

## קריטריונים להצבעה באסיפות כלליות

### ומדיניות ממשל תאגידי

#### קופת גמל מחר

#### מבוא

החברה תשתתף ותצביע באסיפות כלליות של ני"ע בהן מחזיקה החברה, בהתאם לדרישות הדין ובהתאם לקריטריונים המפורטים להלן במסמך זה.

כמו-כן תשקול החברה, בעת קבלת החלטה לגבי השקעה בתאגיד, בין יתר השיקולים, גם את עמידת התאגיד באמות המידה של הממשל התאגידי המפורטות במסמך זה.

מסגרת זו נבחנת ותיבחן מעת לעת בהתייחס להתפתחויות בהתנהלות החברות הציבוריות ובהתאם לשינויים רגולטוריים, ומלווה בהפעלת שיקול דעת עצמאי בכל מקרה לגופו של עניין.

מסמך מדיניות זה מטרתו להתוות את הכללים והקווים המנחים בבחינת הנושאים השונים העולים לאסיפה הכללית. עם זאת, כל נושא ייבחן יישקל לגופו על בסיס מרכיבי המדיניות שלהלן ועל בסיס מאפייניו הייחודיים, ככל שיהיו.

## 1. מינוי והרכב הדירקטוריון

- חוק החברות קובע כי לדירקטוריון שני תפקידי מפתח עיקריים:
- התווית המדיניות וקביעת דרכה של החברה.
  - פיקוח על תפקידי המנכ"ל ופעולותיו.

בבואנו לבחון את המועמדים לתפקיד דירקטורים נתייחס למספר היבטים, כמפורט להלן:

### 1.1. תפקיד הדירקטוריון

1.1.1. הדירקטוריון הנו הגוף האחראי להתנהלות עסקיה של החברה. החלטות הדירקטוריון אמורות לעצב את ערכי החברה ואת הסטנדרטים הניהוליים על פיהם תפעל.

1.1.2. הדירקטוריון מתמנה על ידי בעלי המניות, ובמרבית המקרים בין חבריו נמנים בעלי המניות או נציגיהם. בהתאם לכך, תפקידיו המרכזיים של הדירקטוריון הינם לפקח על הפעילות העסקית של החברה ולוודא כי כל הפעולות תבוצענה לטובת החברה ועבור כלל בעלי המניות.

1.1.3. בנוסף לתפקידו של הדירקטוריון בדבר התווית מדיניות החברה ובפיקוח על ביצוע תפקידי המנכ"ל, קובע החוק שורה של תפקידים הנתונים לסמכותו הבלעדית של הדירקטוריון ואינם ניתנים להאצלה למנכ"ל. בין היתר לדירקטוריון ניתנה הסמכות לקבוע יעדים אסטרטגיים ארוכי טווח ולקבוע דרכים להשגת ערוצי מימון.

### 1.2. הרכב הדירקטוריון

1.2.1. אופן ההצבעה ביחס להרכב הדירקטוריון:

- אחוז דירקטורים בלתי תלויים: דרישה שלפחות שליש מחברי הדירקטוריון יהיו דירקטורים בלתי תלויים או דח"צים. בהתחשב במבנה הבעלות בחברה, נדרוש למנות מספר גבוה יותר של דירקטורים בלתי תלויים, בעדיפות למינוי דח"צים.
- היקף בני משפחה: נתגד למינוי דירקטורים שהינם קרובי משפחתו של בעל השליטה, מעל מכסה של שלושה דירקטורים, כולל בעל השליטה עצמו.
- גודל הדירקטוריון: גודלו של דירקטוריון יעיל, ראוי שיעמוד על היקף מקסימאלי של 13 חברים, וזאת בהתאם לגודלה ולאופי פעילותה של החברה. מספר רב של דירקטורים, כאשר הדבר אינו נדרש, עלול להכביד על התנהלותה השוטפת של החברה ולגרום להוצאות מיותרות.
- רמת כשירות חברי הדירקטוריון: הצבעתנו תתבסס על הוראות חוק החברות בנושא.

### 1.3. ועדת הביקורת של הדירקטוריון

- 1.3.1. לעניין עצמאותה של ועדת הביקורת קובע חוק החברות את המגבלות הבאות:
- מספר חבריה של ועדת ביקורת לא יפחת משלושה, כל הדירקטורים החיצוניים יהיו חברים בה ורוב הדירקטורים בה יהיו דירקטורים בלתי תלויים.
  - יושב ראש הדירקטוריון וכל דירקטור שמועסק ע"י החברה או נותן לה שירותים דרך קבע או מועסק על ידי בעל השליטה וכן דירקטור שעיקר פרנסתו על בעל השליטה, לא יהיו חברים בוועדת ביקורת.

- בעל השליטה או קרובו לא יהיו חברים בוועדת הביקורת.
- יושב ראש הוועדה יהיה דירקטור חיצוני.
- הקוורום לדיון בוועדת הביקורת יהיה רוב של הדירקטורים החיצוניים מבין המשתתפים בישיבה.

#### 1.4. כשירות הדירקטור

- 1.4.1. לאור התפקיד המרכזי של הדירקטוריון, אנו רואים חשיבות רבה למידת כשירותם והכשרתם של חברי הדירקטוריון, אי תלותם, ניסיונם המקצועי הרלוונטי ומידת זמינותם בתקופת המינוי.
- 1.4.2. באשר לכשירותם ומומחיותם של הדירקטורים, חוק החברות קובע כי יש למנות כדירקטורים חיצוניים, לפחות דירקטור אחד בעל מומחיות חשבונאית ופיננסית ודירקטור נוסף בעל כשירות מקצועית (התנאים לכשירות אלה קבועים בתקנות). בנוסף לכך, יכהנו בדירקטוריון בעלי מומחיות חשבונאית ופיננסית נוספים במספר מזערי אותו קבע הדירקטוריון.
- 1.4.3. חוק החברות הוסיף וקבע כי על דירקטור בחברה ציבורית להיות בעל כישורים דרושים ויכולת להקדיש את הזמן הראוי לביצוע התפקיד, בשים לב בין היתר, לצרכיה המיוחדים של החברה ולגודלה. קביעה זו דורשת את הצהרת הדירקטור כי הינו עומד בדרישות אלה.
- 1.4.4. עקב החשיבות המקצועית של הנושאים הללו, אנו נבחן את קיומם של תנאים אלה, בהתאם לאופיין של החברות וגודלן, בעת קבלת החלטות Proxy.

