



אנטרופי שירותי מחקר כלכלי בע"מ

נספח :

עדכון מדיניות הצבעה 2016

אנטרופי שירותי מחקר כלכלי

אפריל 2016

תוכן עניינים

3.....	1. רקע : הקלות הרגולציה.....
5.....	2. הקלות לחברות לאחר הנפקה ראשונית.....
5.....	3. עדכונים בנוגע למדיניות התגמול.....
6.....	4. עדכונים בנוגע למינוי וכהונת נושאי משרה.....
7.....	5. עדכון בנוגע למינוי רואה חשבון מבקר.....
8.....	6. מדיניות הצבעה בחברות ברשימת שימור, השעייה ומחיקה ממסחר.....
8.....	7. כללי ממשל תאגידי בשותפויות.....
9.....	8. מדיניות תגמול בתאגידי בנקאיים וחברות ביטוח.....
10.....	9. הגבלת מעורבות בעל שליטה בחברות ביטוח וקופות גמל.....
11.....	10. הגבלת שכר בכירים בתאגידי פיננסים.....
12.....	11. השקת דירוג כמותי לסיכון ממשל תאגידי.....

אנו מתכבדים להציג לכם את העדכון למדיניות ההצבעה של אנטרופי כפי שהתגבש על ידינו לאחר תהליך ארוך של דיונים עם נציגי הרגולציה והבורסה לניירות ערך, משקיעים מוסדיים, יועצים מקצועיים וכן נציגי חברות ציבוריות. תהליך העדכון כלל למידה של המגמות בעולם בקרב חברות הייעוץ המובילות למוסדיים, מצב השוק וצרכי המשקיעים. שימת לב ייחודית ניתנה למצב הרגיש והייחודי של שוק ההון הישראלי בתקופה של שינויים משמעותיים בתחום הרגולציה המשפיעים על כלל השחקנים בשוק, מנפיקים ומשקיעים והעדפותיהם ביחס לשווקים מקבילים.

1. רקע: הקלות הרגולציה

בשנה החולפת הותקנו שורה ארוכה של תיקונים לחוק ולתקנות שתכליתן להקל על נטל הרגולציה הכבד המוטל כיום על חברות ציבוריות.¹ ביום 7.2.16 נכנס לתוקף תיקון 27 לחוק החברות² אשר העניק לשרת המשפטים סמכות להתקין תקנות שונות לחברות מסוגים שונים, במטרה ליצור 'מדרג רגולציה' אשר תקל על חברות ובעיקר חברות לאחר הנפקה ראשונית לציבור. התקנות החדשות צפויות להתקבל ולהיכנס לתוקף בתקופה הקרובה.

תיקוני החוק והתקנות החדשות להקלה על דרישות הרגולציה, אומצו במדיניות ההצבעה של אנטרופי לשנת 2016. יחד עם זאת, אנו נבחן בזירות את ההשלכות של יישום הקלות אלו ובמידת הצורך נוסיף ונעדכן את מדיניות ההצבעה בהתאם לאחר תהליך הלמידה שיוטמע בשוק. החקיקה והתקנות החדשות להקלה ברגולציה קובעות בין היתר:

(א) **ביטול דרישת רוב של שני שלישים מהמיעוט לאישור כהונת מנכ"ל כיו"ר דירקטוריון** - עד היום חברה ציבורית שביקשה לאשר כהונה מקבילה של מנכ"ל החברה כיו"ר הדירקטוריון, נדרשה לאשר מינוי זה באסיפה הכללית ברוב מיוחד של שני שלישים מבעלי המניות נטולי עניין אישי (שני שלישים מהמיעוט). תיקון 27 לחוק החברות הפחית את שיעור הרוב המיוחד הנדרש לצורך אישור זה, לרוב רגיל של המיעוט.

(ב) **פטור מהחובה למינוי דח"צים בחברה ישראלית הרשומה למסחר בבורסה זרה** - חברה ישראלית שמניותיה רשומות למסחר בבורסה זרה ואין לה בעל שליטה, תהיה פטורה מחובת מינוי דירקטורים חיצוניים ופטורה מהוראות שונות לעניין הרכב ועדות הביקורת והתגמול.³ כל זאת בתנאי שהחברה מקיימת את דרישות הבורסה הזרה לגבי מינוי דירקטורים עצמאיים (רוב בדירקטוריון) ולגבי הרכב ועדות הביקורת והתגמול (כל חבריהן דירקטורים עצמאיים).

