

## רקע

בשוק ההון בארץ ובעולם נודעת חשיבות רבה לעקרונות הממשל התאגידי, שעניינם יצירת מנגנוני בקרה ופיקוח על אופן ניהולם של תאגידיים המגייסים הון ורוב מהציבור. עקרונות אלו נועדו לשפר את האינטרסים הכלכליים ארוכי הטווח של בעלי המניות, בעלי החוב, עובדים, לקוחות וספקים וכן את איכות ההתקשרויות בין משקעים מוסדיים לחברות. "חובת הפיקוח של גופים מוסדיים משתרעת על פני כל שלבי ההשקעה, בהתאם לנסיבות. על הגופים לבחון את כדאיותן של השקעות פוטנציאליות גם על בסיס אמות מידה מקובלות של ממשל תאגידי, לעקוב באופן שוטף אחר ביצועי חברה, לפקח על איכות הדח"צים, להשתתף באסיפה בכללית ואף לשקול מעורבות אקטיבית יותר במקרים מתאימים." ההנחיות המובאות במסמך זה גובשו בשים לב לעדכוני ממשל תאגידי בעולם, חקיקה רגולטורית, פרקטיקה מקובלת, סוגיות ומגמות מתעוררות, שקיפות זכויות בעלי המניות ובעלי חוב, אחריות תאגידי ומחויבות נדבך משלים לבחינת כדאיות השקעה וזאת מלבד שווי, סחירות, תשואה וכד'.

## כללי

1. ההצעות המובאות לעיונם של בעלי המניות צריכות להיות ברורות ואינפורמטיביות ושאינן כוללות ניסוחים מעורפלים.
2. ככלל יש לדרוש כי הצעות המובאות לבחינת בעלי המניות לא יהיו קשורות ו/או מותנות זו בזו.
3. הצהרות מומחים – אנו נבקש גילוי בדבר תלות ו/או קשר עסקי של המומחה בבעלי השליטה בחברה או במי מטעם, במישרין או בעקיפין, וכן גילוי אודות היקף ותנאי שכר הטרחה, כתבי שיפוי והיקפם.
4. דו שיח שוטף וקיום פגישות עם החברות הציבוריות, אך לא עם נשוא העסקה, וזאת לאחר קיום דיון בנושאים המובאים לסדר היום של האסיפה, באורגנים של החברה על פי חוק.
5. דרישה לגילוי כלל המסמכים שעמדו בפני הדירקטוריון, לרבות חוות דעת הוגנות, ופרטים בדבר אופן הליך קבלת החלטות.
6. מידע עודף צריך להיות מובא לכלל בעלי המניות של החברה ומפורסם באופן פומבי.
7. עסקאות צריכות לבוא לאישור בעלי המניות מראש ולא בדיעבד.
8. רמת הדיווח והפירוט של הדוחות הכספיים לבעלי המניות, בחברות בעלות רישום כפול (דואליות) וכן בחינת איכות הדיווח לעניין תגמול נושאי המשרה (תקנה 21).
9. המלצות חברת עמדה הינן תומכות החלטה ואינן באות להחליף שיקול דעת של הגוף המוסדי.

**מדיניות זו תבחן מעת לעת בהתאם להתפתחויות רגולטוריות ופרקטיקה מקובלת בעולם, בשים לב למאפיינים הייחודיים של שוק ההון בישראל.**  
**הקווים המנחים למדיניות דורשים התייחסות מתאימה לכל מקרה ומקרה ולכל חברה באופן פרטני. אין במדיניות להחליף שיקול דעת עצמאי, מקצועי ובלתי תלוי של חברת עמדה**

## מבנה השוק בארץ ורגולציה

המשק הישראלי מאופיין במבנה בעלות ריכוזי, הבא לידי ביטוי בכך שבמרבית החברות הנסחרות בבורסה קיים בעל מניות עיקרי. בנוסף רווחת במשק הישראלי תופעה של קבוצות עסקיות אשר באמצעות מבנה אחזקות פירמידאלי שולטות על מספר חברות ציבוריות.

הממצאים בספרות מצביעים שבעוד שהיתרונות הגלומים בקבוצות עסקיות הולכים ונעלמים ככל שהמשק מפותח, הרי שהחסרונות הרבים המלווים ומאפיינים את פעילותן של הקבוצות העסקיות נותרים בעינם, וזאת ביחס ישר לגודלן של הקבוצות ומורכבותן.

חוק החברות וועדות רגולטוריות שונות החל מוועדת חמדני, דרך ועדת גושן ותיקוני חוק החברות כוללים הסדרים מפורטים ועדכניים לגבי החלת הוראות ממשל תאגידי החל על חברות ועל גופים מוסדיים. בין היתר קובע חוק החברות הסדרים שנועדו להתמודד עם בעיית הנציג שנוצרת כתוצאה מההפרדה בין השליטה בחברה לבין הבעלות בה.

לאחרונה תוקן חוק החברות בתיקון מקיף (16, 18 ו-20) וכמו כן, פורסם על ידי רשות ניירות הערך שאלון ממשל תאגידי מחייב, מתוך מטרה לשפר את מנגנוני הממשל התאגידי בחברות ציבוריות, בשים לב למבנה השליטה הקיים בישראל ולעקרונות הנהוגים בתחום זה בעולם.

**תיקון 16 לחוק** נועד לשפר את הוראות החוק המתמודדות עם בעיית הנציג, הנובעת מהפרדת הבעלות והשליטה בחברות ציבוריות ועם ניגודי האינטרסים הקיימים בין בעל מניות המיעוט לבין בעל השליטה בחברה. במרכז התיקון עומד הניסיון לאזן בין הגורמים הללו על ידי העברת חלק מכוחות בעלי השליטה אל בעלי מניות המיעוט ומתן יכולת השפעה גבוהה יותר למיעוט בקבלת החלטות בחברה.

1. חיזוק מעמד ועצמאות הדירקטוריון וועדת הביקורת ושליטת תופעת "דירקטור הצללים".
2. אימוץ הוראות ממשל תאגידי מומלצות בחברות ציבוריות בשיטת "אמץ או גלה".
3. הגברת כוחם של בעלי מניות המיעוט באישור עסקאות עם בעל שליטה וחיזוק מעמד התביעה הנגזרת.
4. ייעול דרכי אכיפה והטלת עיצום כספי בידי רשות ניירות ערך.

**תיקון 20 לחוק** מחייב את החברות הציבוריות לקבוע מדיניות גמול שיהיה בה כדי לקדם את השגת מטרות החברה, תכנית העבודה שלה ומדיניותה, בראייה ארוכת טווח ותוך התחשבות בניהול הסיכונים של החברה.

**במסגרת פרויקט שיפור הדוחות** פרסמה רשות לניירות ערך שאלון ממשל תאגידי ייעודי, המחייב את החברות הציבוריות לתת גילוי אודות מכלול היבטי הממשל התאגידי בחברה, לרבות בחינת כשירות וכישורי הדירקטורים, פעילות הדירקטוריון, אישור עסקאות בעלי שליטה, מבקר פנים ורואה חשבון.

## אחריות תאגידית

עם השתכללות השווקים וכתוצאה ממשברים כלכליים ומגמות עולמיות בעולם נתפסת האחריות התאגידית כפעילות היוצרת סינרגיה עם הפעילות העסקית של הארגון, כפעילות שיכולה להניב תועלות והזדמנויות עסקיות, מתוך הבנה שלניהול סיכונים סביבתיים השפעה ישירה על חוזקן של חברות וביצועיהן בשוק.

הערכת אחריות תאגידית משמשת כאמצעי לזיהוי איכות הניהול בתאגיד, יכולתו להתמודד עם משברים נקודתיים ולהתאים עצמו לעולם עם משאבים הולכים ומתמעטים ועם רגולציה ותקנים ההופכים לנוקשים יותר משנה לשנה. תאגיד המתייחס לתהליכים הסביבתיים והחברתיים בהם הוא מעורב יכול לזהות שווקים חדשים, הזדמנויות להתייעלות והזדמנות לחיזוק הקשר עם לקוחותיו, עובדיו, ספקיו והקהילה בה הוא פועל.

עקרונות אלו באים לידי ביטוי בהיבטים הבאים:

1. התנהלות התאגיד פנימה: כולל שמירה על זכויות עובדים, העסקה הוגנת, זכויות אדם ובטיחות בעבודה.
2. התנהלות התאגיד כלפי חוץ: כולל יחס הוגן לשותפים וספקים, יחס ללקוחות, הימנעות משחיתות ומתן שוחד.
3. השפעה על פעילותה העסקית של החברה, לרבות מוניטין, חרם צרכנים, חשיפה של סודות מסחריים וקניין חשיפה למתחרים.
4. בטיחות מוצר וחומרים רעילים, איכות סביבה, סביבת עבודה, התייעלות אנרגטית וסביבה ירוקה.
5. מחויבות לאיכות הסביבה ולעקרונות של קיימות (Sustainability): כולל ניהול תפעולי יעיל החוסך בחומרי גלם, מים ואנרגיה, וכן הפחתה בהשפעות השליליות של הארגון ומוצריו.