#### 1.5. עצמאות הדירקטור

- 1.5.1. על מנת להבטיח עצמאות, היעדר ניגודי עניינים והיעדר התחשבות בשיקולים מוטעים, על בעלי המניות להבטיח כי הדירקטורים המתמנים על ידם יהיו מסוגלים להפעיל שיקול דעת עצמאי ולראות לנגד עיניהם את טובת החברה בלבד. במסגרת הדרישה לפעול "לטובת החברה" ניתן לכלול גם את האינטרסים של בעלי המניות, הנושים והעובדים ובחינה זהירה של מדיניות החברה וביצועיה.
- 1.5.2. עמדתנו הינה כי הגברת הרכיב הדח"צי בדירקטוריון הינה חיונית לשמירת האינטרסים של המיעוט וטובת כלל בעלי המניות בחברה ולפיכך, נתמוך בהגדלת מספר הדירקטורים הבלתי תלויים והדח"צים.

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

- 1.6.1. בהתאם לתפיסתנו, הפרדה זו דרושה על מנת ליצור פיקוח נאות של הדירקטוריון על פעולות המנכ"ל וההנהלה. לגישתנו, אין לאפשר לראש הגוף המפקח על המנכ"ל לשמש גם כמנכ"ל עצמו. הטיעון הנגדי מתבסס על חיסכון כספי הטמון במינוי הכפול, וב"שקט תעשייתי" שלעיתים מאפיין הנהלת חברה בעלת מינוי כפול. בחברות אירופאיות (במיוחד באנגליה) וקנדיות נהוגה הפרדה כאמור, ובשיעורים נמוכים למדי בשוק האמריקאי. הקוד המשולב האנגלי קורא להפרדה ברורה בין התפקידים וממליץ כי כיו"ר הדירקטוריון יכהן דירקטור עצמאי. על פי נתוני סקרים עסקיים נראה כי גם חברות בארה"ב מאמצות בהדרגה את מודל הפרדה, כתגובה לכשלים ניהוליים ושערוריות חשבונאיות.
- 1.6.2. אנו סבורים כי הפרדת תפקידי יו"ר ומנכ"ל הינה הכרחית לצורך חיזוק הפיקוח על ההנהלה הבכירה ולקידום תקשורת בריאה בין חברי הדירקטוריון.

## 1.7. משך כהונת דירקטור

- 1.7.1. תקופת כהונתו של דירקטור חיצוני, לא תעלה על תשע שנים רצופות (שלושה מינויים לתקופה של שלוש שנים כל אחת), בעוד כהונת יתר הדירקטורים אינה מוגבלת בזמן. באשר לסיווג דירקטור כבלתי תלוי, כפי שאוזכר, החוק קובע מגבלת כהונה מרבית של תשע שנים, כתנאי לכשירותו ככה.
- 1.7.2. לאור חשיבות הנושא וכחלק מהתנאים לגיבוש סיווג מידת תלותו של הדירקטור, עמדתנו בנושא זה תהא זהה גם בכל האמור לגבי חברות דואליות, שם קיימת האפשרות החוקית למנות דירקטור חיצוני לתקופה נוספת מעבר לזו הקבועה בחוק (קרי מעבר לתשע השנים).

## 1.8. דירקטוריון מדורג

- 1.8.1. אנו נתנגד למנגנון של דירקטוריון מדורג<sup>1</sup> וכן למינוי דירקטורים במסגרתו. לדעתנו, המנגנון מנוגד לאינטרס של כלל בעלי המניות היות והוא מונע את זכותם הבסיסית למינוי דירקטורים בתדירות סבירה, בעודו מגן על הדירקטורים ובעלי השליטה המקוריים.

## 1.9. קריטריונים בנושא מינוי והרכב הדירקטוריון

- 1.9.1. ייבחנו תנאי הכשירות של המועמד המוצע בהתאם לקבוע בחוק החברות, לרבות קיום הצהרה בדבר קיום הכישורים הדרושים והיכולת להקדיש את הזמן הראוי לשם ביצוע התפקיד, בשים לב לצרכיה המיוחדים של החברה ולגודלה.
- 1.9.2. בעת הארכת מינוי, תיבחן מעורבות העבר של הדירקטור. במסגרת זו יש לצפות להשתתפות בשיעור מינימאלי של 75% בישיבות הדירקטוריון ובישיבות הוועדות להן מונה בתקופה של לפחות שנתיים שקדמו למועד המינוי, ככל שהדירקטור כיהן בחברה בתקופה זו, כאשר הרף לגבי השתתפות ב- 75% לפחות מהישיבות ייושם לגבי כל שנה בנפרד. לאור השינוי במדיניותנו בנושא זה, אנו נפעל ליישומו בתוך שנה ממועד פרסומו של מסמך זה ובשנה הקרובה נמשיך בבחינה של רף ההשתתפות בישיבות בהיקף של 75% לפחות, לגבי השנה שקדמה למינוי.
- 1.9.3. הגבלת מספר הדירקטוריונים בהם מכהן הדירקטור המוצע ל- 4 דירקטוריונים מהותיים, בשים לב לגודלן ולמורכבות פעילותן של החברות וכן גם לעיסוקיו האחרים של הדירקטור. מגבלה זו הינה למעט כהונה של נושא משרה מטעם בעל השליטה בחברות בנות או אחיות הנמנות על חברות הקבוצה, כך שכהונה במקביל בחברות הקבוצה כאמור לא תימנה לעניין המגבלה האמורה.
- 1.9.4. דרישה למינוי של לפחות שליש דירקטורים בלתי תלויים (כהגדרתם בחוק החברות) מתוך כלל הדירקטורים בדירקטוריון, בחברות עם מוטת שליטה.
- 1.9.5. דרישה למינוי של לפחות 50% דירקטורים בלתי תלויים (כהגדרתם בחוק החברות) מתוך כלל הדירקטורים בדירקטוריון, בחברות ללא מוטת שליטה.
- 1.9.6. דירקטור בלתי תלוי המכהן כיו"ר דירקטוריון, לא ייספר במניין הדירקטורים הבלתי תלויים, לעניין סעיפים 1.9.4 ו- 1.9.5.

<sup>1</sup> בדירקטוריון מדורג חברי הדירקטוריון מחולקים למספר קבוצות (בדרך כלל, שלוש קבוצות). בכל שנה מתמנה אחת מהקבוצות לתקופת כהונה של מספר שנים כמספר הקבוצות. באופן זה רק חלק מחברי הדירקטוריון עשויים להתחלף באסיפה כללית אחת.

