענק אמון רב יותר בשיקול הדעת של ועדת התגמול שחבריה הוצעו על ידי גופים מוסדיים וזכו לתמיכתם. לכן, ניטה להעניק המלצה חיובית להחלטות בענייני תגמול, העולות לאישור האסיפה הכללית, בתקופת כהונתו של דח"צ שהוצע על ידי גופים מוסדיים, כל עוד דח"צ זה אכן תמך בהחלטת התגמול והיא אינה עומדת בסתירה מהותית לעקרונות מדיניות ההצבעה.

2.3. הארכת מינוי דירקטור

בעת הארכת מינוי של דירקטור, ייבחנו בעיקר הנושאים הבאים:

א. **משך כהונת הדירקטור**: כעיקרון אנו נפעל בהתאם להגדרה בחוק החברות ונסווג דירקטור כתלוי מעל לכהונה של 9 שנים, למעט האמור בסעיף ב' להלן.

ב. **חברות דואליות ובחברות ישראליות הנסחרות בחו"ל שלהן בעלות מבוזרת**² - אנו נסווג דירקטור כבלתי תלוי גם אם כיהן בתפקידו מעל 9 שנים³, וזאת בהנחה שמבנה הדירקטוריון בחברה הנו בהתאם למדיניותנו לחברות ללא בעל שליטה (מעל 50% מהדירקטורים הם בלתי תלויים) וכי התרשמנו כי כהונתו ארוכת השנים של הדירקטור לא תפגע בתפקודו ובתפקוד הדירקטוריון.

ג. **שיעור השתתפות בישיבות הדירקטוריון**: אנו סבורים כי בעלי המניות זכאים 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. **בחירת רקורד ההצבעה של דח"צים**: בעת מינוי דח"צ⁴ אנו נבקש לבחון גם את רקורד ההצבעה של אותו דח"צ בעסקאות רגישות בהן הוא מהווה שומר סף מהותי (עסקאות עם בעלי שליטה ונושאי תגמול מהותיים). לאור זאת, אנו נבחן את החלטות הדירקטוריון בנושאי תגמול ועסקאות בעלי עניין מהותיות במהלך תקופת כהונת הדח"צ, ואת מכלול הנסיבות לרבות אופן ההצבעה של אותו דח"צ באותן החלטות, ככל שקיים מידע גלוי בנושא. במידה והדח"צ תמך בהחלטות שזכו להצבעת נגד משמעותית של גופים מוסדיים, אנו נביא ונשקלל מידע זה במסגרת המלצתנו למינוי.

ה. **שימוש ביעוץ חיצוני בלתי תלוי**: במועד מינוי מחדש של דירקטור ובפרט בעת מינוי מחדש של דירקטור חיצוני, אנו נבחן באיזו מידה עמדה לדירקטור, כפוף למידת הצרכים שנוצרו, האפשרות לקבלת ייעוץ חיצוני בלתי תלוי בנושאים מקצועיים שונים ומהותיים להם נדרש

² ללא בעל שליטה.

³ ראו גם תקנה 5א(ב) לתקנות החברות (הקלות לחברות שני"ע שלהן רשומים למסחר מחוץ לישראל), התש"ס-2000.
⁴ מינוי דח"צ לכהונה ראשונה מחייב רוב רגיל וגם רוב מיוחד, בעוד שמינוי לכהונה נוספת שניה ושלישית, יכול להיעשות ברוב מיוחד בלבד, קרי ע"י אישור בעלי מניות המיעוט בלבד, סעיף 245(א1)(1) לחוק החברות. מכאן שקיימת חשיבות רבה לעמדת בעלי מניות המיעוט בעת המינוי בכהונה הראשונה וכן בעת המינוי מחדש.

במסגרת כהונתו. כמו כן, נבחן מי הגורם האחראי על אישור תקציב זה, האם קיימת מדיניות בנושא ועוד. מידע זה יוצג לבעלי המניות במסגרת המלצתנו ככל שהינו מידע גלוי.

2.4. הגבלת כהונה במספר דירקטוריונים במקביל

- א. הגבלת כהונה במספר דירקטוריונים מהותיים: אנו ממליצים להגביל את מספר הדירקטוריונים בהם מכהן דירקטור מוצע ל-6 דירקטוריונים מהותיים⁵ וכן יילקח בחשבון, האם לדירקטור קיים עיסוק משמעותי נוסף מעבר לכהונתו כדירקטור בחברות.
- ב. כהונה במקביל בחברות אחרות בקבוצה, לרבות חברות בנות והנכדות, לא תימנה במספר דירקטוריונים מהותיים ככל שפעילותם העסקית אינה חריגה ביחס לפעילות החברה/הקבוצה.

2.5. מינוי מנכ"ל כדירקטור

על אף הצורך הקיים בביצוע הפרדה בין הדירקטוריון לבין ההנהלה, אנו נמליץ לתמוך במינוי המנכ"ל כדירקטור בחברה וזאת לאור הנימוקים הבאים:

- כהונת מנכ"ל כדירקטור תחיל עליו אחריות נוספת ותיגרע מאפשרותו להתחמק מאחריות משפטית לפעולה שהוא הביא לאישור הדירקטוריון, בטענה כי אין לו מעמד רשמי באישור שלה.
- מבחינה עסקית ראוי שהמנכ"ל העומד בראש ההנהלה המעשית ומטבע הדברים יוזם את מרב הנושאים המובאים לאישור הדירקטוריון (להוציא את סוגית הבקרה על תפקוד ההנהלה המעשית שצריכה להתבצע באופן תקופתי ללא נוכחות המנכ"ל), יהיה גם זה שייקח חלק בהחלטה המתקבלת בדירקטוריון.
- בנסיבות מסוימות היעדרות של המנכ"ל מהדירקטוריון עלולה לגרום להזרה, לאי הבנה ולחיכוכים מיותרים בין הדירקטוריון להנהלה.

2.6. מינוי מנכ"ל שהינו בעל שליטה כדירקטור

אנו נמליץ לתמוך במינוי מנכ"ל שהינו בעל שליטה, כדירקטור בחברה, בכפוף לקיומם של מנגנוני בקרה מאזנים בדירקטוריון, המאפשרים פיקוח על עבודת המנכ"ל שלא בנוכחותו.