כאשר נושאים אלה אינם מנוהלים באופן נאות הם עלולים להשפיע בצורה שלילית על המוניטין, כושר התחרות או האיתנות הפיננסית של התאגיד.

## דירקטוריון

חוק החברות מגדיר את סמכויות ותפקידי הדירקטוריון, כך שהדירקטוריון יתווה את מדיניות החברה ויפקח על ביצועי המנהל הכללי ופעולותיו ובכלל זה: קביעת תוכנית פעולה של החברה ואופן מימונה, בחינת המבנה הארגוני ומדיניות שכר של החברה, הקצאת ניירות ערך, חלוקת דיבידנד ועוד. כחלק מהסדרת כללי ממשל תאגידי בחברה תופסת סוגיית הרכב הדירקטוריון מקום מרכזי, כאשר חוק החברות קובע הוראות החלות על חברות ציבוריות בנוגע להרכב הדירקטוריון ועצמאותו.

הרכב ומקצועיות הדירקטוריון - בהיבט של מקצועיות הדירקטוריון, חוק החברות כולל שורה של הוראות הנוגעות להרכב הדירקטוריון ותנאי כשירות חבריו.

הוראות אלה חוו אבולוציה במשך השנים, מתוך מטרה להבטיח שבדירקטוריון יכהנו דירקטורים אשר הנם בעלי הכישרים המתאימים למלא את תפקידם, בשים לב לחובות הזהירות והאמונים שמוטלות עליהם. עוד נקבע בחוק כי לא ימונה לדירקטור, מי שאין לו הכישרים הדרושים והיכולת להקדיש את הזמן הראוי לשם ביצוע תפקיד של דירקטור, בשים לב, בין היתר, לצרכיה המיוחדים של החברה ולגודלה.

כמו כן, נקבע חובה למנות לדירקטוריון של חברה ציבורית דירקטורים בעלי מומחיות חשבונאית ופיננסית.

עצמאות הדירקטוריון - בהיבט של עצמאות הדירקטוריון בחברה ציבורית, נקבעה חובה למנות לפחות שני דירקטורים חיצוניים, אשר אין להם זיקה לחברה או לבעל השליטה. אחד מהם לפחות חייב להיות בעל מומחיות חשבונאית ופיננסית והאחר יכול להיות בעל מומחיות כאמור או בעל "כשירות מקצועית" מתאימה מכוח השכלתו או ניסיונו העסקי.

### **ועדת הביקורת**

בהתאם לחוק החברות, על הדירקטוריון למנות ועדת ביקורת מבין חבריו, אשר תוטל עליה בין היתר החובה לעמוד על ליקויים בניהול העסקי של החברה ולהציע לדירקטוריון דרכים לתיקונם. עוד קובע החוק את הרכב ועצמאות ועדת הביקורת.

### **ועדת תגמול**

במסגרת תיקון 20 לחוק החברות נקבע כי דירקטוריון החברה ימנה מבין חבריו ועדת תגמול, אשר תפקדיה בין היתר להמליץ לדירקטוריון על מדיניות תגמול לנושאי משרה, להחליט אם לאשר עסקאות באשר לתנאי כהונה והעסקה של נושאי משרה, ולפטור עסקה מאישור האסיפה הכללית.

### **דירקטור חיצוני ובלתי תלוי**

בחברה ציבורית יכהנו לפחות שני דירקטורים חיצוניים, אשר ימונו על ידי האסיפה הכללית, שהם בעלי כשירות מקצועית ו/או מומחיות חשבונאית פיננסית. כמו כן, לא ימונה כדירקטור חיצוני, מי שהינו בעל זיקה לחברה ו/או לבעל השליטה ומי שעסקיו האחרים עלולים ליצור לו ניגודי עניינים. לצד החובה למנות דירקטורים חיצוניים, רשאית חברה ציבורית למנות גם דירקטורים "בלתי תלויים", קרי דירקטורים שאין להם זיקה לחברה או לבעל השליטה.

### תיקון 16 לחוק החברות

בשנת 2011 אושר תיקון 16 לחוק החברות, אשר נועד לשפר את הוראות החוק המתמודדות עם בעיית הנציג הנובעת מהפרדת הבעלות והשליטה בחברות ציבוריות וניגודי האינטרסים בין בעל מניות המיעוט לבין בעל השליטה בחברה, באמצעות חיזוק עצמאות הדירקטוריון, כדלקמן:

1. איסור על כהונה של דירקטור צללים (מי שלא מונה כדירקטור אסור לפעול כדירקטור) והובהרה החובה החלה על דירקטור להפעיל שיקול דעת עצמאי.
2. חיזוק האחריות האישית המוטלת על דירקטורים.
3. העמקת ההפרדה בין תפקידי יו"ר החברה והמנכ"ל.
4. חיזוק עצמאות הדירקטור החיצוני והארכת תקופת כהונתו בשתי תקופות כהונה נוספות של שלוש שנים כל אחת. במקביל הורחבה תחולת הצינון בתום תקופת הכהונה של הדירקטור החיצוני לכלל החברות שבשליטת בעל השליטה.
5. הרחבת סמכויות ועדת הביקורת והגברת עצמאותה.

### עוד קובע תיקון 16 הוראות ממשל תאגידי מומלצות:

תיקון 16 כולל הוראות ממשל תאגידי מומלצות הניתנות לאימוץ על ידי חברות ציבוריות בשיטת "אמץ או גלה". הוראות אלו כוללות רגולציה נוספת לעניין מבנה הדירקטוריון:

1. שיעור הדירקטורים הבלתי תלויים בחברה ציבורית יהיה כמפורט להלן:
  - 2.1. בחברה שאין בה בעל שליטה או מי שמחזיק בדבוקת שליטה, יהיו רוב חברי הדירקטוריון בלתי תלויים.
  - 2.2. בחברה שיש בה בעל שליטה, יהיו שליש מבין חברי הדירקטוריון, לפחות דירקטורים בלתי תלויים.
2. הגבלת כהונת נושא משרה כדירקטור – לא יכהנו כדירקטורים, נושאי משרה הכפופים למנכ"ל.
3. הכשרת דירקטורים בתחום עסקי החברה ובתחום הדין על החברה והדירקטורים.
4. ישיבות דירקטוריון בלא נוכחות המנכ"ל והכפופים לו – דירקטוריון החברה יקיים אחת לרבעון לפחות, דיון לעניין תפקוד המנכ"ל והכפופים לו בלא נוכחותם.
5. ועדת הביקורת תקיים אחת לרבעון ישיבה לעניין ליקויים בניהול העסקי של החברה.

### מינוי יו"ר כמנכ"ל

חוק החברות קובע כי ככלל, בחברה ציבורית תהא הפרדה בין יו"ר הדירקטוריון למנהל הכללי של החברה. התכלית בבסיס החוק, היא יצירת חיץ בין הגורם המתווה מדיניות והמפקח, שהוא הדירקטוריון ושראשו יו"ר הדירקטוריון, לבין הגורם המבצע שבראשו המנהל הכללי, וזאת כדי שהפיקוח יהא אפקטיבי. על מנת להגביר את הפיקוח של הדירקטוריון על ניהולה של החברה, הורחב בתיקון 16 לחוק החברות, האיסור על כהונתו של יו"ר דירקטוריון כמנכ"ל ללא אישור מיוחד של האסיפה הכללית גם על קרובי משפחה, והוסף האיסור על מי שכפוף למנכ"ל לשמש כיו"ר הדירקטוריון.

### דירקטורים בגוף פיננסי – המלצות ועדת הריכוזיות

בהתאם לדוח ועדת הריכוזיות עולה כי הרכב הדירקטוריונים בחברות במשק הישראלי מתאפיין במספר מוגבל של דירקטורים, שמכהנים לרוב במספר דירקטוריונים במקביל. על אף חובות הזהירות והאמונים שחלות על מי שמכהן כדירקטור, מעצם גודלו הקטן של המשק וריכוזיות הפעילות העסקית בו, חשופים דירקטורים המכהנים במספר תאגידים ריאליים ופיננסיים לניגודי עניינים פוטנציאליים לא מבוטלים.

**במסגרת הוראת ניהול בנקאי תקין**, המסדירה את פעילותו של דירקטוריון תאגיד בנקאי, קיימות מספר הנחיות ומגבלות שמטרתן להקטין את השפעתם ומעורבותם של בעלי השליטה בבנק, הן באופן ישיר, והן באמצעות הדירקטורים אותם הם ממנים, לרבות קבלת מידע שאינו נדרש לצורך מילוי תפקידם. הוראות אלה הן בנוסף למגבלות בחוק החברות.