- 1.9.7. דירקטורים לא יכהנו בתפקידים נוספים, לרבות כיועצים בחברה ובחברות הקבוצה, העלולים לגרום להם להימצא בניגוד עניינים.
- 1.9.8. כאמור בסעיף 1.8 לעיל, אנו נתנגד למינוי דירקטורים בשיטה של "דירקטוריון מדורג" ומשכך, כהונת דירקטור תיבחן מידי שנה במסגרת האסיפה הכללית השנתית. כהונת דירקטור חיצוני תיבחן בתום שלוש השנים הראשונות כתנאי לבחירה מחודשת.
- 1.9.9. אנו נתנגד למינוי המנכ"ל, או מי מהכפופים אליו, או מי מבני משפחתו, כיו"ר הדירקטוריון וזאת למעט במקרים חריגים בהם קיימת הצדקה לכהונה זמנית במקביל, כגון ניהול משבר, גישור לתקופת מעבר וכדומה, ובלבד שהמינוי המקביל יהיה לתקופה קצרה.
- 1.9.10. אנו נתנגד למינוי של מנכ"ל החברה ומינוי של נושאי משרה או מנהלים אחרים הכפופים למנכ"ל, כדירקטורים בחברה.
- 1.9.11. פיטוריו של דירקטור חיצוני ייבחנו בהתאם לקבוע בחוק החברות.

## 2. מדיניות בנושא תגמול בכירים

חוק החברות (להלן "התיקון") מחייב את החברות הציבוריות לגבש מדיניות תגמול לבכירים<sup>2</sup> שתאושר באסיפה הכללית במנגנון של Say on Pay<sup>3</sup>, לאחר שאושרה ע"י ועדת התגמול והדירקטוריון. גיבוש ואימוץ המדיניות כאמור, צריכים להתבצע בתוך תשעה חודשים ממועד תחולת התיקון שהינו ה- 12 בדצמבר 2012. במידה והאסיפה תתנגד למדיניות, הרי שהחלטה תחזור לדיון בדירקטוריון אשר ישקול את עמדת האסיפה ויוכל לאשר את המדיניות על אף התנגדותה, תוך הצגת נימוקים מפורטים להחלטתו ובחינה של עמדת האסיפה. זאת למעט בחברה נכדה ציבורית, בה עמדת האסיפה תהיה מכרעת.

התיקון מעניק לבעלי מניות המיעוט זכות וטו על שכר מנכ"ל שאינו בעל שליטה (בכפוף לכוחם של ועדת התגמול והדירקטוריון להתגבר על התנגדות בעלי מניות המיעוט במקרים מיוחדים<sup>4</sup>) ומשכך על בעלי המניות מקרב המיעוט לשקול גם איך נכון לתגמל מנהלים שכירים. במקרה של תגמול מנכ"ל שכיר, ניגוד העניינים בין בעל השליטה לבין בעלי מניות המיעוט בולט פחות מאשר בתגמול נושא משרה שהינו בעל השליטה או קרובו, אך עדיין קיים.

כל הצעה לתשלום תגמול לנושא משרה צריכה להיות מוצגת במסגרת מסמך מפורט המסביר כיצד היא תואמת את דרישות החוק או בהפניה למסמך מדיניות קיים.

**הסכם העסקה לנושא משרה בחברה** – נצביע לפי מכלול הנתונים והקריטריונים המפורטים בסעיפים 2.1 ו- 2.2 להלן ולפי מיטב שיקול הדעת המקצועי. החברה תתנגד לאשר מדיניות תגמול בכירים או הסכם העסקה, כאשר עלות שכרו של נושא המשרה עולה על-פי 10 מהשכר הממוצע במשק.

### 2.1 כללי החלטה בנושא גיבוש מדיניות תגמול בכירים

2.1.1 בהקשר זה של תגמול בעלי שליטה, אנו סבורים כי קיימת חובה לנקוט משנה זהירות והקפדה יתרה באישור ההתקשרות, בשל החשש כי בדרך

<sup>2</sup> תיקון מספר 20 לחוק החברות מטפל בבכירים הכוללים דירקטורים ובכללם יו"ר שכיר, מנכ"ל, וכלל נושאי המשרה הכפופים למנכ"ל.

<sup>3</sup> מנגנון המאפשר הבעת עמדה של האסיפה הכללית לגבי התגמול אך לא מאפשר הכרעה.

<sup>4</sup> הראשון הוא קיום חשש כי הבאת ההסכם לאישור האסיפה עלול לסכל את המינוי ובלבד שהתגמול תואם את מדיניות התגמול. השני הוא אם במהלך תקופת העסקה של המנכ"ל תחליט ועדת התגמול או ועדת ביקורת לעדכן את תנאיו כלפי מעלה, הדבר אפשרי ובלבד שהוועדה אישרה כי השינוי אינו מהותי ביחס לעסקה קודמת.

זו יתועלו רווחי החברה לבעלי השליטה מבלי לשתף את ציבור בעלי המניות.

2.1.2 לדעתנו נדרש שהחברות יפרסמו את עבודת הייעוץ החיצונית לחברות הקבוצה, ככל שבוצעה, בכדי לייצר שקיפות באשר למכלול השיקולים והמידע שהובאו בפני הדירקטורים בבואם לאשר את מדיניות התגמול או הסכם התגמול הפרטני. מבנה השכר חייב להיות בהיקף כספי ובפרופורציה שיאפשרו שמירה על מוטיבציה גבוהה, זהות אינטרסים של נושא המשרה ובעלי המניות בחברה ושימור הקשר לביצועי החברה ולהערכת הביצועים האישיים של נושאי המשרה ורמת הסיכון בפעילות המבוצעת על ידו.

2.1.3 בהתייחס לשינוי בתנאי הכהונה של המנכ"ל שלא הובא לאישור האסיפה הכללית, אנו מצפים שמסגרת השינוי הזה תוגדר במדיניות התגמול באופן מפורש וכי ייקבע שהיקף השינוי השנתי בכלל רכיבי התגמול לא יעלה על 5% בשכר הבכירים. במידה והסכם התגמול של המנכ"ל אושר ע"י הדירקטוריון ולא הובא לאישור האסיפה הכללית במסגרת ה"סייגים" שהתיקון מאפשר (למשל מינוי מנכ"ל חדש או שינוי לא מהותי ברכיבי התגמול), הרי שבמועד האסיפה הכללית השנתית הקרובה, על החברה לכלול גם את אישור הסכם התגמול של המנכ"ל כתנאי לאישור המדיניות.