עמדתנו לעיל נובעת מהבנתנו כי תוספת דירקטור מטעם בעל השליטה בכדי לייצר את הפרדת התפקידים האמורה אין בה תמיד בבחינת שיפור הממשל התאגידי ולעתים אף מייצרת הוצאה מיותרת ו"הרחקה" של בעל השליטה מהדירקטוריון, מצב שאינו אופטימאלי עקב הדומיננטיות שלו והשפעתו הרבה על הדירקטוריון. לעומת זאת, יישום מנגנוני פיקוח נאותים, יביא לייעול עבודת הדירקטוריון, יתרום להפנמת הצורך במנגנוני בקרה ופיקוח על עבודת המנכ"ל (כמפורט בהוראות ממשל תאגידי מומלצות לקיום ישיבות ללא נוכחות המנכ"ל בכדי לבחון את תפקודו

⁵ 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. מגבלה זו מיושמת החל מספטמבר 2014 והיא נבחנת מדי שנה.

שלא בנוכחותו, אשר נעודד את יישומן בחברות אלו), וכן יקטין את הסיכון הגלום בפעילות דירקטוריון של חברה עם בעל שליטה פעיל, שאינו חלק ממנו.

2.7. מינוי נושאי משרה הכפופים למנכ"ל כדירקטורים

ככלל, אנו ממליצים להתנגד למינוי נושאי משרה או מנהלים אחרים הכפופים למנכ"ל, כדירקטורים בחברה.

2.8. הפרדת תפקיד המנכ"ל והיו"ר

א. **כהונה במקביל של מנכ"ל כיו"ר:** לאור מבנה השליטה הייחודי הקיים בשוק הישראלי המאופיין בריבוי גרעיני שליטה וההשפעה של מבנה זה על היבטים הקשורים באי תלות הדירקטוריון, ככלל אנו ממליצים להתנגד לכהונה במקביל של מנכ"ל כיו"ר וכן ממליצים להתנגד למינוי מנכ"ל, או מי מהכפופים לו, או מי מבני משפחתו, לתפקיד יו"ר דירקטוריון, במקביל לתפקידו כמנכ"ל החברה.

ב. **חריגים:** 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 חריגים בלבד בהם החברה מציגה תרומה עודפת משמעותית לבעלי המניות ולאורך זמן (לפחות 5 שנים), ולאחר הגברת המשקל הדח"צי לרמה של 50% מהדירקטוריון, כפיצוי לאי ההפרדה של תפקידי היו"ר והמנכ"ל.
- **חברות ללא גרעין שליטה** (רלוונטי בעיקר לחברות דואליות או חברות הנסחרות רק בחו"ל ללא גרעין שליטה): נשקול להמליץ על כהונה במקביל של יו"ר ומנכ"ל במקרים 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)^{6/7}, קיומה של ועדת איתור, הסבר ברור לצורך בכהונה מקבילה ובחינה של מידת אי-תלותו של הדירקטוריון.

⁶ מעמד הדירקטור הבלתי תלוי המוביל הוסדר בשנת 2002 ע"י הבורסה בניו יורק והתחזק מאוד בשנים האחרונות בשוק האמריקאי. כיום בכמעט 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 http://www.pwc.com/en_US/us/forensic-services/assets/lead-director-survey.pdf

⁷ מדיניות ISS לשנת 2016 מפרטת את תפקידי הדירקטור הבלתי תלוי המוביל ומציינת כי המינוי צריך להתבצע מקרב הדירקטורים הבלתי תלויים ולכלול הגדרה מפורטת של תפקידיו לרבות: (א) הובלה של כל ישיבות הדירקטוריון בהן היו"ר אינו נוכח, (ב) לשמש כחוליה מקשרת בין היו"ר לבין הדירקטורים הבלתי תלויים, (ג) לאשר מידע שנמסר לדירקטוריון, (ד) לאשר את סדר היום של הדירקטוריון ולוודא שקיים זמן ראוי לדיון לכל נושא, (ה) מנדט מלא לזימון ישיבות בנוכחות הדירקטורים הבלתי תלויים, (ו) לקדם יצירת תקשורת ישירה מול בעלי מניות עיקריים מהציבור. <http://www.issgovernance.com/policy-gateway/2016-policy-information>.

3. קלות והתייחסות מיוחדת לסוגי תאגידיים

3.1. חברות קטנות

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 שונים של ממשל תאגידי.

- א. **הגדרת הקריטריון לחברה קטנה**: הנקודות המפורטות להלן מתייחסות לחברות ששווי השוק שלהן הינו נמוך מ- 50 מ' ש"ח (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.
- ב. **העיקרון המנחה למתן ההקלות**: היישום יתבצע בדרך של כל מקרה לגופו, כאשר העיקרון המנחה הנו, ששינויים יידרשו במקרים בהם גודל החברה ומבנה החברה יצריכו זאת באופן ייחודי, ולאחר שנחה דעתנו כי התועלת הכלכלית והרציונל המהותי במקרה של החברה האמורה הינם חיוביים וכי גריעתם של המנגנונים להלן, בנקודת הזמן הנוכחית, לא צפויה להביא לפגיעה מהותית בהיבטי ממשל תאגידי לתקופה הקרובה.
- ג. **סעיפי ההקלות**: להלן סעיפי השינויים שיישקלו ביחס לחברות העומדות בתנאי הסף שלעיל:
 - מינוי יו"ר כמנכ"ל - יתאפשר כאשר יתברר כי ערך מינוי פונקציה אחת בתפקידי המנכ"ל והיו"ר הנו נדרש ואינו פוגע באופן מהותי במארג הממשל התאגידי בחברה וכי קיימות בקרות חלופיות.
 - 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.
- ד. **עידוד מינוי דירקטורים אשר יוצעו על ידי משקיעים מוסדיים**: מאידך וכגורם מאזן, אנטרופי תעודד, במיוחד בחברות הללו, מינוי של דירקטורים אשר יוצעו על ידי משקיעים מוסדיים במסגרת זכותם המוקנית להם בהתאם לחוק החברות, בכפוף לכשירות הדירקטורים ואי תלותם ומבחינה הכהונה הנוספים הנבחנים על ידינו.