¹ ביום 3.4.2016 פורסמו ברשומות בקובץ [תקנות 7639](#), שורה של תיקונים לתקנות: תקנות החברות (הקלות לעניין החובה לקבוע מדיניות תגמול)(תיקון), התשע"ו-2016; תקנות החברות (עניינים שאינם מהווים זיקה)(תיקון), התשע"ו-2016; תקנות החברות (כללים בדבר גמול והוצאות לדירקטור חיצוני)(תיקון), התשע"ו-2016; תקנות החברות (הודעה ומודעה על אסיפה כללית ואסיפת סוג בחברה ציבורית והוספת נושא לסדר היום)(תיקון), התשע"ו-2016; תקנות החברות (תקופת תוקף החלטה לפי סעיף 121 לחוק), התשע"ו-2016; תקנות החברות (סוגים נוספים של חברות שבהם ניתן למנות דירקטורים חיצוניים שאינם תושבי ישראל), התשע"ו-2016; צו החברות (שינוי התוספת הראשונה אי' לחוק), התשע"ו-2016; תקנות החברות (הקלות בעסקאות עם בעלי עניין)(תיקון), התשע"ו-2016;

לסיכום תיקוני החוק והתקנות ראו גם הודעות הרשות לניירות ערך מיום 16.3.2016: ['הקלות בהוראות ממשל תאגידי החלות על חברות נסחרות' וכן 'הקלות לחברות המנפיקות לראשונה \(IPO\)'](#).

ביום 31.3.2016 וועדת החוקה, חוק ומשפט אישרה שורה של [תיקונים](#) נוספים לתקנות החברות: תקנות החברות (הקלות לחברות שניירות הערך שלהן רשומים למסחר בבורסה מחוץ לישראל)(תיקון), התשע"ו-2016; תקנות החברות (הקלות בעסקאות עם בעלי עניין)(תיקון מס' 2), התשע"ו-2016; תקנות החברות (דיווח, פרטי רישום וטפסים)(תיקון), התשע"ו-2016.

ביום 11.4.2016 וועדת החוקה, חוק ומשפט אישרה [תקנות](#) החברות (הוראות ותנאים לעניין הליך אישור דוחות כספיים)(תיקון), התשע"ו-2016. ² חוק החברות (תיקון מס' 27), התשע"ו-2016, ס"ח 2532, בעמוד 576.

³ תקנות החברות (הקלות לחברות שניירות הערך שלהן רשומים למסחר בבורסה מחוץ לישראל)(תיקון), התשע"ו-2016.

- (ג) **אישור תנאי כהונה והעסקה של מנכ"ל או דירקטור באסיפה שנתית** – לצורך אישור תנאי כהונה והעסקה של מנכ"ל או דירקטור, ניתן לקבל את אישור האסיפה הכללית במסגרת האסיפה השנתית הקרובה של החברה, ללא צורך בכינוס אסיפה מיוחדת בשל כך. כל זאת בתנאי שועדת התגמול והדירקטוריון אישרו את תנאי הכהונה והעסקה, תנאי הכהונה והעסקה הם בהתאם למדיניות התגמול, ואינם גבוהים או שונים ממש מבעבר.⁴
- (ד) **זיקה זניחה של דח"צ** - קשרים מקצועיים או עסקיים של דירקטור חיצוני עם החברה שנוצרו במהלך כהונת הדח"צ, לא יהוו זיקה של הדח"צ במידה וקשרים אלו הם זניחים והדח"צ הצהיר כי לא ידע עליהם ואין לו שליטה על קשרים אלו.⁵
- (ה) **שינוי לא מהותי בתנאי העסקת נושא משרה כפוף למנכ"ל** - על מנת לאשר שינויים לא מהותיים בתנאי כהונה והעסקה של נושא משרה הכפוף למנכ"ל, לא יהיה עוד צורך באישור וועדת התגמול וניתן יהיה להסתפק באישור המנכ"ל במידה והשינויים תואמים את מדיניות התגמול.⁶
- (ו) **פטור מהצורך באסיפה כללית לאישור המשך העסקת מנכ"ל מכהן** - חברה ציבורית לא תידרש לכנס אסיפה כללית על מנת לאשר הארכת העסקת מנכ"ל שכיר מכהן בחברה, במידה ותנאי העסקתו אינם שונים מתנאי העסקתו הקודמים ותואמים למדיניות התגמול.⁷
- (ז) **בוטלה זכות בעלי מניות מיעוט להתנגד להקלות באישור עסקאות בעלי עניין** - בוטלה הזכות של בעלי מניות המחזיקים 1% ממניות החברה, להתנגד לכך שהחברה תנצל את ההקלות באישור עסקאות בעלי עניין שנקבעו בתקנות.⁸
- ביטול זכות זו של בעלי מניות המיעוט לנטר עסקאות בעלי עניין שזכו להקלות בהליכי האישור, מעלה חשש לפגיעה פוטנציאלית בחברה. לפיכך, אנו נעדכן את מדיניות הצבעה שלנו ומעתה נבחן בצורה קפדנית יותר הסכמי מסגרת ועסקאות בעלי עניין המבקשות לנצל את תקנות ההקלות.
- (ח) **בוטלה החובה לפרסום זימון לאספות בעיתונות**⁹ - החובה לפרסם זימון לאסיפות בעלי מניות בשני עיתונים יומיים בוטלה, וכעת ניתן להסתפק בפרסום זימון האסיפה באתר האינטרנט של החברה.
- (ט) **חברה שעיקר פעילותה בחו"ל תהיה רשאית למנות דח"צ שאינו תושב ישראל**.¹⁰
- (י) **ועדת הביקורת תוכל לכהן גם כוועדת תגמול**.¹¹
- (יא) **פטור מוועדת מאזן לתאגיד קטן** - חברה המוגדרת "תאגיד קטן"¹² וכן חברה שטרם חלפו 5 שנים מיום הנפקתה הראשונית לציבור, לא תהיה חייבת להקים וועדת מאזן.¹³
- (יב) **הפחתה בשיעור הגמול לישיבה לדח"צ בתאגיד קטן**.¹⁴