2.1.4 אנו נבחן את שוויה הכלכלי של חבילת השכר כולה, על כל מרכיביה, תוך התייחסות לתוצאותיה העסקיות של החברה ולביצועי המניה, וככל שחבילת התגמול מבוססת על יעדים, תוך בחינת יעדים אלה. כמו כן, נערוך השוואת נתונים לקבוצת התייחסות (שהיא בדרך כלל קבוצת החברות בעלות מאפיינים דומים לפעילות החברה ושוויה) ונחוזה דעתנו באשר לפער, אם קיים, ביחס לקבוצת התייחסות. בנוסף, אנו נדרג את קבוצת ההשוואה בשני ממדים, האחד הוא גובה חבילת התגמול ביחס לקבוצת התייחסות שנבחרה והמימד השני הוא רמת הביצועים בהתאם למדדי ביצוע כלכליים שייבחרו כך שיתאמו לאופי פעילות החברה. אנו נאמוד את הפער בין מיקומה היחסי של החברה מבחינת גובה והתפתחות חבילת התגמול ביחס לקבוצת ההשוואה לבין מיקומה מבחינת מדדי הביצוע וביצועי המניה של חברות המדגם בטווח של לפחות 3 השנים האחרונות ואת מידת העדר ההלימה ביניהם.

2.1.5 בהתאם לתפיסת עולמנו, היעדר 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 מבוטחה תמיכה בתגמול, שכן ייתכן שרמת התגמול בענף גבוהה מדי, או שהקשר בין תגמול לביצועים המקובל בענף רופף מדי.

2.1.6 אנו סבורים כי הסכם העסקה עם נושא משרה ראוי שיבוא לבחינה ולאישור של בעלי המניות טרם מועד תחילת העסקתו ולא בדיעבד.

2.1.7 נוסחת התגמול צריכה להיקבע מראש, לא להשתנות בדיעבד ולא להשאיר שיקול דעת ביישום התגמול לדירקטוריון, למעט הפחתה בהיקף התגמול.

2.1.8 חבילת התגמול צריכה להיות פשוטה. חבילות מסובכות ומרובות רכיבים הן מרשם לתוצאות בלתי צפויות.

2.1.9 יש להתייחס בזהירות לתשלומים דחויים (כמו הטבות לאחר פרישה), שעלולים להסוות את גובה התגמול.

2.1.10 מעבר לשכר בסיס סביר, התגמול צריך להיות צמוד ביצועים, רצוי באופן ליניארי ובלי תוספות חד פעמיות. אנו סבורים כי אין מקום להגדלת התגמול לקראת פרישה (לרבות תשלום בגין התחייבות לא להתחרות בחברה לאחר הפרישה).

2.1.11 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.

2.1.12 לגבי חברות ישראליות אשר מדווחות בטופס F-20, ואינן מפרטות בו את התגמולים של כל אחד מבעלי העניין ונושאי המשרה הבכירים בנפרד בטבלה במתכונת תקנה 21 לתקנות ניירות ערך (דוחות תקופתיים ומידיים), תש"ל-1970 ("תקנות הדוחות"), אנו נדרוש כתנאי כי החברה:

א. תפרט בזימון לאסיפה הדנה בנושאי תגמול בכירים את התגמולים של כל אחד מבעלי העניין ונושאי המשרה הבכירה בנפרד בטבלה, כפי שהייתה נדרשת לפרטם לפי תקנה 21 לתקנות הדוחות, במועד בו הגישה את הדוח התקופתי האחרון, וכן;

ב. תתחייב בזימון לאסיפה לפרט את התגמולים של כל אחד מבעלי העניין ונושאי המשרה הבכירה בנפרד בטבלה בדוחות התקופתיים מכאן ואילך באותה מתכונת. בנוסף לשני אלה, כאשר יתבקש אישור תגמול המנכ"ל, נדרוש עוד כתנאי כי;

ג. החברה תפרט בזימון לאסיפה פרטים בדבר התגמול המוצע בטבלה וכן כל פרט מהותי אחר החשוב למשקיע סביר<sup>5</sup>. דרישה שלישית זו תחול גם אם החברה כבר מפרטת בדוחות התקופתיים בטופס F-20 את התגמולים של כל אחד מבעלי העניין ונושאי המשרה הבכירים בנפרד<sup>6</sup>.

2.1.13 בהיעדר עמידה בדרישות אלה, נתנגד למדיניות התגמול ולתגמול המנכ"ל. אנו סבורים כי דרישות אלה הינן מהותיות על מנת לאפשר לבעלי המניות לדעת את המצב לאשורו בעת ההצבעה ולאחריה, כך שמדיניות התגמול ותגמול המנכ"ל לא יאושרו באופן עיוור ובלי אפשרות למעקב הולם אחר התשלום בפועל.

## 2.2 תגמול קבוע – שכר ותשלומים שונים

2.2.1 אנו נתנגד להסכם התקשרות עם נושא משרה בכירה, לתקופה העולה על שלוש שנים.

2.2.2 אנו נתנגד לאישור בדיעבד של תכניות שכר. כללי התגמול בכללם, לרבות כללים בדבר מתן מענקים, ייקבעו מראש בלבד ולא יינתן תגמול, אלא אם הנוסחה והתנאים לחישובו נקבעו מראש.

2.2.3 מענקי חתימה ומצנחי זהב יחושבו כחלק ממרכיב תשלום במזומן, בעלות הכוללת של תכנית התגמול.

2.2.4 אנו נתנגד להצמדה אוטומטית של השכר השוטף.

2.2.5 תקופת הודעה מוקדמת לנושאי משרה, לא תעלה על הטווח שבין שלושה לשישה חודשים, בהתחשב בביצועי החברה, במבנה ובנתוני התגמול. במסגרת תקופה זו יתחייבו נושאי המשרה להעניק לחברה שירותים בפועל.

2.2.6 אנו נתנגד להגדלת הפיצויים בסמוך למועד הפרישה וכן לתשלום עבור אי-תחרות לאחר פרישה.

<sup>5</sup> במתכונת תקנה 3א37 לתקנות הדוחות.

<sup>6</sup> בטבלה במתכונת תקנה 21.

## 2.3 תגמול לטווח בינוני - מענקים

2.3.1. התיקון מגדיר כי 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, נדרש לקבוע רווח נורמטיבי שרק מעל אותו הרווח יוענק המענק.

2.3.2. בהינתן קביעת יעד של רווחיות, אנו סבורים כי במידה והמענק מוצמד לרווח הנקי של החברה הרי שזה יהא בניכוי זכויות המיעוט בגין חברות מוחזקות וכן רצוי שינטרל שערוכים כמפורט בסעיף 2.3.5 להלן, המבוססים על תזרים עתידי שהוודאות לגבי התגבשותו נמוכה, בהתייחס למאפייני החברה ופעילותה. (במידה ויעד הרווחיות אינו הרווח הנקי אלא מדד רווח חשבונאי אחר, הרי שקיים קושי לבודד את השפעת חלק המיעוט).

2.3.3. התיקון קובע כי מענק כספי ראוי שיוגבל בערך מוחלט ומרבי.

2.3.4. התוספת לתיקון מחייבת ביסוס הרכיבים 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 לא יינתן תגמול בקשר להשלמת עסקת רכישה. 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.