3.2. חברות ברשימת שימור, השעיה ומחיקה ממסחר

עשרות רבות של חברות ציבוריות בישראל נמצאות כיום ברשימת שימור, הושעו או נמחקו ממסחר. מצב זה גורם לפגיעה בציבור בעלי המניות ובערך המניות שבידיהם, שכן מניות הציבור הופכות לבלתי סחירות ובלתי נזילות ועל המשקיעים המוסדיים המחזיקים בהן מושטות עלויות אחזקה גבוהות. בנוסף, בחברות הציבוריות הללו קיים חשש מוגבר לפגיעה בעלי מניות המיעוט, שכן לא קיים אפקט שוק מרסן למנהלי החברה. האינטרס העיקרי של ציבור בעלי המניות בחברות אלו הנו השבת המניות למסחר שוטף בבורסה.

בחירת הפעולות והמאמצים שביצעה החברה בכדי לחזור למסחר: אנו נבחן את הפעולות והמאמצים שביצעה החברה בכדי לחזור למסחר טרם מועד האסיפה, פעולות כגון: שימוש בעושה שוק, הפצת מניות, קשר עם משקיעים ועוד. בכל עת שחברה ברשימת שימור, השעיה או מחיקה ממסחר, ותעלה הצעה לסדר היום של אסיפה כללית לפיה בעלי מניות המיעוט יתבקשו לאשר תגמול לבעל השליטה או קרוביו או מינוי מחדש של דירקטור בחברה, אנו נשקול להמליץ להתנגד במידה ונתרשם שהחברה לא עשתה די בכדי לחזור לפעילות מסחר תקינה.

3.3. שותפות מוגבלת ציבורית

ביום 23.2.15 תוקנה פקודת השותפויות⁸ ולראשונה התווסף לפקודה פרק 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, ביוני 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. כללי הממשל התאגידי לשותפות מוגבלת ציבורית שנקבעו בתיקון לפקודה עוסקים במגוון נושאים, כגון: הגבלות לעניין תחומי העיסוק של חברת השותף הכללי; כללי מינוי, כשירות וחובות אמון של הדירקטורים בשותף הכללי; חובת מינוי ועדת 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. כללי הממשל התאגידי שנקבעו לשותפות מוגבלת ציבורית, דומים לכללי הממשל התאגידי הקיימים בחברות ציבוריות, שכן ברוב המקרים הסוגיות בהם עוסקים הכללים הנן דומות. עם זאת, חשוב לזכור כי לשותפות המוגבלת מבנה תאגידי שונה מהמבנה התאגידי בחברה⁹. בשל הבדלים אלו, 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.

- א. **מדיניות הצבעה בנושא שותפויות הזהה למדיניות ההצבעה הסטנדרטית:** באופן כללי, המלצות ההצבעה באסיפות מחזיקי יחידות השתתפות בשותפות מוגבלת, יהיו בהתאם לקוים המנחים של מדיניות ההצבעה הסטנדרטית של אנטרופי.
- ב. **עידוד משקיעים מוסדיים להציג מועמדים:** אנו נעודד משקיעים מוסדיים להציע מועמדים ראויים לתפקיד המפקח על השותפות המוגבלת וכן לכהונה כדירקטורים חיצוניים בחברת השותף הכללי.
- ג. **משך כהונה של מפקח:** בשל חשש להעדר אי תלות, אנו נמליץ לא לאשר המשך כהונה של מפקח לתקופה העולה על 9 שנים, אך נשקול בחיוב רוטציה פרסונאלית של המפקח מאותה פירמת רו"ח או אותו משרד עו"ד.

⁸ חוק לתיקון פקודת השותפויות (מס' 5), התשע"ה-2015, ס"ח 2490 מיום 23.2.2015.

⁹ בין היתר, השליטה בשותפות היא שליטה מבוצרת 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

4. תגמול בכירים

4.1. הנושאים הנכללים במדיניות ההצבעה בנושאי תגמול

אנו נבחן רמת ההוגנות של חבילת התגמול תוך שימוש במודל אנטרופי להערכת הוגנות התגמול, המתחשב בשווייה הכלכלי של חבילת השכר כולה, על כל מרכיביה, תוך התייחסות לתוצאותיה העסקיות של החברה ולביצועיה, לרבות ביצועי מניית, לאורך זמן, וכן ככל שחבילת התגמול מבוססת על יעדים, תוך בחינת יעדים אלה.

- א. **שימוש בקבוצת השוואה**: ככל שיידרש ובמיוחד בתגמול בהיקפים גבוהים יחסית, 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 השוואה בשני ממדים:
- i. גובה חבילת התגמול ביחס לקבוצת ההתייחסות שנבחרה.
 - ii. רמת הביצועים בהתאם למדדי ביצוע כלכליים שייבחרו כך שיתאימו לאופי פעילות החברה.
- אנו נאמוד את הפער בין מיקומה היחסי של החברה מבחינת גובה והתפתחות חבילת התגמול ביחס לקבוצת השוואה לבין מיקומה מבחינת מדדי הביצוע וביצועי המניה של חברות המדגם בטווח של לפחות 3 השנים האחרונות ואת מידת ההלימה ביניהם.
- 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.
- ב. **מועד הבאת אישור תנאי התגמול לאישור האסיפה**: אנו סבורים כי הסכם העסקה עם נושא משרה המחייב אישור אסיפה כללית, 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.
- ג. **נוסחת התגמול**: אנו ממליצים כי נוסחת התגמול תיקבע מראש, שלא תשתנה בדיעבד תוך מתן שיקול דעת סביר לדירקטוריון ביישום התגמול, לרבות האפשרות להפחתה בהיקף התגמול. אנו ממליצים על בניית חבילת תגמול בדרך פשוטה ונוחה להבנה, שכן חבילות מסובכות ומרובות רכיבים עלולות להחטיא את המטרה שלשמן נועדו.
- ד. אנו נאמוד את היקף הניצול בפועל של תקרות התגמול בפרט במקום שאין בו מידע גלוי לגבי יעדי הרכיבים המשתנים אל נוכח ביצועי החברה בפועל בשלוש השנים שקדמו למועד האישור מחדש.
- ה. **תשלומים דחויים**: אנו נתייחס בזהירות לתשלומים דחויים (כמו הטבות לאחר פרישה), שעלולים להסוות את גובה התגמול.