⁴ תקנות החברות (הקלות בעסקאות עם בעלי עניין)(תיקון מס' 2), התשע"ו-2016.

⁵ תקנות החברות (עניינים שאינם מהווים זיקה)(תיקון), התשע"ו-2016.

⁶ תקנות החברות (הקלות בעסקאות עם בעלי עניין)(תיקון), התשע"ו-2016.

⁷ תקנות החברות (הקלות בעסקאות עם בעלי עניין)(תיקון), התשע"ו-2016.

⁸ תקנות החברות (הקלות בעסקאות עם בעלי עניין)(תיקון), התשע"ו-2016.

⁹ תקנות החברות (הודעה ומודעה על אסיפה כללית ואסיפת סוג בחברה ציבורית והוספת נושא לסדר היום)(תיקון), התשע"ו-2016.

¹⁰ תיקון 27 לחוק וכן תקנות החברות (סוגים נוספים של חברות שבהם ניתן למנות דירקטורים חיצוניים שאינם תושבי ישראל), התשע"ו-2016.

¹¹ תיקון 27 לחוק.

¹² ראו הגדרת "תאגיד קטן" בתקנה 15 לתקנות ניירות ערך (דוחות תקופתיים ומידעים), התש"ל-1970.

¹³ תקנות החברות (הוראות ותנאים לעניין הליך אישור דוחות כספיים)(תיקון), התשע"ו-2016.

2. הקלות לחברות לאחר הנפקה ראשונית

חלק מרכזי מההקלות הרגולציה המתוכננות, נועדו להקל על חברות בחמש השנים הראשונות לאחר הפיכתן לחברות ציבוריות, וזאת על מנת לעודד חברות חדשות נוספות להנפיק את מניותיהן למסחר בבורסה בישראל.

(א) **אישור מדיניות התגמול** - חברה ציבורית שטרם ההנפקה הראשונית לציבור ערכה מדיניות תגמול, תידרש לאשר מדיניות תגמול רק בחלוף 5 שנים מיום הפיכתה לחברה ציבורית.¹⁵

(ב) **אישור תנאי כהונה של בעל שליטה** - חברה ציבורית תחויב לאשר קבלת שירותים או העסקת בעל השליטה או קרובו רק לאחר חלוף 5 שנים מיום הפיכתה לחברה ציבורית, אם ההתקשרות עם בעל השליטה החלה לפני מועד ההנפקה הראשונית או אושרה כדין לאחר ההנפקה.¹⁶

(ג) **התקשרות עם מנכ"ל חדש** - במהלך 5 שנים לאחר הנפקה ראשונית לציבור, חברה לא תידרש לאשר באסיפה הכללית את כהונתו ואת תנאי משרתו של מנכ"ל חדש, במידה ותנאי העסקה תואמים את מדיניות התגמול ואינם שונים מתנאי העסקה שפורסמו בתשקיף ההנפקה הראשונית.¹⁷