2.3.5. ראייתנו בנושא היבטי הדיווח הכספי הנדרשים בעניין תשלום המענק בדוחות הכספיים השנתיים:

לאור העובדה שלעתים המענק המשולם מתבסס על מדדים חשבונאיים מהם מנוטרלים רכיבים שונים כגון, זכויות מיעוט, שערוכים בגין אימוץ תקני חשבונאיים המשפיעים באופן מלאכותי על הרווח או מנגנונים מורכבים אחרים, אנו נקפיד על קיום דיווח ברור ושקוף במסגרת תקנה 21, לגבי האופן בו חושב המענק (זאת במידה ומדובר במנגנון מורכב שאינו ניתן לחישוב פשוט באמצעים גלויים על ידי המשקיע), כמפורט להלן:

א. הפרטים המובאים בדוח התקופתי בהתאם לתקנה 21 בתקנות ניירות ערך (דוחות תקופתיים ומידיים), התשי"ל-1970, ייכללו, בין היתר, תיאום בין הרווח הנקי המאוחד המיוחס לבעלי המניות לבין הרווח השנתי הקובע לחישוב המענק השנתי (תוך פירוט הסכומים המרכיבים תיאום זה), וכן פירוט של חישוב המענק השנתי, על בסיס הרווח השנתי הקובע לחישוב זה. בנוסף, ייכללו בדיווח האמור מצג של הדירקטוריון, כי רואה החשבון המבקר המציא לחברה חוות דעת בלתי מסויגת, וללא הפניית תשומת לב, אשר לפיה התיאום הנ"ל לחישוב המענק השנתי מוצגים באופן נאות, מכל הבחינות המהותיות.

ב. הכללתם בדוח התקופתי של הפרטים האמורים בפסקה הקודמת הינה תנאי מהותי ויסודי לאישור המענק השנתי. מובהר ומודגש כי בכל מקרה של אי הכללת הפרטים האמורים בדוח התקופתי, אישור המענק השנתי על ידי האסיפה הכללית לעיל יהיה בטל מעיקרו.

ג. הגילוי כמפורט לעיל במסגרת הדוחות הכספיים באשר לתשלום המענק כמפורט לעיל חשוב לדעתנו מן השיקולים הבאים:

- דרישת הגילוי - נחוצה על מנת למנוע תשלום מענק מעבר למה שאושר על ידי האסיפה הכללית, ככל שמדובר במנגנון מורכב, מבלי שיהיה כרוך בכך סיכון של ממש. ללא דרישת הגילוי אין דרך מעשית לדעת אם המענק ששולם הוא באמת לפי החלטת האסיפה הכללית.

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



- הוראת בטלות אישור האסיפה במקרה של אי מתן הגילוי - נחוצה על מנת לייצר סיכון (וסנקציה) למצב של אי מתן הגילוי או אי הכללת התוכן בו בהתאם להחלטת האסיפה. כפי שבדיקת רואה החשבון נחוצה להבטחת נכונות הגילוי, הוראת הבטלות נחוצה להבטחת עצם מתן הגילוי.

## 2.4 תגמול הוני

2.4.1. באשר לתגמול מבוסס הון, אנו סבורים כי ניתן באמצעותו 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.

2.4.2. התיקון מחייב כי בעת הענקת תגמול הוני, תנאי התכנית יהוו תמריץ ראוי להשאת ערך החברה לטווח הארוך. במסגרת מדיניות ההצבעה, אנו נבחן את הרציונל שבבסיס ההענקה ואת נימוקי החברה לגביה. אנו נתייחס לשאלה האם תכנית התגמול נבנתה לאחר בחינת חלופות אחרות, ונבחן את תנאי התכנית לרבות: היקף הדילול הצפוי, שוויה הכלכלי, מחירי המימוש ותקופת ההקניה.

2.4.3. תמחור מחדש של אופציות - בשוק מניות גואה, עולה שוויין של חבילות אופציות לנושאי משרה, האטרקטיביות למימושן עולה וקיימת ציפייה כי נושאי המשרה יהפכו לבעלי מניות או יגדילו את אחזקתם בחברה. מהלך זה אמור להעלות את המוטיבציה של נושאי המשרה בכל הקשור בהגדלת ערך החברה. לחלופין, במצב של שוק יורד, נפגע ערכה של חבילת האופציות ולעתים עד כדי שווי אפסי. במצב כזה חלק מהחברות מבקשות לבצע שינוי בתנאי האופציות שהוענקו. השינוי הנפוץ הוא תיקון למחיר המימוש של האופציות (הפחתה), מתוך רציונל שמתבסס על הצורך לשמר אנשי מפתח החיוניים לתפעול השוטף ולהשגת יעדי החברה.

2.4.4. אנו סבורים כי בתקופה בה מתרחשת פגיעה מהותית בערך השקעתם של בעלי המניות מן הציבור, אין זה מן הראוי לאפשר את הפחתת מחיר המימוש עבור דירקטורים ונושאי משרה בכירים, והפיכתם של אלה לבעלי מניות במחירים עדיפים.

2.4.5. בשינוי תנאי תכניות אופציות לעובדי חברה, שאינם נושאי משרה בכירה או דירקטורים, עקב ירידה חדה במחיר המניה, 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 המימוש של האופציות, מחיר המימוש החדש יהיה שווה או גבוה משיא מחיר המניה בשנה שקדמה למועד התמחור מחדש.

2.4.6. אנו נתנגד למענק הוני מבוסס אופציות המגלם הטבה מידית "בתוך הכסף". כמו כן, נתנגד למחיר מימוש המשקף הנחה ביחס למחיר המניה בסמוך למועד ההענקה או למענק הוני הניתן למימוש באופן מיידי. לעניין זה יבחן מחיר המניה הממוצע במהלך תקופה מייצגת טרם מועד ההענקה. הנושא יישקל תוך התחשבות בתנודתיות המניה בתקופה זו.