**וועדת הריכוזיות ממליצה כי אדם השולט בתאגיד ריאלי משמעותי, קרוב שלו, שותפו, אדם בעל זיקה לשולט או נושא משרה בתאגיד ריאלי משמעותי, לא ימונה ולא יכהן כדירקטור בגוף פיננסי משמעותי, אך איסור זה לא יחול ביחס לגוף פיננסי משמעותי שתאגיד ריאלי משמעותי מחזיק בו כדין.**

### קריטריונים בנושא מינוי דירקטורים והרכב הדירקטוריון

1. כשירות וכישורי הדירקטור, לרבות בחינת הצהרת הדירקטור אודות כישוריו והיכולת להקדיש את הזמן הראוי לתפקיד, ניגודי עניינים ובחינת תלותו בחברה כמקובל בחוק.
2. חברות צריכות לחפש דירקטור שיכול להוסיף ערך לדירקטוריון באמצעות מיומנויות, מומחיות וניסיון רלוונטי.
3. אנו נמליץ לתמוך במינוי מספר רב ככל האפשר של דירקטורים בלתי תלויים בנוסף לדירקטורים החיצוניים בחברה. דרישה מינימאלית של מספר הדירקטורים הבלתי תלויים המכהנים בדירקטוריון, תחול בשים לב למבנה הבעלות בחברה, כדלקמן:
  - 3.1 בחברה בה יש דבוקת שליטה, לפחות שליש מהדירקטורים יהיו בלתי תלויים.
  - 3.2 בחברה ללא דבוקת שליטה, רוב הדירקטורים יהיו בלתי תלויים.
4. דירקטורים שאינם יכולים להשתתף באופן שוטף בישיבות ועדה ודירקטוריון ייתכן שלא יוכלו לשרת ביעילות את האינטרסים של בעלי המניות. בהתאם לכך, אנו נבחן הגבלת מספר הדירקטורים בהם מכהן הדירקטור, בשים לב לזיקתו לחברה (האם הינו בעל שליטה), עיסוקיו האחרים, לרבות בחינת יתר החברות בהן הוא מכהן כדירקטור, אופי פעילותו ומורכבותו.
5. גילוי הניתן על ידי החברה אודות מעורבות העבר של הדירקטור בישיבות הדירקטוריון ובוועדות בהן הוא חבר. בין השאר יבחן שיעור השתתפות מינימאלי של 75% מישיבות הדירקטוריון והוועדות.
6. גודלו המכסימלי של הדירקטוריון, בשים לב למבנה הבעלות בחברה, גודל דירקטוריון מקובל בשוק, מורכבות ואופי פעילות החברה.
7. קיום בחירות שנתיות למינוי הדירקטורים, בשים לב למבנה הדירקטוריון והבעלות בחברה, לרבות קיומו של דירקטוריון מדורג.
8. אנו ממליצים להתנגד למינוי המנכ"ל, או מי מהכפופים אליו, או מי מקרוביו, כיו"ר הדירקטוריון.
9. אנו ממליצים להתנגד למינויו של מנכ"ל החברה ונושאי משרה הכפופים לו כדירקטורים בחברה.
10. דירקטוריון החברה צריך להיות קשוב לבעלי המניות, בעיקר בכל הנוגע להצעות של בעלי המניות שהתקבלו ברוב קולות והצעות שהציעו בעלי המניות.
11. לכל דירקטור לרבות יו"ר דירקטוריון החברה יהיה "כסא אחד" וזכות הצבעה אחת.
12. היסטוריה של עסקות עם ניגודי עניינים, לרבות פגיעה חוזרת ונשנית בזכויות בעלי מניות המיעוט.
13. בחינה של קיומם של כללי חשבונאות לוקים בחברה ושיטות תגמול בעייתיות.
14. דירקטור בלתי תלוי המכהן כיו"ר דירקטוריון, לא ייספר במניין הדירקטורים הבלתי תלויים.
15. דירקטור בתאגיד פיננסי לא יכהן כדירקטור בתאגיד ריאלי.

### קריטריונים בנושא גמול דירקטורים

בחוק החברות אין כל הוראה בדבר גמול לדירקטור רגיל בחברה. החוק מתייחס אך ורק לגמול והחזר הוצאות לדירקטור חיצוני, וזאת בהתאם להוראות שנקבעו בתקנות החברות ובהתאם לדרגה שבה מסווגת החברה, כנגזרת של הונה העצמי.

סכום הגמול יהיה זהה לכל הדירקטורים החיצוניים, אולם, לדירקטור חיצוני מומחה יכול שיינתן סכום גבוה מן הסכום הניתן לדירקטור חיצוני שאינו דירקטור חיצוני מומחה.

מלבד הגמול כאמור, רשאית החברה להעניק לדירקטור חיצוני גמול באמצעות ניירות ערך, אשר יוענקו במסגרת תכנית תגמול הכוללת גם את כל הדירקטורים, שהם דירקטורים אחרים בחברה.

1. אנו ממליצים לתמוך במתן שכר לדירקטורים, במסגרת הסכום הקבוע בתקנות החברות לעניין שכר דירקטורים חיצוניים בחברות.

2. הענקת שכר הגבוה מהסכום הקבוע בתקנות, עבור דירקטור שאינו חיצוני, תיבחן בהתאם לתרומתו לקידום ענייני החברה ובשים לב לעקרונות תגמול נושאי משרה בחברה.

3. ככלל, אנו סבורים שיש להימנע ממתן תגמול הוני לדירקטורים בלתי תלויים ודירקטורים חיצוניים. יחד עם זאת, אנו נבחן תגמול זה בהתחשב בשיקולים הבאים: היקף והגבלת התמורה, תנאי תוכנית האופציות ותמהיל בין גמול הוני לגמול כספי.



## מדיניות תגמול נושאי משרה

שכר הבכירים בחברות הציבוריות מצוי בלב הויכוח הציבורי בשנים האחרונות. זאת, על רקע טענות בדבר גובהו המופרז של שכר הבכירים והעדר קורלציה לביצועי החברות.

ממחקר שערכה רשות ניירות ערך אודות שכר הבכירים, עלות הנקודות הבאות:

1. השכר הממוצע של הבכירים הוכפל בין השנים 2003 ל-2009.
2. נמצא קשר בין גובה השכר לאיכות הממשל התאגידי. קרי, ככל שהממשל התאגידי איכותי יותר השכר נמוך יותר. בחברות בהן רמת השכר הייתה נמוכה יחסית, אותרו יותר ועדות ביקורת שבהן רוב של דירקטורים חיצוניים ושיו"ר ועדת הביקורת הוא דירקטור חיצוני.
3. בקבוצות עסקיות הסיכוי למצוא את בעלי השכר הגבוה בקבוצה הולך וגדל ככל שיורדים בשלבי הפירמידה.

נתונים שנבחנו על ידי הרגולטור מראים עלייה בשכר הבכירים, שאינה קשורה בהכרח לביצועי החברות וליקויים בהליכי אישור השכר. כאשר שכר או דמי ניהול המשולמים לבעלי שליטה בחברה עשויים לשמש תחליף למשיכת רווחים מהחברה מבלי לשתף בכך את בעלי מניות המיעוט.

### **תיקון 20 לחוק החברות**

לאור האמור הוקמה ועדת נאמן לבחינת שכר הבכירים במשק, אשר המלצותיה עוגנו בתיקון 20 לחוק החברות, כך, שלצד הגברת עצמאות הדירקטורים וחיזוק הממשל התאגידי כפי שבוצע בתיקון 16 לחוק החברות, הגביר תיקון 20 את מעורבות בעלי המניות בקביעת מדיניות התגמול וקבע הוראות שמטרתן להסדיר את מבנה השכר של נושאי משרה בחברות ציבוריות.

תיקון 20 לחוק מחייב את החברות לקבוע מדיניות תגמול שיהיה בה כדי לקדם את השגת מטרות החברה, תכנית העבודה שלה ומדיניותה, בראייה ארוכת טווח ותוך התחשבות בניהול הסיכונים של החברה ואופי פעילותה.

מדיניות זו תגובש בשים לב לסוגיות הבאות: מדדי השוואה, הגבלת היקף התגמול, קביעת יעדים ותגמול הוני. כמו כן, קובע התיקון אמות מידה שעל החברה להתייחס וכן הוראות שעליה לקבוע בקביעת מדיניות תגמול (ראה נספח א').

בהתאם לתיקון, ההליך דורש את אישור ועדת התגמול והדירקטוריון וכן את אישור האסיפה הכללית ברוב מקרב המיעוט. אולם אי קבלת אישור האסיפה ברוב הנדרש לא מובילה בהכרח לדחיית ההצעה, אלא מביאה לדיון מחודש בועדת התגמול והדירקטוריון.

הדירקטוריון יקבל החלטה סופית לאחר שבחן את עמדת האסיפה הכללית ובעיקר את עמדת המיעוט באסיפה הכללית, אולם ההחלטה תיוותר בידו.

המנגנון דומה במהותו למנגנון הבעת העמדה "say on pay" הנהוג בארצות הברית ובמדינות נוספות בעולם, תוך התאמתו למאפיינים של החברות הציבוריות בישראל. מנגנון ה- say on pay בעולם, בוחר את עמדת האסיפה הכללית באסיפה הכללית השנתית, בדיעבד, לאחר שהסכמי השכר אושרו. ההצבעה היא הבעת עמדה בלבד, ומטרתה לאותת לדירקטורים אודות עמדת בעלי המניות.