(ד) **פטור מוועדת מאזן** - יוענק לחברה המוגדרת כתאגיד קטן וכן לחברה שטרם חלפו 5 שנים מיום ההנפקה הראשונית לציבור.¹⁸

(ה) **תוקף מינוי מנכ"ל כיו"ר הדירקטוריון** - במהלך 5 שנים לאחר הנפקה ראשונית לציבור, חברה לא תידרש לאשר מחדש את מינויו של המנכ"ל כיו"ר הדירקטוריון, אם מינוי זה החל לפני מועד ההנפקה הראשונית או אושר כדין לאחר ההנפקה.¹⁹

3. עדכונים בנוגע למדיניות התגמול

במסגרת עדכון מדיניות ההצבעה של אנטרופי לשנת 2016, אנו עורכים מספר שינויים ועדכונים לגבי עמדתנו בנוגע למדיניות התגמול:

(א) **ביטול קריטריונים מדידים לתגמול נושא-משרה הכפוף למנכ"ל**

חברה ציבורית נדרשת לפרט במדיניות התגמול קריטריונים מדידים עליהם מבוסס הגמול המשתנה, למעט אם רכיב הגמול המשתנה הנו חלק לא מהותי מהתגמול הכולל. לעניין זה נבקש לעדכן בעניין זה ביחס לשתי הקלות שונות שמקורן בתקנות החדשות.²⁰ כאשר מדובר בתגמול נושא משרה הכפוף למנכ"ל, אזי לא נדרוש לפרט קריטריונים מדידים עליהן מבוסס הגמול המשתנה, ככל שהיקפו אינו מהותי. נמשיך ונדרוש פירוט של קריטריונים מדידים בנוגע לתגמול המנכ"ל, הדירקטורים ובעל השליטה.

¹⁴ תקנות החברות (כללים בדבר גמול והוצאות לדירקטור חיצוני)(תיקון), התשע"ו-2016.

¹⁵ תקנות החברות (הקלות לעניין החובה לקבוע מדיניות תגמול)(תיקון), התשע"ו-2016.

¹⁶ תקנות החברות (הקלות בעסקאות עם בעלי עניין)(תיקון), התשע"ו-2016.

¹⁷ תקנות החברות (הקלות בעסקאות עם בעלי עניין)(תיקון), התשע"ו-2016.

¹⁸ תקנות החברות (הוראות ותנאים לעניין הליך אישור דוחות כספיים)(תיקון), התשע"ו-2016.

¹⁹ תקנות החברות (תקופת תוקף החלטה לפי סעיף 121 לחוק), התשע"ו-2016.

²⁰ ראו צו החברות (שינוי התוספת הראשונה א' לחוק), התשע"ו-2016.

לעניין הגדרת "חלק לא מהותי" מגמול משתנה אשר ניתן להעניקו ללא קריטריונים מדידים, נאמץ לעניין זה את הפרשנות הרווחת בשוק לפיה גמול של עד 3 משכורות חודשיות עומד בדרישה לאי-מהותיות. לפיכך, נמליץ לאשר מדיניות תגמול הכוללת רכיב משתנה שאינו מבוסס על קריטריונים מדידים, במידה ושיעור הרכיב הנתון לשיקול דעת הנו עד כ- 20% מסך התגמול השנתי.

(ב) מדיניות תגמול בחברה 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 מדיניות התגמול אינה מפרטת תנאי-סף או יעדים כמותיים מדידים צופים פני עתיד.

4. עדכונים בנוגע למינוי וכהונת נושאי משרה

במסגרת עדכון מדיניות ההצבעה של אנטרופי לשנת 2016, אנו עורכים מספר שינויים ועדכונים לגבי עמדתנו בנוגע למינוי וכהונת נושאי משרה:

(א) סיווג דירקטור המכהן מעל 9 שנים, בחברה הנסחרת בחו"ל

נכון להיום דירקטור המכהן מעל 9 שנים בחברה ישראלית מסווג על ידי חוק החברות כתלוי, כאשר קיימות הקלות בנושא לחברות דואליות ולחברות ישראליות שנסחרות בחו"ל.²¹ עד היום, מדיניות אנטרופי התייחסה לכל דירקטור, למעט דירקטורים חיצוניים בחברות דואליות, בכל חברה כתלוי, במידה וכיהן מעל 9 שנים. אנו מעדכנים את מדיניותנו בנושא ועבור חברות דואליות וחברות ישראליות הנסחרות בחו"ל אשר יש להן בעלות מבוזרת (ללא בעל שליטה), אנו נסווג דירקטור כבלתי תלוי גם אם כיהן בתפקידו מעל 9 שנים. כל זאת בהנחה שמבנה הדירקטוריון בחברה הנו בהתאם למדיניותנו לחברות ללא בעל שליטה (כך שמעל 50% מהדירקטורים הנם בלתי תלויים). למרות כל זאת, אנו עדיין נסתייג מהמינוי המוצע במקרים בהם נתרשם כי כהונתו ארוכת השנים של הדירקטור פוגעת בתפקודו ובתפקוד הדירקטוריון.

(ב) קבלת ייעוץ חיצוני בלתי תלוי

במועד מינוי מחדש של דירקטור ובפרט בעת מינוי מחדש של דירקטור חיצוני, אנו נבחן במידת הצורך האם לדירקטור עמדה האפשרות לקבלת ייעוץ חיצוני בלתי תלוי בנושאים מקצועיים שונים שעל הפרק, מי אחראי על אישור תקציב זה, האם קיימת מדיניות בנושא ועוד. מידע זה יוצג לבעלי המניות במסגרת המלצתנו ככל שהנו גלוי.

(ג) גיבוש מידע ובחינת רקורד ההצבעה של דח"צים

²¹ תקנה 5א(ב) לתקנות החברות (הקלות לחברות שניירות ערך שלהן רשומים למסחר בבורסה מחוץ לישראל), תש"ס-2000.

מינוי דח"צ לכהונה ראשונה מחייב רוב רגיל וכן רוב מיוחד, בעוד שמינוי לכהונה נוספת, שנייה ושלישית, יכול להיעשות ברוב מיוחד בלבד, קרי על ידי אישור של בעלי מניות נטולי עניין אישי (בעלי מניות המיעוט) בלבד.²² מכאן שקיימת חשיבות רבה לעמדת בעלי מניות המיעוט לגבי מינוי דח"צ לכהונה ראשונה וכן למינויו מחדש לכהונה נוספת.

אנו מעדכנים את מדיניותנו בנושא ומעתה בעת מינוי לראשונה או הארכת מינוי דח"צ, אנו נבקש, מעבר למבחני כשירות הכהונה הרגילים, לבחון גם את רקורד ההצבעה של אותו דח"צ בעסקאות רגישות בהן הוא היווה שומר סף מהותי (עסקאות עם בעלי שליטה ונושאי תגמול מהותיים).

לאור זאת, אנו נבחן את החלטות הדירקטוריון בנושאי תגמול ועסקאות בעלי ענין מהותיות במהלך תקופת כהונת הדח"צ, וכן נבחן את 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 נמליץ להתנגד למינוי מחדש.

(ד) מינוי דירקטור או דח"צ שהוצע על ידי משקיע מוסדי

חוק החברות מעניק למשקיע מיעוט המחזיק לפחות 5% מהון מניות החברה אפשרות לבקש זימון של אסיפה מיוחדת, ולמשקיע שמחזיק 1% מהון מניות החברה לבקש להוסיף נושא מתאים לדיון לסדר היום של אסיפה כללית שכבר זומנה.²³

במידה ובאסיפה כללית כאמור, משקיע מוסדי יציע מועמד לתפקיד דירקטור או דח"צ 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.

(ה) נוכח הצורך הגובר בהגברת אמון המשקיעים בדירקטוריון ועל מנת לעודד את מינויו בפועל של המועמד 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), אנטרופי תעניק משקל רב יותר לשיקול הדעת של וועדת התגמול לצורך מתן 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 המופיעים במדיניות ההצבעה של אנטרופי.

5. עדכון בנוגע למינוי רואה חשבון מבקר

אנו מעדכנים את המלצתנו בעניין מינויו של רואה החשבון המבקר של החברה, כך שתתבסס על בחינה איכותית לצד בחינה כמותית.

לאור החשיבות לאי-תלות רואה החשבון המבקר בעת הענקת שירותי הביקורת לחברה, אנו נתנגד למינוי רואה חשבון מבקר אשר היקף שירותי הביקורת והמס בשנה שקדמה למועד מינויו מהווים פחות מ- 70% מהיקף שכר הטרחה הכולל אשר שולם לו.

בנוסף, בחינתנו כעת תעשה גם תוך התייחסות לקריטריונים הבאים:

²² סעיף 245(א1)(1) לחוק החברות.