2.4.7. קריטריונים בקביעת תגמול הוני:

- א. הגבלת היקף הדילול המכסימלי האפשרי המצטבר, בגין כלל ההענקות שבוצעו בחברה. בחברות הנכללות במדד ת"א 100 יוגבל היקף הדילול לכ- 10% ובחברות הנכללות במדד היתר יוגבל היקף 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.
- ב. מחיר המימוש ותנאי התכנית צריך שיהוו תמריץ ראוי להשאת ערך החברה לטווח הארוך.
- ג. תקופת הבשלה (vesting) ראוי שלא תפחת משלוש שנים (או מימוש חלקי על פני השנים).
- ד. תקופת המימוש ראוי שלא תפחת משנה אחרי כל מועד הבשלה. יחס הדילול בין בכירים לבין יתרי העובדים ייבחן במבחן הסבירות.
- ה. אנו נתנגד לתוכנית אופציות הכוללת מנגנון evergreen (מנגנון התחדשות אוטומטית).
- ו. מענקי פאנטום/מניות חסומות יחושבו לעניין מגבלות אלה כתגמול הוני. בתאגידים בנקאיים, לאור הקריטיות של נושא התיאבון לסיכון והנחיות המפקח בנושא, אנו נתמוך בתגמול מבוסס מניות חסומות ככל שהענקתן תותנה ביעדי ביצוע כגון השגת יעדי תשואה, הלימות הון וכו'.
- ז. אנו נתנגד להענקת שיקול דעת בלעדי בדבר שינוי תנאי האופציות, לדירקטורים, לרבות באשר לתמחור מחדש.
- ח. אנו נתנגד להענקת אופציות/מניות במתכונת של "גלולת רעלי".
- ט. אנו נתנגד למנגנון אוטומטי המאפשר האצה מיידית של תנאי מענק הוני למעט במקרים של החלפת שליטה. במקרים מסוימים נשקול תמיכה בהאצה חלקית של תנאי מענק הוני, ובלבד שלא מדובר בבעל שליטה.
- י. הענקת אופציות בחברה קשורה תיבחן בהתאם למידת המעורבות של נושא המשרה בעסקיה של החברה הקשורה.

## 2.5 שכר דירקטורים ודח"צים

- 2.5.1. אנו נתנגד לתמחור מחדש של אופציות עבור דירקטורים ונושאי משרה בכירים.
- 2.5.2. 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.
- 2.5.3. אנו נתמוך במתן שכר לדירקטורים רגילים ולדירקטורים חיצוניים, במסגרת הסכום הקבוע כמופיע בתקנות החברות לעניין שכר דירקטורים חיצוניים בחברות וכן בהיקפים גבוהים יותר בהתאם לכללי גמול יחסי ככל שמדובר בדירקטור מקצועי או מומחה בעל תרומה ייחודית לחברה.
- 2.5.4. אנו נתנגד למתן תגמול נוסף לנושאי משרה אשר מכהנים כדירקטורים.
- 2.5.5. הענקת שכר הגבוה מהקבוע בתקנות עבור דירקטור רגיל, תיבחן בהתאם לתרומתו לקידום ענייני החברה ובהתייחס לעקרונות כלליים של תגמול נושאי משרה. הענקה זו תאושר בהתאם להליך אישור עסקה חריגה עם בעל עניין.
- 2.5.6. אנו מתנגדים עקרונית להענקת מענקים מבוססי מניות עבור דירקטור חיצוני.

## 2.6 הסכמי ניהול בין חברות ציבוריות או בין חברות פרטיות שבשליטת בעל השליטה לחברה ציבורית בשליטתו

2.6.1. סעיף 270(4) לחוק החברות קובע כי כללי ההכרעה המיוחדים הקבועים בחוק בנוגע לאישור התקשרות של חברה ציבורית עם בעל השליטה בקשר לתנאי כהונה והעסקה, יחולו גם לגבי עסקה של החברה הציבורית עם חברה בשליטת בעל השליטה הנותנת שירותי ניהול או ייעוץ לחברה הציבורית.

2.6.2. הסכמי ניהול ייבחנו 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.

פירוק דקדקני של עלויות השירותים יועבר בדיווח לבעלי המניות ויהיה קריטריון סף לבחינתנו את ההתקשרות המוצעת. אנו נתנגד לעסקה בכל מקרה שלא יועבר לבעלי המניות דיווח הכולל פירוט דקדקני של היקפי ותיאור מדוקדק של השירותים, העלויות המיוחסות לכל אחד מהם, וכן תיאור נושאי משרת נותני השירותים.

2.6.3. הסכמי ניהול יוגבלו לתקופה של עד שלוש שנים.

### 3. מיזוגים, רכישות והעברת פעילויות

מיזוגים ורכישות הם אמצעי אסטרטגי להשגת צמיחה כלכלית ויתרונות תחרותיים, לצד מיקוד עסקי והתייעלות. במקרים רבים התהליך מתרחש תוך כדי ביצוע שינויים מרחיקי לכת בתרבות הארגונית של החברות, העלולים לפגוע בזכויותיהם של בעלי המניות ובערך מניותיהם.

כל מקרה כזה יבחן 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.

- אנו נתייחס אף למבנה העסקה ולפוטנציאל הדילול, באם קיים, ולסבירותו.
- אנו נבחן את רמת השקיפות הניתנת בעסקאות מהותיות, ובייחוד שקיפות בכל הקשור למחיר העסקה, הערכות שווי חיצוניות, מסמכי נאותות, מסמכי פרופורמה וכיוצא בזה.
- אנו נבחן האם במבנה העסקה שנבחר לביצוע המיזוג, בעלי המניות זוכים להגנה הראויה והאם מבנה העסקה יוצר חשש לפגיעה בזכויותיהם ביחס לבעלי מניות אחרים.
- אנו ניתן דעתנו לתשלומים והוצאות שכר הכרוכים בעסקה ובהעברת השליטה.

#### 4. עסקאות בעלי עניין

ככלל, עסקאות עם בעלי עניין<sup>7</sup> אינן רצויות שכן יש עדויות רבות לכך שהן משמשות לתיעול ערך מהחברה אל בעל העניין. כיוון שקשה להבטיח תמחור הוגן של עסקאות עם בעלי עניין, עסקאות עם צדדים שלישיים לרוב תהיינה עדיפות. לפיכך, אנו נתמוך בעסקה עם בעל עניין רק במקרים חריגים, כשהנהלת החברה הראתה שאין חלופה ראויה לעסקה ושתנאי העסקה מיטיבים עם החברה, וכן שבחנה והשתכנעה כי מדובר בהתקשרות שהינה בליבת העסקים של החברה.