בהתאם למגמות בעולם עולה כי קיימים מספר עקרונות שמשקיעים מצפים מתאגידים לדבוק בגיבוש וניהול מדיניות תגמול:

1. מדיניות תגמול מוצהרת, עם דגש על ערך לטווח ארוך, אשר תיקח בחשבון, בין השאר, את הקשר בין שכר לביצועים, תמהיל בין שכר קבוע ומשתנה, יעדי ביצועים ותכנית מבוססת הון.
2. מדיניות תגמול השוללת פיצוי בגין כישלונות. עיקרון זה מתייחס להתאמה של חוזים ארוכים או בלתי מוגבלים, חבילות פיצויים מוגזמות.
3. ועדת תגמול עצמאית ואפקטיבית: עיקרון זה מקדם פיקוח על מדיניות התגמול של החברה, על ידי דירקטורים עם כישורים מתאימים, ידע, ניסיון, ותהליך ראוי לקבלת החלטות.
4. מניעת שכר שאינו הולם לדירקטורים בלתי תלויים וחיצוניים, על מנת שהאינטרסים שלהם לא ישתנו.
5. בחינת נוהגי תשלום בעייתיים בחברה, ובכלל זה:
  - 5.1 פרקטיקות בעייתיות הקשורות למרכיבי תגמול שאינם מבוססי ביצועים.
  - 5.2 תמריצים שעשויים להניע נטילת סיכונים מופרזת.
  - 5.3 אפשרויות הבקדייטינג.
  - 5.4 בונוסים מובטחים שנתיים, לרבות מדד ביצועים ישימים למדי או שאינם מאתגרים בתוכניות לטווח קצרות וארוכות טווח.
  - 5.5 חבילות פיצויים נדיבות למדי.
  - 5.6 הזדמנויות שכר גבוהות יחסית לעמיתים בתעשייה.
  - 5.7 מענקים הונים שנתיים מהותיים המספקים יתרון בלתי מוגבל ללא סיכון/חסרון.

## קווים מנחים בקביעת מדיניות תגמול ואישור שכר בכירים

### **מדיניות שכר - כללי**

1. השכלתו, כישוריו, מומחיותו והישגיו של נושא המשרה.
2. הסכמי תגמול קודמים שנחתמו עם נושא המשרה ו/או נושאי משרה דומים.
3. תקופת הסכם התקשרות עם נושא משרה בכירה לא תעלה על שלוש שנים, בשים לב למערכת תגמול הביצועים ותקופת התגמול ההוני.
4. בחינת נימוקי הדירקטוריון ועבודות יעוץ חיצוניות ששימשו את החברה.
5. שקיפות הגילוי של החברה אודות מערכת התגמול, במסגרת הדוחות הכספיים.
6. בעת בחינת הסכם העסקה של בעל שליטה ו/או קרובו, נבחן את החיוניות של התפקיד, תנאי כהונה של קודמים בתפקיד, האם התפקיד הינו חדש ובחינה של יתר מועמדים לתפקיד.
7. בחינת מבנה השכר בחברה שהיא חלק מקבוצה עסקית הבנויה בצורת פירמידה. במקרה זה לבעל השליטה פוחת האינטרס הוני לפקח בצורה מיטבית על מדיניות השכר וגדל הפוטנציאל למתן שכר מופרז לשם הגברת התלות של המנהל בבעל השליטה, על חשבון יתר בעלי המניות.
8. ככלל אנו סבורים כי יש להימנע מהענקה של פיצוי בדמות של מצנח זהב, בשים לב:
  - 8.1 תשלומים לא מידתיים כתוצאה מהעברת שליטה, מיזוג וכד'.
  - 8.2 האצה של תוכנית מבוססת הון או הענקת בונוסים למרות אי עמידה במדדי ביצוע.
  - 8.3 פיצויי פיטורים מוגזמים ומענקי פרישה.
  - 8.4 בחינה של הסכם אי תחרות, נחיצותו, תנאי אישורו והיקפו.
  - 8.5 משך זמן חריג להודעה מוקדמת (מעל שישה חודשים).

### **מדיניות שכר – מבנה והשוואה**

1. בחינת היחס בין רכיבי השכר הקבועים, המשתנים וההונים בשים לב למערכת התגמול הכוללת.
2. מבחני רגישות לפרמטרים השונים בתוכנית, בשים לב לתוצאות עבר של החברה והשוק.
3. בחינת קבוצת השוואה (Peer Group), מידת התיאום בין החברה ודרגת השכר הכוללת של נושא המשרה בקבוצת השוואה. וכן בהתחשב במדדי השוואה פנימיים לחברה, לרבות היחס בין גמול נושא המשרה לגמול של יתר עובדי החברה והשכר החיצוני.
4. בחינת מערכת השכר הכוללת של נושא המשרה, בשים לב לתוצאותיה הכספיות של החברה, סוג פעילותה (תפעולית, אחזקה, נדל"ן וכד'), פרמטרים פיננסיים ותפעוליים, תשואות שוק רלוונטיות ומדדי שייכות, ביחס לקבוצת השוואה רלוונטית ועמיתים.

### תגמול מבוסס יעדים

1. ביצועי נושאי משרה ייבחנו בראייה ארוכת טווח והתגמול יהיה מותאם למדיניות ניהול הסיכונים בחברה.
2. על החברה לקבוע מראש שיקולים למתן בונוסים ומענקים כך שיהיו ניתנים למדידה באופן אובייקטיבי.
3. הצמדת רכיב השכר המשתנה לביצועים עודפים של נושאי המשרה ביחס לביצועי השוק.
4. הגבלת המענק בערך אבסולוטי מקסימאלי.
5. נטרול אירועים חד פעמיים או שערוכים ממערכת התגמול של נושא המשרה.
6. תוכנית מענקים רב שנתית, לרבות פריסת המענק, כך שתכלול קיזוז של חוסר ביצועים לאורך חיי התוכנית.
7. החזרת בונוסים (Clawbacks) – לקבוע תניה לפיה החברה רשאית לדרוש מנושא משרה החזרת התגמולים אם הם הוענקו על בסיס מידע בדבר ביצועי החברה שהתברר כמוטעה או במקרה של הפרת חובת אמונים.

### תגמול הוני

1. תגמול הוני נועד ליצור זהות אינטרסים בין נושאי המשרה לבין בעלי המניות והשאת ערך החברה לטווח ארוך.
2. במסגרת בחינת תוכניות תגמול מבוססות מניות לעובדים, אנו נבחן האם התכנית עולה בקנה אחד עם אינטרסים של בעלי המניות לטווח ארוך, כאשר הערכה זו כוללת, אך לא מוגבלת, לגורמים הבאים: היקף ותנאי התגמול ההוני, פוטנציאל דילול מלא של התוכנית, בשים לב לקצב הצמיחה של החברה ומחזור החיים שלה.
3. אנו נתנגד להענקת תגמול הוני המשקף הטבה מיידית, קרי אופציות "בתוך הכסף" ו/או תקופת מימוש מיידית.
4. מחיר המימוש ייבחן בהתאם לאישור הדירקטוריון והאסיפה הכללית, בשים לב לתנודתיות המניה וחברות השוואה.
5. תקופת ההבשלה (Vesting) תהיה באופן הדרגתי על פני אורך חיי התוכנית ושלא תפחת משלוש שנים ולא פחות משנה עבור המנה הראשונה.
6. נתנגד למתן תגמול הוני לבעלי שליטה בחברה ו/או קרוביהם.
7. אנו ממליצים להתנגד לאפשרות של הותרת שיקול הדעת בדבר שינוי תנאי תוכנית האופציות בידי דירקטוריון החברה.
8. אנו נתנגד למנגנון אוטומטי המאפשר הבשלה של תוכנית האופציות, בהתקיים תנאים של החלפת שליטה, מיזוג וכד'.  
שליטה, מיזוג וכד'.
9. אנו נתנגד לשינוי בתנאי תוכנית האופציות (re-pricing), לרבות הפחתת מחיר המימוש וקיצור תקופת ההבשלה, בשים לב לתנאי התוכנית וזהות המוטבים.
10. בחינת מסלול המס שהחברה בחרה: הוני או פירוטי והשפעתו על היקף התוכנית.

## דיבידנד

בהתאם לחוק החברות, המבחן לביצוע חלוקה הוא מבחן כפול:

- (א) **מבחן הרווח** - החלוקה מבוצעת מתוך רווחים המוגדרים בחוק החברות כיתרת העודפים, או עודפים שנצברו בשנתיים האחרונות, בניכוי חלוקות קודמות.
- (ב) **מבחן יכולת הפירעון** - לא קיים חשש סביר שהחלוקה תמנע מהחברה את היכולת לעמוד בחבויותיה הקיימות והצפויות בהגיע מועד קיומן.
- עוד קובע חוק החברות כי בית המשפט רשאי, לאשר לה לבצע חלוקה שאינה מקיימת את מבחן הרווח, ובלבד ששוכנע שמתקיים מבחן יכולת הפירעון.

תכליתו העיקרית של ההסדר המפורט בחוק הוא יצירת איזון בין ההגנה על זכויותיהם של נושי החברה לפירעון התחייבויות החברה כלפיהם, ומניעת כרסום שלא כדין בהון החברה ובין יכולתה של החברה להעביר לבעלי מניותיה חלק מן הערך המוסף שנוצר בה, במקביל להמשך פעילותה של החברה כעסק חי.