²³ סעיף 66 לחוק החברות ותקנות החברות (הודעה ומודעה על אסיפה כללית ואסיפת סוג בחברה ציבורית והוספת נושא לסדר היום), תש"ס-2000.

- 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.

6. מדיניות הצבעה בחברות 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 מושתות עלויות אחזקה גבוהות. בנוסף, בחברות הציבוריות הללו קיים חשש מוגבר לפגיעה בבעלי מניות המיעוט, שכן לא קיים אפקט שוק מרסן למנהלי החברה. האינטרס העיקרי של ציבור בעלי המניות בחברות אלו הנו השבת המניות למסחר שוטף בבורסה.

בהתאם לכך אנו מעדכנים את מדיניותנו בנוגע לחברות בשימור, השעיה או מחיקה ממסחר. 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 כאמור תעלה 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.

7. כללי ממשל תאגידי בשותפויות

בבורסה בישראל נסחרות מספר שותפויות מוגבלות הפועלות בעיקר בתחום האנרגיה, ועד לאחרונה הן התנהלו ללא כללי ממשל תאגידי מוסדרים בחוק. ביום 23.2.2015 תוקנה פקודת השותפויות²⁴ ולראשונה התווסף לפקודה פרק שלם בנושא כללי ממשל תאגידי, החלים על שותפות מוגבלת ציבורית. 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 על שותפות מוגבלת ציבורית.

כללי הממשל התאגידי לשותפות מוגבלת ציבורית שנקבעו בתיקון לפקודה עוסקים בשורה של נושאים שונים, כגון: הגבלות על תחומי העיסוק של חברת השותף הכללי; 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 השותפות.

²⁴ חוק לתיקון פקודת השותפויות (מס' 5), התשע"ה-2015, ס"ח 2490 מיום 23.2.2015.

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 מבוצרת של בעל השליטה בחברת השותף הכללי והיא אינה תלויה בשיעור ההון המוחזק על ידי בעל השליטה, לשותפות המוגבלת עצמה אין דירקטורים ולמחזיקי יחידות השתתפות יכולת השפעה מוגבלת על ניהול ענייני השותפות.

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 של מפקח שייבחר רק על ידי ציבור בעלי יחידות ההשתתפות שאינם נגועים בעניין אישי. באופן כללי, מדיניות ההצבעה עליה נמליץ באספות מחזיקי יחידות השתתפות בשותפות מוגבלת, לא תהיה שונה ממדיניותנו הרגילה עבור אספות בעלי מניות בחברות ציבוריות. יחד עם זאת, אנו נעודד משקיעים מוסדיים להציע מועמדים ראויים לתפקיד המפקח על השותפות המוגבלת ולכהונה כדירקטורים חיצוניים בחברת השותף הכללי.

בנוסף בשל חשש להעדר אי-תלות, אנו נמליץ לא לאשר המשך כהונה של מפקח לתקופה העולה על 9 שנים, אך נשקול בחיוב רוטציה פרסונלית של המפקח מאותה פירמת רו"ח או אותו משרד עו"ד.

8. מדיניות תגמול בתאגידי בנקאיים וחברות ביטוח

ביום 13.8.2015 פרסמה המפקחת על הבנקים חוזר²⁵ לשינוי מדיניות התגמול בתאגידי בנקאיים²⁶. מדיניות חדשה זו מהווה ניסיון של הפיקוח על הבנקים להתאים את הוראות התגמול ליוזמה דומה להסדרת תגמול נושאי משרה בתאגידי בנקאיים באיחוד האירופאי²⁷. חוזר מדיניות התגמול קובע מגבלות חדשות לתגמול חברי הדירקטוריון ויו"ר הדירקטוריון, מתוך תפיסה הרואה בחברי הדירקטוריון בתאגיד בנקאי כממלאים פונקציית בקרה בלבד. משכך, ההוראות החדשות מבקשות למנוע הענקת תמריצים המעודדים סיכון. עיקרן של ההגבלות החדשות הן:

- לכל חברי הדירקטוריון (כולל היו"ר) לא ניתן להעניק תגמול משתנה תלוי ביצועים, אלא גמול קבוע בלבד.²⁸
- גמול כל חברי הדירקטוריון (למעט היו"ר) יקבע על פי תקנות הגמול לדח"צ.²⁹
- הגמול ליו"ר הדירקטוריון יקבע ביחס לשיעור התגמול לדח"צ, בהתחשב בגודל הבנק, מורכבות הפעולות הנדרשות והיקף המשרה של היו"ר.
- חובת השבה של 5 שנים לגמול משתנה.