1. **תגמול משתנה תלוי ביצועים**: מעבר לשכר בסיס סביר, התגמול צריך להיות צמוד ביצועים, רצוי באופן ליניארי ובלי תוספות חד פעמיות.
2. **הגדלת תגמול לקראת פרישה**: אנו סבורים כי אין מקום להגדלת התגמול לקראת מועד הפרישה (לרבות תשלום בגין התחייבות לא להתחרות בחברה לאחר הפרישה).
3. **שימוש בביצועים יחסיים חלף מוחלטים**: 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.
4. **בחינת תגמול בחברה דואלית במבנה בעלות מבוזר או חברה ישראלית הנסחרת בחו"ל**: בעת בחינת בקשה לאישור מדיניות תגמול בחברה דואלית או בחברה ישראלית הנסחרת בחו"ל, אנו ניתן דגש על בחינת ביצועי החברה בשלוש השנים אשר קדמו למועד אישור המדיניות וכן נבחן את פרקטיקת התגמול אשר יושמה בפועל על ידי הדירקטוריון. במידה ויימצא מתאם חיובי בין ביצועי החברה לבין פרקטיקת התגמול אשר יושמה על ידה, דבר המעיד על פעילות שקולה ואחראית מצד הדירקטוריון, אנו נמליץ לתמוך באישור מדיניות התגמול גם אם מדינית התגמול אינה מפרטת תנאי-סף או יעדים כמותיים מדידים צופה פני עתיד.
5. **תמיכה בהחלטות דח"צ שמונה ע"י גופים מוסדיים**: על מנת לעודד תהליכי מינוי של מועמד לתפקיד דח"צ שהוצע על ידי משקיע מוסדי (לנוכח זכות הווטו שקיימת לבעל השליטה להצביע באסיפה הכללית כנגד מועמד שהוצע על ידי בעלי מניות מיעוט לתפקיד דח"צ בכהונה הראשונה), ולנוכח הצורך הגובר בהגברת האמון מצד משקיעים מוסדיים בדירקטוריון, אנו ניטה להעניק אמון רב יותר בשיקול הדעת של ועדת התגמול וכן נפעל להעניק המלצה חיובית להחלטות בענייני תגמול העולות לאישור האסיפה הכללית בתקופת כהונתו של דח"צ שהוצע על ידי גופים מוסדיים, כל עוד דח"צ זה אכן אישר את החלטת התגמול והיא אינה עומדת בסתירה מהותית לעקרונות מדיניות ההצבעה.

4.2. תגמול קבוע – שכר ותשלומים שונים

- א. **פרסום עבודת ייעוץ חיצונית (בנצ'מארק)**: 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, 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 השוואה שנבחרה בכדי שניתן יהיה לבחון הלימה בין מיקום התגמול למיקום ביצועי החברה.
- ב. **חריגה מתקרה או טווח שהוגדרו במדיניות**: ככל שחברה בוחרת לקבוע תקרה או טווח, אנו נבחן את מידת החריגה, ככל שקיימת, בין התקרה שנקבעה לבין רמות השכר הקיימות בחברה בהתאם לנסיבות המקרה.

- ג. אישור בדיעבד של תכניות שכר: 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 למעט רכיב בשיקול דעת בהיקף סביר.
- ד. מענקי חתימה ומצנחי זהב: יחושבו כחלק ממרכיב תשלום במזומן, בעלות הכוללת של תכנית התגמול.
- ה. תקופת הודעה מוקדמת לנושאי משרה: נמליץ כי לא תעלה על שישה חודשים, בהתחשב בביצועי החברה, במבנה ובנתוני התגמול, אלא אם במסגרת תקופה זו יתחייבו נושאי המשרה להעניק לחברה שירותים בפועל.
- ו. הגדלת פיצויים בסמוך למועד פרישה: אנו נמליץ להתנגד להגדלת הפיצויים בסמוך למועד הפרישה וכן לתשלום עבור אי-תחרות לאחר פרישה, שהובא לאישור בסמוך למועד הפרישה.

4.3. תגמול לטווח בינוני - מענקים

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.

- א. נטרול שערוכים ואירועים חד פעמים: בהינתן קביעת יעד של רווחיות, אנו סבורים כי במידה והמענק מוצמד לרווח הנקי, הרי נכון שישקף את תוצאותיה במידת האפשר 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, עשוי להוביל למתן מענקים שלא בהלימות לביצועים שהושגו).
- ב. תגמול על ביצועים בראיה ארוכת טווח: לדעתנו נכון לבסס את רכיבי התגמול 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 כי 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 או קרובו.
- ג. תנאי סף כמותי למענק: לנוכח 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" שקוף לבעלי המניות 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.

ד. **במקרים חריגים, פרסום יעדים בתקנה 21:** במקרים חריגים בהם קיים קושי לחברה לקבוע ולפרסם תנאי סף כמותי ואפקטיבי, ניתן יהיה לפרט את היעדים הכמותיים בדיעבד במסגרת תקנה 21 בדוחות הכספיים ואת מידת העמידה בהם לצד הפירוט בדבר תשלומי מענקים בפועל.

ה. **תגמול מנכ"ל:** תגמול משתנה תלוי ביצועים עבור מנכ"ל יהיה מבוסס על קריטריונים מדידים ומוגדרים היטב, למעט במידה ומדובר בחלק בלתי מהותי מהתגמול הכולל.

4.4. היבטי הדיווח הכספי בעניין תשלום המענק

בכל מקרה בו לבעלי המניות בחברה לא קיימת אפשרות לחשב את גובה המענק בפועל מנוסחאת המענק שאושרה באסיפה הכללית (למשל אם המדד מורכב באופן שלא ניתן לחלץ את הערכים שלו באופן פשוט מהדוח הכספי) נמליץ לפרסם מידע משלים במסגרת תקנה 21 שתאפשר וודאות גבוהה יותר לגבי שלמות ומהימנות החישוב ששימש לצורך תשלום המענק בפועל.