### **אימוץ כללי החשבונאות הבינלאומיים**

לאימוץ תקני IFRS הייתה השפעה משמעותית על הדוחות הכספיים של חלק מהחברות. כך למשל, בהתאם לתקני ה-IFRS, ישנם מקרים רבים יותר בהם נכסים ו/או התחייבויות נמדדים בשווי הוגן, כאשר השינויים בשווי ההוגן נזקפים לרווח או הפסד. כפועל יוצא מכך, הוכרו בדוחות הכספיים סכומי רווח או הפסד שטרם מומשו כחלק מיתרת העודפים.

הסיכון הטמון בחלוקה של רווחי שיערוך הוא, שבתקופות גאות יחולקו דיבידנדים מהרווחים הרעיוניים בתקופות שפל לא ייוותרו מספיק אמצעים בחברה כדי לתמוך בהחזר ההון ובפעילותה השוטפת.

### **דיבידנד בגין רכישה ממונפת**

כאשר עיקר החוב בקבוצת עסקים נמצא בחלקה העליון של הפירמידה, הדבר עלול להוביל לחלוקת דיבידנדים עודפת מחברות בתחתית הפירמידה. שכן מדיניות חלוקת הדיבידנד ביתר חברות הקבוצה נקבעת בין היתר על פי אילוצי המימון של בעל השליטה, ולא בהכרח על פי אפשרויות ההשקעה וצרכי המימון של החברות, דבר העשוי לגרום לפגיעה משמעותית בחוסן ובפעילות החברות הבנות.

### מבחנים לחלוקת דיבידנד

1. בחינת מדיניות הדיבידנד של החברה, חלוקות קודמות ושיקולים לחלוקה הנוכחית.
2. מקור העודפים לחלוקת דיבידנד, בשים לב האם מדובר ברווחי שיערוך.
3. בחינת מקורות המימון העומדים לרשות החברה לצורך פירעון כל חובותיה והתחייבויותיה ולמימון תשלום הדיבידנד ובכלל זה היקפי האשראי הבנקאי והחוץ בנקאי אשר למיטב הערכת החברה זמינים לה.
4. בחינת תחזיות תזרימי מזומנים ואיתנות פיננסית של החברה, תוך ביצוע ניתוח יחסים פיננסיים ומבחני רגישות.
5. בחינת עמדת החברה לפיה אין בתשלום הדיבידנד כדי לפגוע בתוכניות ההשקעה של החברה כנדרש לשם שמירת מעמדה העסקי והתחרותי.
6. עמידה בהגבלות ובהתניות פיננסיות והאם נדרשת הפחתת הון מיוחדת.

## הון החברה

### **מחיקה ממסחר - Going private**

הגברת רגולציה לצד שוק הון הנעדר היקפי סחירות, נזילות ומקורות גיוס הון וחוב, הובילו לכך שבמהלך השנים 2011-2012 נמחקו ממסחר למעלה מ-100 חברות ציבוריות בדרך של מיזוג, הצעות רכש, פדיון, הפיכה לחברת אג"ח ומעבר לרשימת השימור.

מחיקת חברה ממסחר מבוצעת בהתאם להסדרים הקבועים בחוק החברות, קרי הצעת רכש מהציבור. יחד עם זאת חברה יכולה לבצע מחיקה ממסחר באמצעות מיזוג משולש הופכי. בעת ביצוע של מחיקת מניה ממסחר, אנו ניתן את הדגש לנושאים הבאים:

1. רציונאל העסקה וחלופות אחרות שבחנה הנהלת החברה.
2. האם הסיבה בה נקטה החברה בהליך של מיזוג משולש הופכי נובעת מאי יכולת החברה לבצע הצעת רכש מלאה. וכן בחינת נסיונות היסטוריים של החברה לבצע הצעות רכש.
3. שווי והיקף העסקה, בשים לב לחוות דעת בדבר הוגנות העסקה, שווי החברה הנוכחי והיסטורי.
4. בחינת ההליך וניגודי עניינים, לרבות הסוגיה האם כל בעלי המניות יכולים להשתתף בעסקה.
5. אם החברה השיגה הטבות שמהיותה נסחרת בבורסה, (בדיקה של מחזורי מסחר, נזילות, תנודתיות ועוד) האם יהיה שוק נזיל לבעלי מניות שנותרו לאחר העסקה?

### **הנפקות והקצאות פרטיות, לרבות באמצעות כתבי אופציה, אגרות חוב להמרה ומכשירים הונים**

אנו נבחן הקצאות אלה בשים לב לנקודות הבאות:

1. רציונאל העסקה, בשים לב לחלופות הקיימות לחברה, עיתוי ההקצאה, זהות המשקיע והתאמתו לפעילות החברה.
2. תנאי הקצאת ההון, האם מבוצעת במחירי שוק או לחילופין בדיסקאונט או בפרמיה ביחס למחיר נוכחי והיסטורי.
3. מצב פיננסי של החברה, נזילות והצורך של החברה בהון, שימוש בתמורה, השפעת גיוס ההון על מבנה המימון ועלות ההון של החברה, שיעור שריפת המזומנים של החברה, מצב שווקי ההון והאשראי.
4. שינויים במכשירים ההונים, יבחנו למהותם ואופן השפעתם של בעלי אינטרסים שונים בחברה.
5. תגובת השוק.
6. המשך חיי החברה כעסק חי.
7. סוגיות שליטה וניהול לרבות ניגודי עניינים.

### **הגדלת הון רשום**

על פי חוק החברות, לכל חברה יהיה הון מניות רשום. הון זה מהווה את הרף העליון של מספר המניות אותו החברה יכולה להציע לבעלי מניותיה, כאשר בסמכות אסיפת בעלי המניות לאשר שינוי בהון הרשום של החברה. אנו נבחן הצעות להגדלת ההון הרשום של החברה, בשים לב לנקודות הבאות:

1. השימוש של החברה בהון הרשום והגדלתו במהלך השנים האחרונות.
2. דרישות הון נוכחיות, לרבות, גילוי בדיווחי החברה מהן מטרות הגידול המוצע וההשפעה המדללת של הדרישה הנוכחית בשים לב לחלופות, לרבות השפעה על החברה במידה ולא יוגדל ההון הרשום.
3. בחינת המסחר בבורסה, מחזורי מסחר, פישוט המסחר וכד'.

## עסקאות בעלי שליטה

עסקאות של חברה עם בעלי השליטה אינן אסורות פי הדין הישראלי, ואולם, על מנת להתמודד עם בעיית הנציג בין בעלי מניות המיעוט לבין מי שביכולתו לכוון את פעילותה של החברה, נקבעו בחקיקה הוראות אשר נועדו להציב בלמים ואיזונים לכוחו של בעל השליטה לתעל רווחים על חשבון בעלי מניות המיעוט.

המגבלות והתנאים שקבע המחוקק להתקשרות חברה ציבורית עם בעל השליטה בה, נחלקים לשני סוגים: אופן אישור העסקה כקבוע בחוק החברות ואופן הגילוי כקבוע בתקנות ניירות ערך.

### **אופן הגילוי**

תקנות ניירות ערך (עסקה בין חברה לבין בעל שליטה בה) מסדירות את דרישות הגילוי ואת מועד הגשת הדיווחים בדבר עסקאות בעלי שליטה.

הגילוי בתקנות נועד להגשים שני יעדים עיקריים: היעד הראשון הוא הצגת המידע הדרוש לבעלי המניות כדי שיוכלו להפעיל שיקול דעת עצמאי, באמצעות דרישה לתיאור מפורט של העסקה בדוח. היעד השני הוא מתן אפשרות לביקורת על נאותות הליך קבלת ההחלטה לאשר את העסקה בוועדת הביקורת ובדירקטוריון באמצעות דרישות גילוי בדוח, לרבות: גילוי נימוקי ועדת הביקורת והדירקטוריון לאישור העסקה, לשווי התמורה ולדרך שבה היא נקבעה, גילוי אודות זהות הדירקטורים ואופן הצבעתם.

### **אופן אישור העסקה**

עסקה חריגה של חברה ציבורית עם בעל שליטה (או עסקה עם אדם אחר שלבעל השליטה יש עניין אישי באישורה), וכן התקשרות של חברה ציבורית עם בעל השליטה או קרובו בנוגע לתנאי כהונתו והעסקתו בחברה, טעונים אישור "משולש" של ועדת הביקורת, הדירקטוריון והאסיפה הכללית ברוב מקרב בעלי המניות שאין להם עניין אישי באישור העסקה.

במסגרת תיקון 16, נקבעו הוראות נוספות לעניין אישור עסקאות של חברה עם בעל השליטה:

1. הרוב הדרוש לעניין אישור עסקאות עם בעל השליטה הוגדל משליש לרוב מקרב בעלי המניות שאין להם עניין אישי בעסקה.
2. הורחבה ההגדרה של עסקה עם בעל השליטה או קרובו גם להתקשרות עם חברה בשליטתם לעניין קבלת שירותים (דוגמת שירותי ייעוץ וניהול).
3. תוקף האישור לעסקאות מתמשכות מעין אלה הוגבל לשלוש שנים שאז יהיה צורך באישור מחדש.