²⁵ לחזור המפקח על הבנקים ח-06 - 2484 מיום 13.8.2015 ראו:

<http://www.boi.org.il/he/BankingSupervision/LettersAndCircularsSupervisorOfBanks/HozSup/2484.pdf>

²⁶ להוראת ניהול בנקאי תקין A301 - מדיניות תגמול בתאגיד בנקאי, בנוסחה המתוקן, ראו:

<http://www.boi.org.il/he/BankingSupervision/SupervisorsDirectives/DocLib/301A.pdf>

²⁷ ההנחיות האירופיות החדשות למדיניות תגמול בתאגידי בנקאיים פרסמו ב- 21.12.2015 ומועד כניסתן לתוקף הנו ביום 1.1.2017. ראו:

<https://www.eba.europa.eu/documents/10180/1314839/EBA-GL-2015-22+Guidelines+on+Sound+Remuneration+Policies.pdf>

²⁸ על פי הגדרת "תגמול קבוע" בהוראה זו, תגמול קבוע יכול להיות גם תגמול הוני כגון מניות, אם שיעורו נקבע מראש והוא אינו תלוי ביצועים.

²⁹ תקנות החברות (כללים בדבר גמול והוצאות לדירקטור חיצוני), תש"ס-2000.

- יו"ר הדירקטוריון, דח"צים ונושאי משרה לא יוכלו לקבל תגמול נוסף מבעלי שליטה (הסעיף לא חל על דירקטורים שאינם דח"צים).
 - אנו נמליץ לתמוך בשכר יו"ר בתאגיד בנקאי בהיקף המשקף יחס סביר בהשוואה לשכר דח"צ. נכון להיום, בחברות ביטוח ובנקים טווח זה³⁰ מצוי בין 18 ל-20.
- תיקונים דומים בהוראות מדיניות התגמול נעשו השנה גם בנוגע למדיניות התגמול בחברות ביטוח ובקופות הגמל. ביום 7.10.2015 פרסמה הממונה על שוק ההון הביטוח והחיסכון במשרד האוצר חוזר³¹ לשינוי מדיניות התגמול. ההגבלות החדשות על מדיניות התגמול דומות להגבלות המפקחת על הבנקים, ועיקרן הן:
- לחברי הדירקטוריון (כולל היו"ר) ניתן להעניק גמול קבוע בלבד.
 - תגמול חברי הדירקטוריון (למעט היו"ר) יקבע על פי תקנות הגמול לדח"צ.³²
 - תגמול יו"ר הדירקטוריון יקבע ביחס לשיעור התגמול לדח"צ. וועדת התגמול נדרשת לקבוע יחס הכפלה בין תגמול הדח"צ לבין תגמול יו"ר הדירקטוריון.
 - חובת השבה של גמול משתנה במשך תקופה של 5 שנים.
 - איסור על קבלת גמול מבעלי שליטה.
 - אנו נמליץ לתמוך בשכר יו"ר בתאגיד מבטח בהיקף המשקף יחס סביר בהשוואה לשכר דח"צ. נכון להיום, בחברות ביטוח ובנקים טווח זה מצוי בין 18 ל-20.

9. הגבלת מעורבות בעל שליטה בחברות ביטוח וקופות גמל

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-2016.³³ תקנות אלו, אשר נכון להיום טרם נכנסו לתוקף, מבקשות להגביל את היקף המעורבות של בעלי שליטה בניהול תאגיד מבטח או קופת גמל.

טיוטת התקנות כוללת שתי הוראות עיקריות. ההוראה הראשונה אוסרת על התאגיד המבטח למנות כבעל תפקיד מרכזי³⁴ בתאגיד, את:

- בעל השליטה או קרובו (למעט מינוי כדירקטור).
- קרוב של דירקטור.
- אדם שהורשע או שהוגש כנגדו כתב אישום פלילי.

ההוראה השנייה מבקשת למנוע מבעל שליטה או אדם אחר לשמש כ"דירקטור צללים", כלומר להשפיע ולהתערב בניהול ענייני התאגיד מבלי שמונה לכך כדין. ההוראה אוסרת על כל אדם לפעול כבעל תפקיד מרכזי בתאגיד אם לא מונה לכך כדין, וכן אוסרת להשפיע על שיקול הדעת העצמאי של בעל תפקיד מרכזי.