א. **דרישת הגילוי:** דרישת הגילוי היא הדרך המעשית לדעת האם המענק ששולם הוא באמת לפי החלטת האסיפה הכללית, ככל שמדובר במנגנון חישוב מורכב.

ב. **הוראת 'בטלות' במקרה של אי מתן הגילוי:** הוראת 'בטלות' אישור האסיפה הכללית נחוצה להבטחת עצם מתן הגילוי ומהווה סנקציה.

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

ד. **דיווח במסגרת תקנה 21 בדוח התקופתי:** לאור העובדה שלעתים המענק המשולם מתבסס על מדדים חשבונאיים מהם מנוטרלים רכיבים שונים, אנו נקפיד על קיום דיווח ברור ושקוף במסגרת תקנה 21 לגבי האופן בו חושב המענק¹⁰, כמפורט להלן:

- במסגרת התקנה ייכלל תיאום בין הרווח הנקי המאוחד המיוחס לבעלי המניות לבין הרווח השנתי הקובע לחישוב המענק, תוך פירוט הסכומים המרכיבים תיאום זה.
- כמו כן, במסגרת התקנה ייכלל 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 לעיל הינו תנאי מהותי ויסודי לאישור המענק השנתי.

¹⁰ רק במידה ומדובר במנגנון מורכב שאינו ניתן לחישוב פשוט באמצעים גלויים על ידי המשקיע

4.5. תגמול הוני

בעת הענקת תגמול הוני, נמליץ כי תנאי התכנית יהוו תמריץ ראוי להשאת ערך החברה לטווח הארוך. אנו סבורים כי באמצעות תגמול מבוסס הון ניתן 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.

- א. **פרמטרים שייבחנו:** אנו נבחן את הרציונל והנימוקים שבבסיס ההענקה, נתייחס לשאלה האם תכנית התגמול נבנתה לאחר בחינת חלופות אחרות ונבחן את תנאי התוכנית, לרבות: היקף הדילול הצפוי, שוויה הכלכלי, מחירי המימוש ותקופת ההבשלה.
- ב. **מחיר מימוש האופציות:** ככל שמדובר ברכיב הוני שמהותו אופציות, נמליץ להתנגד למענק הוני שכזה המגלם הטבה מידית "בתוך הכסף" או שהינן "בסביבות 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.
- ג. **תגמול מבוסס מניות חסומות:** 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'.
- ד. **תמחור מחדש של אופציות לעובדים, לדירקטורים ולנושאי משרה בכירים:** ביחס להפחתת מחיר מימוש אופציות, 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 מימוש 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 אקסוגניים
- ה. **הגבלת היקף הדילול המקסימאלי האפשרי המצטבר, בגין כלל ההענקות שבוצעו בחברה:**
 - בחברות הנכללות במדד ת"א 100 נמליץ כי יוגבל הדילול לכ- 10%
 - בחברות הנכללות במדד היתר נמליץ כי יוגבל 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.

1. **תנאי ההקצאה ליו"ר ולמנכ"ל**: ביחס לתנאי ההקצאה ליו"ר ולמנכ"ל, מחיר המימוש ותנאי התכנית צריך שיהוו תמריץ ראוי להשאת ערך החברה לטווח הארוך. בהתאם לכך, אנו נמליץ לקבוע פרמיה ראויה על מחיר המניה בפועל ו/או יעדים מתמרצים כתנאי להבשלת/הענקת האופציות ו/או יחידות מניה חסומות/RSU ובכפוף לאמור לעיל בעניין דילול מקסימאלי.
2. **הקלה לחברות בתהליך שימור או הגנה על מצבן**: בחברות מסוימות, כאלה המצויות בתהליך של שימור עסקיהן 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.
3. **תקופת ההבשלה (vesting)**: תקופת ההבשלה ראוי שלא תפחת משלוש שנים (או מימוש חלקי על פני השנים).
4. **תקופת המימוש**: תקופת המימוש ראוי שלא תפחת משנה אחרי כל מועד הבשלה. יחס הדילול בין בכירים לבין יתר העובדים ייבחן במבחן הסבירות.
5. **evergreen**: אנו ממליצים להתנגד לתוכנית אופציות הכוללת מנגנון evergreen (מנגנון התחדשות אוטומטית).
6. **אופי התגמול ההוני בתאגידים בנקאיים**: בתאגידים בנקאיים, 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'. יחד עם זאת, לדעתנו החקיקה האחרונה בנושא שכר במגזר הפיננסי תפחית את המוטיבציה לתגמול נושאי משרה באמצעים הוניים.
7. **שיקול דעת בלעדי של הדירקטורים**: אנו ממליצים להתנגד להענקת שיקול דעת בלעדי לדירקטורים בדבר שינוי תנאי האופציות, לרבות באשר לתמחור מחדש.
8. **אופציות במתכונת "גלולת רעל"**: אנו ממליצים להתנגד להענקת אופציות/מניות במתכונת של "גלולת רעל".
9. **מנגנון האצה מידי**: אנו ממליצים להתנגד למנגנון אוטומטי המאפשר האצה מיידית של תנאי מענק הוני, למעט במקרים של החלפת שליטה או אירועים משמעותיים שיש בהם כדי להשיא ערך לכלל בעלי המניות. במקרים מסוימים כאמור, נשקול תמיכה בהאצה של תנאי מענק הוני, ובלבד שלא מדובר בנושא משרה שהינו בעל שליטה.
10. **הענקת אופציות בחברה קשורה**: הענקת אופציות בחברה קשורה תיבחן בהתאם למידת המעורבות של נושא המשרה בעסקיה של החברה הקשורה.

4.6. תגמול נושאי משרה בכירים במגזר הפיננסי

החוק להגבלת שכר הבכירים במגזר הפיננסי¹¹ כולל הגבלות משמעותיות על היקף תגמול נושאי משרה בכירים בתאגידים פיננסיים, ובפרט קובע תקרת שכר של 2.5 מיליון ₪ לשנה¹² והיעדר אפשרות לאשר שכר העובר את המגבלה של פי 35 משכר העובד הנמוך ביותר.