**דוח ועדת הריכוזיות**, אשר דן בנושא, הציע מנגנוני הגנה נוספים:

1. מוצע לקבוע חובה מסוג של "אמץ או גלה" לקיומו של הליך תחרותי בפקוח ועדת הביקורת באישור עסקת בעל עניין במכירת נכס, בקבלת שירותים תפעוליים, ברכישת מוצר מדף או בקבלת הלוואה.
2. מומלץ לקבוע כי עסקאות שאינן "חריגות" אך גם אינן זניחות יחייבו פיקוח של ועדת הביקורת, אשר תהיה אחראית גם להגדיר אמות מידה ל"זניחות". החברה תידרש לתת דיווח לבעלי המניות שיכלול הסבר של ועדת הביקורת כיצד מצאה לנכון לפקח על גיבוש תנאי העסקאות הללו.
3. בחברות פער – מוצע לקבוע כי ההחלטות הבאות יחייבו אישור של האסיפה הכללית ברוב מקרב בעלי מניות המיעוט: רכישה של פעילות משמעותית, רכישת גרעין שליטה בחברה ציבורית אחרת, גיוס הון או חוב בהיקף משמעותי, בין במישרין ובין בעקיפין באמצעות חברות בנות.

ההסדרים הקבועים בחוק נועדו להתמודד עם בעיית הנציג בין בעלי מניות המיעוט לבין בעל השליטה, בין השאר, באמצעות צמצום כוחו של בעל השליטה לשלוט בחברה באופן בלתי מבוקר, וריסון כוחו להפיק לעצמו טובות הנאה על חשבון ציבור בעלי מניות המיעוט בחברה.

כחלק מכללי ממשל תאגידי, אנו סבורים כי על חברה להימנע מלבצע עסקאות בעלי עניין, והעמדת בעלי השליטה בניגוד עניינים עם פעילות החברה. וכי ראוי היה כי בעל שליטה ירכז את עסקיו הרלוונטיים במסגרת החברה הציבורית ולא לפעול במספר מסגרות מקבילות העלולות להציבו בניגוד עניינים מול החברה

#### אנו נבחן קיומן של עסקאות אלה בשים לב לתנאים הבאים:

1. כפועל יוצא של מבנה השוק בישראל המאופיין באחזקות צולבות וקבוצות עסקיות, אנו נבחן האם העסקה מבוצעת במהלך העסקים השוטף של החברה והאם יש בה בכדי לקדם את עסקי החברה.
2. רציונל אסטרטגי - כדאיות ויעדי העסקה והשתלבותם באסטרטגיה העסקית של החברה, בשים לב האם העסקה הינה בליבת עסקיה של החברה.
3. ניסיון עבר של החברה במהלכים דומים.
4. אופן תהליך המשא ומתן, מי היוזם של העסקה, אופן קביעת המחיר והבטחת תשואה אופטימאלית לבעלי המניות, לרבות הליך התמחרות בפיקוח ועדת הביקורת.
5. האם ניתן לבצע עסקה דומה עם צד בלתי קשור ומאמצי החברה לבחון אלטרנטיבות אחרות.
6. האם צדדים קשורים נהנים מהעסקה באופן לא פרופורציוני ובלתי הולם בהשוואה ליתר בעלי המניות.
7. השפעה על יתר בעלי עניין בחברה לרבות: נושים, בעלי מניות מיעוט, עובדים ועוד.
8. בחינת הערכות שווי חיצוניות, חו"ד חיצוניות, בדיקות נאותות, פרוטוקולים וכל מידע נוסף המהותי לעסקה.
9. מקורות מימון לרכישה או לחילופין שימוש בתמורה שתתקבל, תוך שמירה על איתנות פיננסית ונזילות.
10. בחינת תגובת השוק.
11. ההשפעה על החברה במידה והעסקה לא תושלם.

#### **הסכמי ניהול**

הסכמי ניהול ייבחנו בהתאם לרציונאל העסקי ונחיצותם, שכן אלו עשויים לשמש כתחליף למשיכת רווחים מהחברה על ידי בעל השליטה, בשים לב לנקודות הבאות:

1. שקיפות וגילוי אודות שירותי הניהול המתקבלים, לרבות זהות נותני השירותים והיקף השירותים, בשים לב לנושאי משרה מכהנים בחברה והיקף שכרם.
2. האם ההסכם נובע מהחלפת השליטה בחברה ו/או כתוצאה מכניסה של משקיעים חדשים לחברה.
3. הסכמי שכר וניהול קודמים וכמקובל בענף.
4. בחינת היקפו הכספי של הסכם הניהול לעומת קבלת שירותים זהים מצד שלישי בלתי קשור.
5. הגבלת תקופת ההתקשרות.
6. בחינת ההתקשרות, בהתאם למדיניות תגמול נושאי משרה.



### מיזוגים, רכישות, מכירה ורכישה של נכסים, שיתופי פעולה ועסקאות

אנו נבחן ונעריך את היתרונות והחסרונות של העסקה המוצעת, בשים לב לנושאים הבאים:

1. רציונל אסטרטגי - האם העסקה הגיונית אסטרטגית? משם נגזר הערך? ניסיון עבר של החברה במהלכים דומים.
2. תהליך המשא ומתן – אופן תהליך משא ומתן, מי היוזם של העסקה, אופן קביעת המחיר והבטחת תשואה אופטימאלית לבעלי המניות, לרבות הליך התמחרות ובחינת אלטרנטיבות לעסקה.
3. ניגודי עניינים - האם צדדים קשורים נהנים מהעסקה באופן לא פרופורציונאלי ובלתי הולם בהשוואה ליתר בעלי המניות.
4. שווי העסקה - הערכת שווי בלתי תלויה מהווה אינדיקציה ראשונית להערכת סבירות העסקה, כאשר סינרגיה בצד ההוצאות וההכנסות צריכה להישקל בזהירות המתבקשת.
5. בחינה של מבנה העסקה, דילול, יתרונות פיננסיים, תפעוליים ואסטרטגיים;
6. מקורות מימון לרכישה או לחילופין שימוש בתמורה שתתקבל, תוך שמירה על איתנות פיננסית ונזילות.
7. בחינת תגובת השוק.
8. ההשפעה על החברה במידה והעסקה לא תושלם.

### גלולת רעל

ישנן מגוון אסטרטגיות שנועדו לבצר את השליטה ולמנוע השתלטות עוינת באמצעות גלולת רעל (Poison Pill). בין יתר האסטרטגיות ניתן לציין קיומו של דירקטוריון מדורג, אשר נועד לעכב או אף למנוע מבעל שליטה חדש למנות דירקטורים חדשים וגורם להארכת משך הזמן הדרוש להשתלטות אפקטיבית. בנוסף, ניתן לציין מכשרים הונים אשר בעת השתלטות עוינת מומרים להון ומדללים את בעל השליטה החדש.

רכיב נוסף הינו חוב מורעל (Poison Debt), אשר מכיל התניות שנועדו להרתיע גורם חיצוני מלבצע השתלטות עוינת על החברה. התניות יכולות לכלול שינוי תנאי החוב לרעת החברה במקרה של החלפת ההנהלה או אף דרישה להחזר מידי של החוב.

בשוק הישראלי השתלטויות עוינות כמעט אינן מתרחשות. יחד עם זאת, עצם היכולת לביצוע השתלטות עוינת יכול למלא תפקיד חשוב בבקרה על בעל השליטה ועל הנהלת החברה, שכן גם כאשר השתלטות מעין זו איננה יוצאת אל הפועל, עצם הפוטנציאל יכול להוות גורם בקרה בעל השפעה חיובית.

אנו נבחן קיומן של אסטרטגיות אלו, בשים לב למבנה הבעלות בחברה, שווקים בהן החברה נסחרת ופועלת, תגובת השוק, רציונאל ואופן השפעה על בעלי המניות.

## הסדרי חוב ושינוי בתנאי אגרות חוב של החברה

הסדרי החוב כוללים, במקרים רבים, הקטנה בתשלומים אותם מחויבת החברה לשלם למחזיקי אגרות החוב תוך פגיעה משמעותית בזכויותיהם.

בבחינת הסדרי חוב שבוצעו בשנים האחרונות עולות הנקודות הבאות:

1. ההליכים לקראת ביצוע הסדר חוב, נעשים זמן רב לאחר שברור לכל הצדדים הרלוונטיים שהחברה נתונה בקשיים.
2. הליך גיבוש הסדר חוב לא נעשה בצורה מיטבית בין היתר בשל חוסר איזון בין המחזיקים באגרות החוב לבין החברה ולבעלי מניותיה.
3. בעיות נציג וניגודי עניינים הנובעים מהחזקה אפשרית של מחזיקי אגרות החוב בכמה מכשירים הונים של החברה לרבות: מניות החברה, אגרות החוב מסדרות שונות, מניות של חברות שונות בקבוצה ופיזור רב של מחזיקים.

במהלך שנת 2012, פורסם תיקון 18 לחוק החברות, הקובע מינוי מומחה לבחינת הסדר חוב בחברת אגרות חוב. תפקידו של המומחה הינו כפול: סיוע למחזיקים במשא ומתן וגיבוש חוות דעת על כדאיותו של ההסדר למחזיקים, לרבות:

1. בחינת מצבה הפיננסי של החברה, ובפרט את יכולתה לפרוע את חובותיה, ולהמליץ למחזיקים על דרך פעולה מומלצת על ידו בהתאם לבחינה זו.
2. הכנת חוות דעת הכוללת התייחסות, בין השאר, לחלופות הסדר החוב וכדאיותן.
3. בחינת עילת תביעה כנגד החברה, נושאי משרה בה או בעלי מניותיה, בגין פעולות או עסקאות שביצעו, לרבות חלוקת דיבידנד, שפגעו במחזיקי אגרות החוב או ביכולת הפירעון של החברה ומקימות עילות תביעה נגדם.