גישתנו בנושא הדיווח הנדרש בנושא עסקאות בעלי עניין, הינה כי כל הפרטים ששופכים אור על כדאיות העסקה לחברה צריכים להיות גלויים בפני בעלי המניות המתבקשים לאשר את העסקה ולא רק בפנינו. פרטים אלה יהיו גלויים במסגרת זימון האסיפה וכוללים, בין היתר, מידע כיצד העסקה נולדה, כיצד גובשו תנאיה ואילו בדיקות או דוחות נערכו בקשר אליה. לפי תקנה 3 לתקנות ניירות ערך (עסקה בין חברה לבין בעל שליטה בה), התשס"א–2001, ההודעה על כינוס האסיפה הכללית שבה תובא העסקה לאישור צריכה לכלול דוח עסקה ובו כל פרט העשוי להיות חשוב למשקיע סביר או לבעל מניות סביר לצורך קבלת החלטת הצבעתו, לרבות שורה של נתונים המפורטים בתקנה. אחד מנתונים אלה הוא הדרך שבה נקבעה התמורה. כפי שצינו, דעתנו היא, כי על פירוט זה לכלול את השתלשלות המשא ומתן בין בעל השליטה לבין הוועדה הבלתי תלויה, לרבות השינויים שנעשו במתווה העסקה במהלכו, כלל הצעדים שננקטו כדי לבחון חלופות אחרות לעסקה בשוק ואת הדרך בה נהגה החברה בחלופות שהוצעו על ידי צדדים שלישיים. בהיעדר פירוט כזה, נתנגד לעסקה.

פירוט דומה נדרש גם בארצות הברית. שם דורשות תקנות ניירות הערך הפדראליות כי, בשורה של עסקאות הטעונות אישור האסיפה הכללית (גם כאלה שאינן עם בעל שליטה), הזימון לאסיפה הכללית יפרט את השתלשלות המשא ומתן וכן את המגעים ואת העסקאות שנעשו בין הצדדים טרם גיבוש העסקה העומדת לאישור האסיפה הכללית. סוגי העסקאות הטעונות פירוט כאמור כוללת מיזוג, רכישת ניירות ערך של צד שלישי, רכישת עסק פעיל או נכסים של עסק פעיל, מכירת כל נכסי החברה או כמעט כל נכסיה ופירוק.

#### 4.1 כללים לבחינת עסקאות בעלי עניין

4.1.1 עסקאות עם בעלי שליטה יהיה לתקופה שלא תעלה על 3 שנים.

4.1.2 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).

4.1.3 ברירת המחדל לטיפול בעסקאות בעלי עניין היא שוועדת הביקורת או תת-וועדה 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 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 להסתכמות על משא ומתן שנוהל על ידי הנהלת החברה ולא לחוות דעת שהוזמנו על ידי הנהלת החברה או על ידי יועציה המשפטיים.

4.1.4 כאינדיקציה ראשונית לבחינת העסקה, ככל שלבעל העניין בעסקה קיים פער בין האינטרס ההוני שלו בנושא העסקה ביחס לאינטרס ההוני שלו בחברה אשר הוא בעל עניין בה לפי העניין, הרי שתבוצע על ידינו בחינה ביתר קפדנות. במידה

<sup>7</sup> בהקשר של עסקאות בעלי עניין אנו מתייחסים לעסקאות מיזוג, רכישה וכן לעסקאות שעניינן מתן שירותים, הסכמי ניהול וכו' בעסקאות שהיקפן מהותי לחברה.

והאינטרס ההוני זהה הרי שהבחינה הראשונית, תהא פשוטה יותר לאור העובדה שהחשש לניצול מבנה השליטה לרעת בעלי מניות המיעוט, פוחת.

4.1.5. במרבית העסקאות תתמקד הבחינה בנאותות ההליך בו הוחלט לקשור עסקה עם בעל השליטה והאופן בו גובשו תנאי העסקה. במסגרת זו נבקש לקבל מידע כדלקמן:

4.1.6. 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.

4.1.7. נבחן כי דוח העסקה המופץ לקראת האסיפה הכללית יתאר בפרוטרוט את שלבי ההליך:

- הרקע לעסקה.
- אופן מינוי הוועדה הבלתי תלויה ויועציה.
- 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 שנקטו כדי לבחון חלופות אחרות.
- הדרך בה טופלו חלופות שהוצעו על ידי צדדים שלישיים.

4.1.8. ככלל, נאשר רק עסקה שמיטיבה עם המיעוט (במידה והעסקה נובעת מדרישות רגולטוריות, הרי שבמרבית המקרים נבחן כי די בכך שאינה פוגעת במיעוט). 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.

4.1.9. בסוגים מסוימים של עסקאות לא נסתפק בגילויי הצעדים שנקטו כדי לבחון חלופות אחרות לעסקה בשוק, אלא נעמוד על כך שיינקטו צעדים כאלה.

אנו רואים בקיומו של הליך תחרותי כלי חשוב להבטחת טובתה של החברה ועל כן, גם בהיעדר הוראה כזו בתקנון החברה, נתנגד לעסקה ממין העסקאות האמורות שלא קדם לה הליך תחרותי, כאמור, אשר נערך כראוי.

## 5. מבנה הון

למבנה ההון של חברה ציבורית חשיבות רבה לבעלי המניות. לכך גם השלכה על מדיניות חלוקת דיבידנדים, הזדמנויות צמיחה באמצעות מיזוגים ורכישות, יכולת מימון פרויקטים ופעילויות חדשות, תגמול הוני של נושאי משרה, פיצול ואיחוד הון וכיוצא"ב. החלטות בנושאים אלה מתקבלות ע"י דירקטוריון החברה וההנהלה הבכירה ובחלק מהן נדרש גם אישורה של אסיפת בעלי המניות. לשאלת מימון השקעות החברה לסוגיהן, יש חשיבות מכרעת עבור בעלי המניות, בעיקר כאשר מדובר בהנפקת הון מניות חדש, הנפקת מניות בכורה או גיוס חוב.

### 5.1 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).

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.

## 5.2 הקצאות / הנפקות הון

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

## 5.3 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.

## 5.4 חלוקת דיבידנד, שיקולים עקרוניים

5.4.1 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, ראוי לבצע 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.

5.4.2 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.

5.4.3 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.

5.4.4 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:

- א. סכום הדיבידנד המקסימאלי שניתן לחלק (ללא אישור מיוחד של בית משפט) הוא הסכום העומד במבחן הרווח לפי סעיף 302 בחוק החברות.
- ב. 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).
- ג. 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.

מידת הוודאות של תזרים המזומנים המשתמע משערוך בסכום נתון תלויה ב:

- א. משך הזמן הצפוי עד למימוש הנכס או ההתחייבות ששוערכו;
- ב. 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-
- ג. 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.
- ד. 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).
- ה. העיקרון הוא שככל שחלוקת הרווחים האמורים תוך זמן קצר על ידי החברות המוחזקות היא פחות ודאית, סכום הדיבידנד המחולק בפועל צריך להיות קטן יותר.
- ו. 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 בתוכניות העסקיות לשנתיים הקרובות.
- ז. 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.