בכל האמור לתגמול בכירים במגזר הפיננסי, עמדנו תהיה תואמת את החוק.

בנוגע למדיניות התגמול במגזרים האחרים, אנו נמשיך ליישם את עקרונות מדיניות ההצבעה תוך התייחסות והתאמה לנורמות אשר יתגבשו בשוק בעקבות אימוץ חוק זה. בנוסף, בכוונתנו לבנות מודל חדש לבחינת הוגנות התגמול אשר ימדוד בצורה מובהקת יותר את הקשר והמתאם בין ביצועי התאגיד ובין התגמול המוצע, ואשר ישמש אינדיקציה להמלצה בקשר לתגמול זה.

4.7. שכר דירקטורים ודח"צים

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.

א. **תגמול דירקטורים מעל הקבוע בתקנות**: ככל שמדובר בדירקטור מקצועי או מומחה בעל תרומה ייחודית לחברה או בחברה הנדרשת לתגמול את הדירקטורים בהיקפים גבוהים מהקבוע בתקנות החברות בנושא תגמול דח"צ לאור הסביבה העסקית בה היא פועלת, אנו נמליץ לתמוך בכך. גישה זו מתיישבת עם גישתנו להפחתת הכהונה במקביל של דירקטורים והצורך לפצות אותם באופן הוגן עבור כהונתם ככל שיידרשו לצמצם כהונתם במקביל.

ב. הענקת שכר הגבוה מהקבוע בתקנות החברות בנושא תגמול דח"צ, תיבחן בהתייחס לעקרונות כלליים של תגמול נושאי משרה.

ג. **כפל תגמול לנושא משרה שהנו דירקטור**: אנו נתנגד למתן תגמול נוסף לנושאי משרה אשר מכהנים כדירקטורים מעבר לגמול המשולם להם בגין כהונתם כנושאי משרה.

ד. **תגמול משתנה**: תגמול משתנה תלוי ביצועים עבור דירקטורים יהיה מבוסס על קריטריונים מדידים ומוגדרים היטב, למעט במידה ומדובר בחלק בלתי מהותי מהתגמול הכולל. רכיב אשר אינו עולה על 20% מהתגמול השנתי הקבוע ייחשב לעניין זה כחלק לא מהותי.

ה. **דירקטורים בגופים פיננסיים**: בגופים פיננסיים מפוקחים, תאגידים בנקאיים ותאגידים מבטחים, תגמול הדירקטורים (למעט היו"ר) יהיה קבוע ויקבע בהתאם לתקנות גמול לדח"צ.

¹¹ חוק תגמול נושאי משרה בתאגידים פיננסיים (אישור מיוחד ואי-התרת הוצאה לצורכי מס בשל תגמול חריג), התשע"ו-2016.

¹² עיקרי חוק זה כוללים: (1) תקרת תגמול של 2.5 מיליון ₪ לשנה, כאשר הענקת גמול מעבר לתקרה זו תחייב קבלת אישורים מיוחדים של ועדת התגמול; הדירקטוריון, ברוב מיוחד הכולל רוב של הדח"צים או הדירקטורים הבלתי תלויים; והאסיפה הכללית, ברוב מיוחד הכולל רוב של המיעוט. (2) לא ניתן יהיה לאשר תגמול העולה על פי 35 מעלות שכר העובד בעל השכר הנמוך ביותר בתאגיד (כולל עובדי קבלן). (3) הוצאה של תאגיד בשל שכר העולה על תקרת התגמול של 2.5 מיליון ₪, לא תוכר כהוצאה מוכרת.

1. **יו"ר דירקטוריון בגוף פיננסי**: תגמול יו"ר דירקטוריון בגוף פיננסי מפקח יהיה תגמול קבוע בלבד, אשר יקבע ביחס לשיעור התגמול לדח"צ, בהתאמה לסוג הגוף הפיננסי, גודלו, מידת מורכבות התפקיד והיקף משרת יו"ר הדירקטוריון.
2. **שכר יו"ר**: אנו נמליץ לתמוך בשכר יו"ר המשקף יחס סביר בהשוואה לשכר דח"צ, כאשר נכון להיום בחברות ביטוח ובנקים טווח זה מצוי בין 18 ל-20 אך צפוי לרדת מהותית לאור מהותיותם של רכיבים משתנים בתקרות התגמול נכון להיום שבהתאם לחקיקה חדשה, אסורים.

4.8. תגמול הוני לדירקטורים ודח"צים

תגמול דח"צים באמצעים הוניים מקובל בשוקי הון מפותחים בעולם כחלק מהתפיסה שיש לחזק את אינטרס הדירקטור עם זה של כלל בעלי המניות להשאת ערך החברה.

- א. **פרמטרים לבחינת תגמול הוני לדח"צים**: נמליץ לתמוך בהקצאת רכיבים הוניים לדח"צים בבחינה של כל מקרה לגופו ותוך התייחסות לשיקולים הבאים:
 - **יחס מקסימאלי לתגמול הקבוע**: החברה תקבע במדיניות התגמול שלה או בזימון האסיפה לאישור התגמול, יחס מקסימאלי בין היקף התגמול ההוני לבין התגמול הקבוע לדירקטורים, באופן שלא יעלה על 50% מהתגמול השנתי הקבוע כולל תשלום בגין ישיבות.
 - **תקופת הקצאה והבשלה**: התגמול ההוני יוקצה לתקופה של לפחות שלוש שנים עם תקופת הבשלה למנה הראשונה של שנתיים לפחות.
 - **רכיבים עדיפים**: נמליץ כי תינתן עדיפות לרכיבים הוניים המתמרצים לתיאבון לסיכון מרוסן כמו למשל מניות חסומות ו/או יחידות מניה חסומות RSU על פני אופציות.
- ב. **תגמול הוני לדח"צים בגופים פיננסיים**: בגופים פיננסיים מפקחים, תאגידים בנקאיים ותאגידים מבטחים, אין לדירקטורים ולדח"צים תגמול הוני משתנה.