ככלל אנו סבורים, כי יש לבחון את מצב החברה ובחינת הצעדים הנדרשים מצדם של מחזיקים אגרות החוב, מוקדם ככל הניתן וזאת כדי למנוע הידרדרות נוספת של החברה, הוצאת כספים ונטילת סיכונים מיותרת שיפגעו עוד יותר בבעלי אגרות החוב.

אנו נבחן את כדאיות הסדר החוב או שינוי בתנאי אגרות חוב, בשים לב:

1. בחינת השינוי באגרות החוב, לרבות בחינת לוח הסילוקין החדש, בטוחות, ריבית ותשואה נדרשת.
2. יכולת החברה לעמוד בהסדר החוב המוצע.
3. בחינת מעורבות יתר הנושים בהסדר, בשים לב לסדר הנשייה, בטוחות, מח"מ ותרומת בעלי המניות.
4. חיזוק מבנה ההון של החברה, לרבות הזרמות הון מבעל השליטה ו/או הזרמות הון חיצוניות.
5. השתתפות באפסייד עתידי, כגון מניות, אופציות או כל מכשיר הוני אחר.
6. חיזוק בטוחות, שעבודים וחיזוק הממשל תאגידי בחברה.
7. תגובת השוק, עמדת נציגות מחזיקי אגרות החוב, לרבות חוות דעת בלתי תלויה ועמדת המומחה הכלכלי בהתאם לחוק.
8. מאמצי הנהלה לבחון חלופות אחרות, לרבות מכירת החברה ו/או הפעילות לצד ג'.
9. התייחסות לחלופות אחרות להסדר המוצע אשר יכולות להביא להגדלת ערך הנשייה של מחזיקי אגרות החוב שבהסדר ובכלל זה, הערך הצפוי אותו היו מקבלים מחזיקי אגרות החוב במקרה של פירוק.

10. שינוי בשליטה ותרומת בעל השליטה להסדר - במקרים בהם נשאר השליטה בידי בעל השליטה לאחר ההסדר ישנה לבחינה זו חשיבות רבה על מנת שניתן יהיה להבין האם התמורה העניק בעל השליטה להסדר, אם בכלל, שקולה להטבה שקיבל.
11. אי יכולתה של החברה לפרוע את חובותיה יכול להעלות ספקות ביחס להתנהלות החברה בתקופה שקדמה להסדר החוב, ובפרט ביחס למדיניות החלוקה של החברה ואופן אישור וביצוע עסקאות. ביצוע בחינה האם אין בהתנהלותה בתקופה זו כדי להעמיד למחזיקים זכויות תביעה כנגד גורמים נוספים.
12. במקרים רבים כוללים הסדרי חוב מתן פטור מאחריות לנושאי משרה, לבעל השליטה ולבעלי עניין אחרים בחברה. לפטורים אלו ערך כלכלי עבור נושאי המשרה בחברה, ויש לבחון העמדתו בשים לב לפעילותם טרם הסדר החוב, לרבות בחינת פוליסת ביטוח נושאי משרה.
13. ההשפעה של אי הסדר החוב על אפשרויות המשך החברה כעסק חי.
14. הגבלות עתידיות על חלוקת דיבידנד, שכר בכירים, פעילות, מבנה הון וחוב, התניות פיננסיות, עסקאות בעלי שליטה ועוד.

## תקנון

תקנון החברה מסדיר את מערכת היחסים המשפטית בין חברי התאגיד ובינם לבין התאגיד וקובע הוראות ספציפיות וכלליות בהתאם לאופי פעילות החברה. בסקירה של תקנון החברה, אנו נבחן האם קיים חשש לפגיעה בבעלי מניות המיעוט, בשים לב לסוגיות הבאות:

1. חוק החברות מאפשר קבלת החלטות בנושאים ספיציפיים באמצעות האסיפה הכללית ו/או הדירקטוריון. אנו סבורים כי במקום בו ניתנה האפשרות לקבלת החלטות בידי האסיפה הכללית, יש להתיר סמכות זו בידיה, לרבות, אופן קבלת החלטה בדבר חלוקת דיבידנד.
2. אנו מתנגדים להפחתת דרישות מניין בישיבות של בעלי המניות וקביעת לוחות זמנים שאינם מאפשרים קיום דיון ענייני בנושאים העולים לאישור האסיפה הכללית.
3. אנו סבורים כי הרוב הנדרש לשינוי תקנון החברה, הליכי מיזוג, שינוי הון ואירועים מהותיים, הינו רוב מהותי.
4. אנו נתנגד לשינוי בתקנון שיש בו בכדי לפגוע בזכויותיו של סוג מניות.
5. בחינת הסדרת ביטוח, שיפוי ופטור לנושא משרה, בהתאם לקריטריונים הקבועים בפרק זה.

## שיפוי, פטור וביטוח נושאי משרה

נושא משרה בחברה חב כלפי החברה את חובת הזהירות וחובת האמונים, לנהוג בתום לב ולפעול לטובתה. במקביל חוק החברות מאפשר לתת לנושאי משרה הגנה על מנת לאפשר להם מרחב פעולה לקבלת החלטות עסקיות ונטילת סיכונים בפעילות החברה.

במסגרת האפשרויות השונות ומכשירי ההגנה, ניתן להבחין למעשה בשלושה אמצעים להגנה על נושאי המשרה. כל אחד מעלותיו וחסרונותיו, כך שלעיתים קרובות נדרשים שילובים בין המכשירים השונים. המגבלה הקבועה בחוק החברות, אינה מתירה לחברה להתקשר בחוזה לביטוח אחריותו של נושא משרה, שיפוי נושא משרה, או לפטור נושא משרה מאחריותו כלפי החברה, בשל כל אחד מאלה:

1. הפרת חובת אמונים, למעט לעניין שיפוי וביטוח בשל הפרת חובת אמונים כאמור בחוק.
2. הפרת חובת זהירות שנעשתה בכוונה או בפזיזות, למעט אם נעשתה ברשלנות בלבד.
3. פעולה מתוך כוונה להפיק רווח אישי שלא כדין.
4. קנס, קנס אזרחי, עיצום כספי או כופר שהוטל עליו.

סכומי גבולות האחריות של כתבי השיפוי והכיסוי הביטוחי הם פונקציה של החלטת הדירקטוריון ואישור האסיפה הכללית.

## ביטוח

חברה רשאית, אם נקבעה לכך הוראה בתקנון, לבטח נושא משרה בה, בשל חבות שתוטל עליו עקב פעולה שעשה, בכל אחד מאלה:

1. הפרת חובת זהירות כלפי החברה או כלפי אדם אחר.
  2. הפרת חובת אמונים כלפי החברה, ובלבד שנושא המשרה פעל בתום לב והיה לו יסוד סביר להניח שהפעולה לא תפגע בטובת החברה.
  3. חבות כספית שתוטל עליו לטובת אדם אחר.
- אנו נבחן את היקף הכיסוי הביטוחי, לרבות היקף "פוליסת מטריה" לביטוח חברות הקבוצה ופרמיה שנתית. בחינה זו תיערך בהתאם לפעילות החברה ואמצעיה, חברות דומות וכמקובל בשוק.

## שיפוי

כתבי השיפוי הניתנים לנושאי המשרה מהווים למעשה התחייבות כספית של החברה לשפות את נושאי המשרה מאמצעיה הכספיים בגין חבות כספית שתוטל עליהם, מתוקף פעילותם בחברה, וזאת מעבר לכיסוי הביטוחי.

ההתחייבות לשיפוי מוגבלת לאירועים שלדעת הדירקטוריון צפויים לאור פעילות החברה בפועל בעת מתן ההתחייבות לשיפוי וכן לסכום או לאמת מידה שהדירקטוריון קבע כי הם סבירים בנסיבות העניין. סכומי השיפוי יכולים לכלול הוצאות התדיינות סבירות, לרבות שכר טרחת עורך דין, וזאת בלא הגשת כתב אישום נגדו ובלי שהוטלה עליו חבות כספית כחלופה להליך פלילי ו/או בקשר לעיצום כספי. אנו נבחן הענקת כתבי שיפוי לנושאי משרה, בשים לב:

1. דרישה להגבלת סכום השיפוי ליכולתה הפיננסית של החברה במועד מתן השיפוי בפועל. כאשר פרקטיקה נהוגה הינה הגבלת סכום השיפוי המכסימלי לכ- 25% מהונה העצמי של החברה במועד השיפוי בפועל.
2. יש לוודא כי השיפוי יינתן בגובה ההפרש בין סכום החבות הכספית לבין הסכום שהתקבל מכוח פוליסת ביטוח או הסכם שיפוי אחר באותו עניין.
3. אי הכללתו של סעיף סל במסמכי השיפוי.
4. בחינה של האירועים בגינם יינתן שיפוי.
5. קיומו של כיסוי ביטוחי לנושאי המשרה.