³⁰ בהתייחס למרכיב הקבוע בלבד ובניטרול המרכיב המשתנה אשר בהתאם לחוזר מדיניות התגמול הנו אסור.

³¹ חוזר גופים מוסדיים 2015-9-31 'מדיניות תגמול בגופים מוסדיים – תיקוף', מיום 7.10.2015.

³² בהתאם לחוזר גופים מוסדיים 2009-9-4 'גמול לדירקטורים חיצוניים בגופים מוסדיים' מיום 9.3.2009.

³³ לנוסח טיוטת התקנות ראו כאן.

³⁴ 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.

10. הגבלת שכר בכירים בתאגידים פיננסיים

ביום 12.4.2016 פורסם ברשומות ונכנס לתוקף חוק תגמול לנושאי משרה בתאגידים פיננסיים (אישור מיוחד ואי-התרת הוצאה לצורכי מס בשל תגמול חריג), התשע"ו-2016.³⁵ חוק זה כולל הגבלות משמעותיות על היקף תגמול בכירים במגזר הפיננסי.

כבר בשלב הצעת החוק³⁶, 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.³⁷ עיקרי החוק כוללים את ההוראות הבאות:

- החוק חל על תגמול נושא משרה בכיר³⁸ 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:

- ועדת התגמול.
- הדירקטוריון, כולל רוב מיוחד של הדח"צים או הדירקטורים הבלתי תלויים.
- 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)".

על מנת לענות על הצורך בהתייחסות מיוחדת לסוגיית תגמול שכר בכירים, החל משנת 2016 אנטרופי תציע ללקוחותיה לעצב עבורם מדיניות הצבעה אישית בנושאי תגמול, המותאמת לדרישות הלקוח. עיצוב מדיניות הצבעה אישית 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.

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

בנוגע למדיניות התגמול במגזרים האחרים, אנו נמשיך ליישם את עקרונות מדיניות ההצבעה תוך התייחסות והתאמה לנושאים אשר יתגבשו בשוק בעקבות אימוץ חוק זה. בנוסף, בכוננו 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.

³⁵ ראו ס"ח 2552 מיום 12.4.2016.

³⁶ לנוסח הצעת החוק המקורית משנת 2014 ראו כאן. הנוסח אשר אושר ביום 16.3.2016 בוועדת הכספים כלל מספר תיקונים להצעת חוק זו, ראו הודעת וועדת הכספים של הכנסת מיום 16.3.2016 כאן.

³⁷ ראו נספח עדכון למדיניות ההצבעה של אנטרופי בנושא תגמול בכירים.

³⁸ המונח "נושא משרה בכיר" מוגדר בחוק 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; לעניין זה: "

11. השקת דירוג כמותי לסיכון ממשל תאגידי

בישראל קיימות הנחיות רגולציה המחייבות משקיעים מוסדיים להתייחס אל אמות מידה לממשל תאגידי במנפיקים³⁹, 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. אולם, עד היום משקיעים מוסדיים אינם מטמיעים את השימוש בדירוג הממשל התאגידי בשיקולי ההצבעה שלהם, גם לא לצרכי השקעה ופיתוח של אקטיביזם מוסדי לתיקון פערים אשר בכוחם לתקנם.⁴⁰

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

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

השימוש בסרגל דירוג הממשל התאגידי יאפשר כאמור לגופים מוסדיים לבחון את השקעתם גם בהתאם לעמידת המנפיקים בכללי ממשל תאגידי סדורים ומקובלים, וכן גם יאפשר לתאגידי הפועלים 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 המודל הכמותי לשמש כסרגל הערכה המבוסס על משתנים כמותיים בהתאם למדדים ידועים ומקובלים בארץ ובעולם. מדדים אלו הנם גלויים ויאפשרו גם להנהלות ולחברי דירקטוריון המנפיקים לבחון באופן עצמאי את עמידתם בכללי הממשל התאגידי והפעולות הנדרשות לשם התאמת מערכי החברה לכללים הנהוגים בארץ ובעולם. המודל הותאם למגוון החברות הקיימות בשוק ההון הישראלי בהתאם לגודלן, מגזר פעילותן והשווקים בהן 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.

³⁹ בהתאם לחוזר גופים מוסדיים 2014-9-6 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.

⁴⁰ לאור החשיבות הגוברת והמודעות המתפתחת בשוקי הון מפותחים בעולם לאמידת איכות הממשל התאגידי במנפיקים על ידי 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 (California Public Employees' Retirement System) 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.