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

אנו מזהים את החשש הקיים בקרב בעלי השליטה לגבי הקושי הקיים 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.

מתן גילוי לפרטי התגמול: לאור ראשוניותו של נושא 'תשלום שכר נושא משרה ע"י בעל שליטה', במסגרת מדיניותנו, נמליץ כי החברה תיתן גילוי לפרטי התגמול של נושאי המשרה, בכדי להבטיח שאינו עומד בסתירה למדיניות התגמול של החברה המחייבת את כלל נושאי המשרה, זאת בהתאם לרוח התוספת השישית לתקנות ניירות ערך¹³.

¹³ 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

5. הסכמי ניהול

המלצותינו בנושא הסכמי ניהול בין חברות ציבוריות או פרטיות שבשליטת בעל השליטה, לחברה ציבורית בשליטתו.

- א. **קריטריונים לבחינת הסכמי הניהול:** 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. **מתן דיווח מלא ומפורט של עלויות השירותים ומהותם:** אנו נתנגד להתקשרות בהסכם ניהול בכל מקרה שלא יועבר לבעלי המניות דיווח הכולל תיאור מלא ומפורט של השירותים, היקפם, העלויות המיוחסות לכל אחד מהם וכן תיאור נושאי המשרה נותני השירותים.
- ג. **הגבלת תקופת הסכמי הניהול:** רצוי כי הסכמי ניהול יוגבלו לתקופה של עד שלוש שנים.

6. מיזוגים, רכישות והעברת פעילויות

במיזוגים, רכישות והעברת פעילויות כל מקרה 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.

- א. **מבנה העסקה:** אנו נתייחס אף למבנה העסקה ולפוטנציאל הדילול, באם קיים, ולסבירותו.
- ב. **רמת השקיפות:** אנו נבחן את רמת השקיפות הניתנת בעסקאות מהותיות, ובייחוד שקיפות בכל הקשור למחיר העסקה, הערכות שווי חיצוניות, מסמכי נאותות, מסמכי פרפורמא וכיוצא בזה.
- ג. **פגיעה בזכויות בעלי המניות:** אנו נבחן האם במבנה העסקה שנבחר, 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.
- ד. **הוצאות בגין העסקה:** אנו ניתן דעתנו לתשלומים והוצאות שכר הכרוכים בעסקה ובהעברת השליטה.
- ה. **נאותות הליך:** אנו נבדוק את נאותות הליך המשא ומתן בעסקה, האם נבחנו על ידי החברה אלטרנטיבות והאם נערך משא ומתן משמעותי לשיפור תנאי העסקה.
- ו. **בחינת אינטרס בעל השליטה:** אנו נבחן האם קיים לבעל השליטה בחברה אינטרס אישי זר באישור העסקה או האם מדובר בתנאים שווים לכלל בעלי המניות החברה.

בטבלה תגמולים שניתנו על ידי גורם שאינו התאגיד, לרבות תאגיד שבשליטתו או בעל השליטה בתאגיד, תצוין זהותו של אותו גורם והיקף התגמול שנתן.

7. עסקאות בעלי עניין

אנו מסתייגים עקרונית מביצוע עסקאות עם בעלי עניין, יחד עם זאת, לאור העובדה שהחוק מתיר ביצוע עסקאות כאלה לאור חיוניותן במקרים מסוימים, 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).

הכללים שלהלן ייושמו במלואם רק בעסקאות רכישה/מכירה/מיזוג מהותיות מול בעלי השליטה בחברה.

א. **ניהול הליך תחרותי ע"י ועדת הביקורת**: 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 הוועדה, אין מקום להסתמכות על משא ומתן שנוהל על ידי הנהלת החברה ולא לחוות דעת שהוזמנו על ידי הנהלת החברה או על ידי יועציה המשפטיים.

ב. **בחינת נאותות העסקה**: 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.

ג. **בפערי אינטרס הוני של בעל השליטה, תתבצע בחינה מדוקדקת יותר**: 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, תבוצע 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.

ד. **פירוט מלא של שלבי ההליך**: נבחן כי דוח העסקה המופץ לקראת האסיפה הכללית יתאר בפרוטרוט את שלבי ההליך:

- הרקע לעסקה
- הכלי המשפטי שנבחר לביצוע העסקה בפרט אם החלופה היא מיזוג הופכי משולש על פני הצעת רכש שלדעתנו עדיפה עקרונית
- אופן מינוי הוועדה הבלתי תלויה ויועציה (מעריכי השווי והיועצים המשפטיים)

- 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

ה. **בחינה כי המיעוט מרוויח מהעסקה את המרב שניתן להשיג עבורו**¹⁴: 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.

ו. **בכל מקום בו הידע של צוות אנטרופי בעסקה המובאת לאישור לא יהא מספק, אנטרופי תבחר יועץ חיצוני מומחה אשר יפעל עבור בעלי מניות המיעוט בעסקה האמורה, שכרו יתקבל מהחברה שזימנה את האסיפה וישולם במנגנון back to back ליועץ על ידי אנטרופי בסיום עבודתו.** נציין כי במידה והחברה תסרב למינוי מומחה חיצוני כאמור, ללא טעמים ענייניים, אנו נמליץ להתנגד לעסקה.

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, שבדני 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.

ז. **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.

¹⁴ חוק הריכוזיות שינה בתיקון עקיף (מספר 22) לחוק החברות את הדרישה כי עסקת בעל עניין תאושר רק אם אינה פוגעת בטובת החברה לדרישה כי עסקה כזו תאושר רק אם היא לטובת החברה

8. מבנה הון

8.1. הגדלת הון מניות רשום

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).

דרישה לאישור בעלי המניות: 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. הקצאות/הנפקות הון

החלטה בדבר הקצאת מניות אופציות ואג"ח להמרה נתונה בדרך כלל בידי הדירקטוריון.

בחירת הקצאות הון לא שוויוניות: 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.