## פטור

חוק החברות מאשר הענקת כתב פטור לנושאי משרה. כתב הפטור הינו מצומצם ביותר ומאפשר לחברה להעניק רק פטור בשל נזק עקב הפרת חובת הזהירות של נושאי המשרה כלפיה בלבד. בשים לב לתנאים הבאים:

1. חברה אינה רשאית לפטור נושא משרה מאחריותו בשל הפרת חובת האמונים כלפיה.
  2. חברה רשאית לפטור (לרבות מראש) נושא משרה מאחריותו בשל הפרת חובת הזהירות כלפיה, מלבד מאחריותו כלפיה עקב הפרת חובת הזהירות בחלוקה.
- אנו סבורים כי הענקת הפטור, עלולה לפגוע במימד ההרתעתי כלפי נושאי המשרה וזאת ביותר מהסדרים של שיפוי וביטוח. שכן משמעות הפטור היא כי החברה לא תתבע את נושא המשרה אם הפר את חובת הזהירות (למעט במקרה של חלוקת רווחים) ועלולה למנוע הגשת תביעות נגזרות על ידי בעלי המניות כנגד נושאי המשרה. לאור האמור אנו סבורים כי יש להימנע ממתן פטור לנושא משרה בחברה.

## מינוי רואה חשבון מבקר

פעילות הביקורת של רואי החשבון כפופה לפיקוח של מספר גופים וביניהם: הרשות לניירות ערך, המוסד לסקירת עמיתים, משרד המשפטים ורשויות הפיקוח הבינלאומיות. תקנות רואי חשבון (ניגוד עניינים ופגיעה באי תלות כתוצאה מעיסוק אחר), קובעים כי רואה חשבון מבקר ינקוט באמצעים סבירים כדי למנוע הימצאות בניגוד עניינים או פגיעה באי-תלותו במבוקר. בבסיס התקנות נקבעו נסיבות אפשריות של ניגודי עניינים ו/או פגיעה באי תלות ובהן: עניין אישי לרבות עניין כלכלי, שכר טרחה מותנה, התניית שירותי ביקורת בשירותים אחרים והשתתפות בניהול ובקבלת החלטות.

**"פגיעה בעבודת הביקורת וקיומה של תלות, מעבר להיותה הפרה של הוראות דין, מערערת את אמון הציבור בשוק ההון ובהקניית אמינות למידע הפיננסי הניתן במסגרת הדוחות הכספיים".**

בהתאם לסקירות ענפיות עולה כי חמשת המשרדים הגדולים בארץ (PWC, KPMG, Deloitte, E&Y ו-BDO) סיפקו שירותי ביקורת ללמעלה מ-80% מהחברות הציבוריות. הפירמות הגדולות חברות ברשת בינלאומית, דבר המאפשר גישה למתודולוגיה וקיום שיתופי פעולה מול יתר הפירמות ברחבי העולם. מלבד שירותי הביקורת הקלאסיים, מענקים משרדי ראיית החשבון שירותים נוספים, שהעיקרים שבהם: שירותי מס ושירותי ייעוץ. עם זאת, המשרדים מנועים מלהעניק חלק משירותי הייעוץ לחברות אותן הם מבקרות מפאת הגבלת הרגולציה בנושא אי תלות וכן תקנות פנימיות להן המשרדים מחויבים.

### **ריכוזיות רואי החשבון המבקרים בענף הפיננסיים**

בדו"ח קרן המטבע הבינלאומית על המשק הישראלי מופיעה ביקורת על ריכוזיות רואי החשבון בענף הפיננסיים. בהתאם לדו"ח קרן המטבע הודיעו הרגולטורים הרלוונטיים שהם בוחנים את הצעדים הבאים: הסדרת רוטציה בין משרדי רואי חשבון המבקרים את פעילותם של הגופים בענף הפיננסיים, ובכלל זה בנקים, בתי השקעות וחברות ביטוח, הגבלת נתח השוק של משרדי רואי החשבון הפועלים בסקטורים מסוימים, הקמת גוף פיקוח על עבודת רואי החשבון שמבקרים תאגידיים (בדומה ל-PCAOB), הבהרת והחמרת כללי אי התלות ותקני הביקורת החלים על רואי החשבון המבקרים את הגופים הפיננסיים.

**ככלל אנו סבורים כי יש צורך בקיום רוטציה בין משרדי רואי החשבון מדי מספר שנים ולכל הפחות רוטציה בין שותפי הביקורת השונים. זאת במקביל להערכת איכות הביקורת והיקף ההתקשרות על ידי ועדת הביקורת.**

מינויו של רואה החשבון המבקר יבחן בשים לב לסוגיות הבאות:

1. אי תלות של רואה החשבון המבקר ומידת עצמאותו.
2. מידת כשירותו ומקצועיותו של רואה החשבון.
3. חוות דעת שניתנה בקשר עם הדוחות הכספיים שאינה מדויקת ואשר אינה מעידה על מצבה הכספי של החברה, לרבות יישום פרקטיקה חשבונאית שאינה נכונה.
4. שכר טרחה בגין שירותים שאינם ביקורת עולים על גובה שכר טרחה של ביקורת, לרבות שירותי מס. חריג לכך זה בנסיבות בהן עמלות עבור שירותים שאינם ביקורת כוללות אירועים משמעותיים חד פעמיים כגון: גיוס הון, הנפקות וכד' והחברה נותנת גילוי מלא לכך.
5. החלפת רואי החשבון ללא הסבר.
6. בחינת הגילוי הניתן על ידי החברה במסגרת שאלון ממשל תאגידי, אודות הליך מינוי רואה החשבון, משך כהונה ובחינת היקף ואיכות העבודה של רואה החשבון.

### נספח א' – תמצית תיקון 20 לחוק החברות

**תיקון 20 לחוק** קובע כי מדיניות התגמול תיקבע הין השאר לפי שיקולים אלה:

1. קידום מטרות החברה, תכניות העבודה שלה ומדיניותה בראייה ארוכת טווח.
2. יצירת תמריצים ראויים לנושאי המשרה בחברה, בהתחשב, בין השאר, במדיניות ניהול הסיכונים של החברה.
3. גודל החברה ואופי פעילותה.
4. לעניין תנאי כהונה והעסקה הכוללים רכבים משתנים – תרומתו של נושא המשרה להשגת יעדי החברה להשאת רווחיה, והכל בראייה ארוכת טווח ובהתאם לתפקידו של נושא משרה.
5. חייב את החברות לקבוע מדיניות תגמול שיהיה בה כדי לקדם את השגת מטרות החברה, תכנית העבודה שלה ומדיניותה, בראייה ארוכת טווח ותוך התחשבות בניהול הסיכונים של החברה ואופי פעילותה. בשים לב לסוגיות הבאות: מדדי השוואה, הגבלת היקף התגמול, קביעת יעדים ותגמול הוני.

#### אמות מידה שעל החברה להתייחס אליהן בקביעת מדיניות תגמול:

1. השכלתו, כישוריו, מומחיותו והישגיו של נושא המשרה.
2. הסכמי תגמול קודמים שנחתמו עם נושא המשרה.
3. יחס בין גמול נושא המשרה לגמול של יתר עובדי החברה, ובפרט היחס בין השכר הממוצע בחברה לבין השכר המוצע לנושא המשרה והשפעת הפערים על יחסי העבודה.
4. אפשרות להפחתת רכיבים משתנים בשיקול הדירקטוריון וקביעת תקרה לשווי המימוש של רכיבים הונים.
5. מענקי פרישה – תקופה ותנאי העסקה, הערכת הביצועים תוך בחינת תרומת נושא המשרה לשיפורם, ואפשרות התאמת המענק למועד התשלום בפועל.

#### הוראות שעל החברה חובה לקבוע בקביעת מדיניות תגמול:

1. לעניין רכיבים משתנים בתנאי הכהונה וההעסקה:
  - a. ביסוס הרכיבים על ביצועים בראייה ארוכת טווח, ועל פי קריטריונים הניתנים למדידה. ואולם חברה רשאית לקבוע כי חלק לא מהותי מהרכיבים כאמור יוענק על פי קריטריונים שאינם ניתנים למדידה, בהתחשב בתרומתו של נושא המשרה לחברה.
  - b. היחס בין הרכיבים המשתנים לרכיבים הקבועים, וכן תקרה לשווי רכיבים משתנים במועד תשלומם, ואולם לעניין רכיבים משתנים הוניים שאינם מסולקים במזומן, תקבע החברה תקרה לשוויים במועד הענקתם.
2. תניה שלפיה נושא המשרה יחזיר לחברה, בתנאים שייקבעו במדיניות התגמול, סכומים ששולמו לו כחלק מתנאי הכהונה וההעסקה, אם שולמו לו על בסיס נתונים שהתבררו כמוטעים והוצגו מחדש בדוחות הכספיים של החברה.
3. תקופת החזקה או הבשלה מזערית של רכיבים משתנים הוניים בתנאי כהונה והעסקה, תוך התייחסות לתמריצים ראויים בראייה ארוכת טווח.
4. תקרה למענקי פרישה.