## 6. גולת רעל

- גולת רעל היא שם כולל למגוון אמצעים שתכליתם מניעת השתלטויות עוינות על חברות ציבוריות. מדובר בהסכם שיכנס לתוקף כאשר בעל מניות מסוים רוכש מניות בחברה בהיקף שמקנה לו יכולת שליטה כלשהי (בד"כ 15%-20%). במרבית המקרים, ההסכם כולל הקצאת מניות ע"י הדירקטוריון לטובת בעלי המניות הקיימים, בהנחה משמעותית (יכולה להגיע לכ- 50%).
- 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.
- 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.
- אנו נתמודד במנגנונים שאינם מעכבים או מונעים החלפת שליטה וסבורים כי בכל מקרה של ניסיון החלפת שליטה בחברה ציבורית יש להתחשב ברצונם של בעלי המניות וכן לתת לכוחות השוק לפעול מקום בו מחיר המניה מייצג מצבים של תת ניהול או כשל.



## 7. תהליכי הסדר ופירוק בגין אגרות חוב שכשלו

### **7.1 הסדרי חוב**

- 4.1.1. הצבעותנו 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:
- 4.1.2. נבחן את כדאיותו הכלכלית של ההסדר ביחס לחלופות אפשריות, לרבות פירוק החברה.
- 4.1.3. 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 בידיה בתוספת ערך הוויתור על התביעות כלפיו.
  - 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.
  - 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 נהתנגד להחלטות בכל אסיפת אג"ח אשר תותיר פרק זמן לקבלת החלטות הנמוך מ- 9 ימי עסקים.

## **8. כתבי אופציה**

שינויים בתנאי כתבי אופציה ייבחנו 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.

## **9. ביטוח, שיפוי ופטור נושאי משרה**

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.

- 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.
- מתן שיפוי – מדובר למעשה ב"כיסוי ביטוחי פנימי" של החברה כלפי נושאי המשרה שלה בגין חבויות בהן יידרשו מצדדים שלישיים. 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 הכספית לבין הסכום שהתקבל מכוח פוליסת ביטוח או הסכם שיפוי אחר באותו עניין. מגבלה כאמור, לתשלום השיפוי המקסימאלי, צריך שתיכלל גם בתקנון החברה.

- מתן פטור – אנו נתנגד לפטור לנושאי משרה. מתן פטור מראש מחובת הזהירות באופן גורף מהווה לדעתנו פגיעה בסטנדרט הרצוי באיכות הממשל התאגידי בחברות ציבוריות ובפרט שמתן פטור כנ"ל מונע מראש מבעלי המניות להפעיל את זכותם בכל הקשור לתביעה נגזרת של נושאי המשרה שהינה כלי חשוב בידי בעלי המניות.

## **10. מינוי רואה-חשבון מבקר**

- תפקידו של רואה החשבון הוא לבקר את הדוחות הכספיים של החברה ולחוות דעתו עליהם, בהתאם לתקני הדיווח הכספי החלים על החברה. מחויבותו של רואה החשבון המבקר היא כלפי בעלי הזכויות בחברה. מינוי רואה החשבון וקביעת שכרו הינם בסמכות האסיפה הכללית.
- דרישה לאי תלות מהווה תנאי חיוני לתפקודו של רואה החשבון. ההוראות בדבר אי תלותו של רואה החשבון מעוגנות בשורה של הוראות חוק. בנוסף, נקבעה בהוראות מכוח חוק חובת גילוי השכר המשולם לרואי חשבון, תוך פיצול למרכיבי השירות השונים.
- נבחן 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 השכר בגין שירותי ביקורת לבין השכר עבור שירותים אחרים, תוך שימת לב למהות השירותים האחרים
  - משך הכהונה בתפקיד
- בנוסף, אנו נבקש לקבל מידע מהחברות לגבי ההיבטים שלעיל במסגרת שאלון שיועבר להן טרם מועד האסיפה ובכלל זה התהליכים שביצעה ועדת הביקורת בבחינת היקף העבודה והשכר הראוי לרואה החשבון המבקר:
  - התהליכים שביצעה ועדת הביקורת בבחינת היקף העבודה והשכר הראוי לרואה החשבון המבקר.
  - האם לדעת ועדת הביקורת היקף שכר הטרחה המוצע (ביחס לעבר ו/או ביחס לסיכוני החברה) תואם את צרכי הביקורת על החברה, מידת מורכבות פעילות החברה והדיווח הכספי שלה.
  - האם השכר נקבע במנגנון משתנה או קבוע, אם קבוע האם נבחן המחיר השעתי (בהתאם לביצוע בפועל במידה ומדובר במינוי מחדש או בהתאם לתכנית הביקורת במינוי חדש).
  - באיזו מידה הנהלת החברה (לרבות המנכ"ל ומנהל הכספים/רכש) הייתה מעורבת בקביעת שכר הטרחה.

## **11. אישור רטרואקטיבי של עסקאות**

אנו נתנגד לאישור רטרואקטיבי של עסקאות או של הסכמים שאושרו בהליך לא תקין בעבר ע"י החברה ומובאות בדיעבד לאישור האסיפה הכללית.

## 12. 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:

- 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).
- בנוסף, אנו 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.
- אנו נתנגד לתיקון המאפשר לדירקטוריון שיקול דעת בלעדי בדבר חלוקת דיבידנד. החלטה זו הינה בעלת חשיבות רבה לבעלי המניות כאמור בסעיף 5.4 לעיל וראוי שתובא לבחינת בעלי המניות ברוב מיוחד.
- נוסף לכך, במסגרת שינויים בתקנון הקשורים לנושאים אלה, 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 כאמור בסעיף 9 לעיל.
- אנו נתמוך באפשרות למינוי דירקטור על ידי 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.
- 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 את שינוי מתכונת הדיווח, רק במידה ולאחר הנפקת החברה בבורסות זרות, תבצע ככל שנדרש, הרחבה ביחס למקובל ברמת הדיווח בדוחותיה הרבעוניים והשנתיים, כך שיכילו בתוכם את כל אותם נושאים שאינם 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). ההשוואה לדוחות המוגשים על ידי החברות המקומיות בארה"ב נועדה למנוע פגיעה במשקיעים בכל הקשור לרמת הגילוי, השקיפות ואופן ההצגה הנדרשים.
- כמו כן, לצורך גיבוש החלטה בעניין מהלך 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.

## 13. נושאים מנהלתיים

במסגרת הניהול השוטף של עסקי חברה ציבורית מתקבלות החלטות ניהוליות שוטפות, אשר לעתים מחייבות את אישורם של כלל בעלי המניות. אנו נבחן כל נושא מסוג זה, עניינית, תוך שימת לב מודגשת להשלכות העסקיות של המהלך המוצע על טובת החברה בטווח הבינוני-ארוך. להלן מספר סעיפים מנהלתיים עיקריים: שינוי שם חברה, הקצאת כספי חברה לצדקה וכיוצ"ב.