8.3. שינויים בהון המניות המונפק

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. חלוקת דיבידנד

בקבלת החלטה בנושא חלוקת דיבידנד ניישם מבחנים נוספים שמטרתם לחלץ את הרווח הראוי לחלוקה העומד במבחני יכולת הפרעון המתבססים על רמת וודאות גבוהה יותר של התזרים המשתמע מהרווח החשבונאי כמפורט כדלקמן:

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 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 שזמינותו או עלויותיו אינם ברורות מספיק, סכום הדיבידנד המחולק בפועל צריך להיות קטן יותר

10. גולת רעל

גולת רעל היא שם כולל למגוון אמצעים שתכליתם מניעת השתלטויות עוינות על חברות ציבוריות¹⁵. 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.

תמיכה במנגנונים שאינם מעכבים או מונעים החלפת שליטה: 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

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:
 - א. **בחינת ההסדר והחלופות**: 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 בידי בתוספת ערך הוויתור על התביעות כלפיו.

¹⁵ 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%). 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.

- 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.
- ב. **הקצאת מינימום זמן למחזיקים לצורך קבלת החלטות**: לנוכח ריבוי ההסדרים המתגבשים במשק, אסיפות מחזיקי האג"ח מכוונות 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.

15. כתבי אופציה

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.

16. ביטוח, שיפוי ופטור נושאי משרה

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 סיכונה. בהתקשרות שכזו, אנו נבחן האם הפרמיה המשולמת ביחס לכיסוי הביטוחי הינה סבירה.
- ב. **מתן שיפוי**¹⁶ - 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

¹⁶ מדובר למעשה ב"כיסוי ביטוחי פנימי" של החברה כלפי נושאי המשרה שלה בגין חבויות בהן יידרשו מצדדים שלישיים.

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 פטור¹⁷** - 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.

17. מינוי רואה-חשבון מבקר

היבטים לבחינת מינוי רואה חשבון מבקר: אנו נמליץ כי 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 היקף שכר הטרחה בגין שירותי ביקורת ומס לבין היקף השכר עבור שירותים אחרים, תוך שימת לב למהות השירותים האחרים.
- אנו נמליץ להתנגד למינוי רואה חשבון מבקר אשר היקף שכרו בגין שירותי ביקורת ומס בשנה הקודמת למועד מינויו נמוך מ- 70% מהיקף שכר הטרחה הכולל ששולם לו.
- האם בשלוש השנים האחרונות החברה נדרשה לבצע הצגה מחדש של דוחותיה הכספיים, בין היתר בשל טעויות או סטיות מהותיות ביחס לאומדנים או הנחות.
- האם בשלוש השנים האחרונות בית המשפט אישר תביעה ייצוגית או נגזרת כנגד רואה החשבון המבקר של החברה.

18. אישור רטרואקטיבי של עסקאות

- א. **אישור עסקאות בהליך לא תקין:** אנו נמליץ להתנגד לאישור רטרואקטיבי של עסקאות או של הסכמים שאושרו בהליך לא תקין בעבר ומובאות בדיעבד לאישור האסיפה הכללית, למעט בנסיבות בהן הבקשה הינה מטעם בית משפט ולאחר שהוגשה הצעת פשרה בין הצדדים.
- ב. **אישור תנאי כהונה והעסקה של מנכ"ל או דירקטור:** לעניין אישור תנאי כהונה והעסקה של מנכ"ל או דירקטור, אנו לא נתנגד לקבלת אישור האסיפה הכללית במסגרת האסיפה

¹⁷ 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

השנתית הקרובה של החברה, אולם זאת בתנאי שוועדת התגמול והדירקטוריון אישרו את תנאי הכהונה והעסקה, תנאי הכהונה והעסקה הם בהתאם למדיניות התגמול, תנאי הכהונה והעסקה אינם גבוהים או שונים ממש מבעבר¹⁸ ובנוסף אנטרופי לא התנגדה בעבר לתנאי הכהונה והעסקה האמורים.

19. שינויים בתקנון חברה ובמתכונת דיווח

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. **הקטנת רוב נדרש:** 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. **מרווחי זמן בלתי סבירים:** 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. **שיקול דעת בלעדי בחלוקת דיבידנד:** אנו נמליץ להתנגד לתיקון המאפשר לדירקטוריון שיקול דעת בלעדי בדבר חלוקת דיבידנד. החלטה זו הינה בעלת חשיבות רבה לבעלי המניות כאמור בסעיף 9 לעיל וראוי שתובא לבחינת בעלי המניות ברוב מיוחד.
- ד. **נוסח חוק החברות בהתייחסו לשיפוי ולפטור:** אנו מסתייגים מנוסח חוק החברות בהתייחסו לשיפוי (סעיף 260 ב'א') 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 וכן להחריג את הפטור שניתן מהחלטה או עסקה שלבעל השליטה או לנושא משרה כלשהו בחברה יש בה עניין אישי, כאמור בסעיף 16 לעיל.
- ה. **מינוי דירקטור ע"י הדירקטוריון:** אנו נמליץ על אפשרות למינוי דירקטור ע"י 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. **רמת הדיווח במעבר לרישום כפול:** 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 האם שינוי במתכונת הדיווח צפוי לפגוע ברמת המידע והשקיפות לה היו מורגלים המשקיעים והאם

¹⁸ תקנות החברות (הקלות בעסקאות עם בעלי עניין)(תיקון מס' 2), התשע"ו-2016.

נושאים המהותיים למשקיעים אינם 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).

לאור זאת אנו נבקש כי רמת הגילוי והשקיפות תהיה במתכונת הדיווח של החברות המקומיות בארה"ב. ההשוואה לדוחות המוגשים על ידי החברות המקומיות בארה"ב נועדה למנוע פגיעה במשקיעים בכל הקשור לרמת הגילוי, השקיפות ואופן ההצגה הנדרשים.

ז. **תניה לדין ישראלי בעת רישום כפול:** 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.

20. נושאים מנהלתיים

א. 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. דוגמה להחלטות בנושאים מנהלתיים כאמור הם: שינוי שם חברה, הקצאת כספי חברה לצדקה וכיוצ"ב.

ב. בנוסף, אנו נבקש ונמליץ להוסיף סעיף לתקנון החברה, לפיו החברה תידרש לכלול את כל הנושאים שעל סדר היום באסיפה הכללית בכתב הצבעה שיפורסם על ידה.