



אנטרופי שירותי מחקר כלכלי בע"מ

מדיניות הצבעה בעת הפעלת proxy
אספות כלליות
לשנים 2022-2023

אנטרופי שירותי מחקר כלכלי

מרץ 2022



5	1. מינוי והרכב הדירקטוריון	5
5.....	1.1. שיעור דירקטורים בלתי תלויים	5
5.....	1.2. היקף בני משפחה	5
5.....	1.3. גודל הדירקטוריון	5
6.....	1.4. דירקטוריון מדורג	6
6.....	1.5. מינוי דירקטורים חיצוניים ובלתי תלויים באמצעות ועדת איתור מקצועית	6
6.....	1.6. שוויון מגדרי	6
6	2. כשירות הדירקטורים ועצמאותם	6
6.....	2.1. כשירות חברי הדירקטוריון	6
7.....	2.2. מינוי דירקטור או דח"צ שהוצע על ידי משקיע מוסדי	7
7.....	2.3. הארכת מינוי דירקטור	7
8.....	2.4. הגבלת כהונה במספר דירקטוריונים במקביל	8
8.....	2.5. מינוי מנכ"ל כדירקטור	8
8.....	2.6. מינוי נושאי משרה הכפופים למנכ"ל כדירקטורים	8
9.....	2.7. הפרדת תפקיד המנכ"ל והיו"ר	9
9	3. הקלות והתייחסות מיוחדת לסוגי תאגידים	9
9.....	3.1. חברות קטנות	9
10.....	3.2. חברות ברשימת שימור, השעיה ומחיקה ממסחר	10
10.....	3.3. שותפות מוגבלת ציבורית	10
11.....	3.4. חברות בעלות דירוג סיכון ממשל תאגידי גבוה	11
12	4. תגמול בכירים	12
12.....	4.1. הנושאים הנכללים במדיניות ההצבעה בנושאי תגמול	12
14.....	4.2. תגמול קבוע – שכר ותשלומים שונים	14
14.....	4.3. תגמול לטווח בינוני - מענקים	14
16.....	4.4. היבטי הדיווח הכספי בעניין תשלום המענק	16
16.....	4.5. תגמול הוני	16
18.....	4.6. תגמול נושאי משרה בכירים במגזר הפיננסי	18
19.....	4.7. שכר דירקטורים ודח"צים	19
20.....	4.8. תגמול הוני לדירקטורים ודח"צים	20
20.....	4.9. תשלום שכר נושאי משרה בתאגיד ע"י בעל שליטה	20
20	5. הסכמי ניהול	20
21	6. שומרי סף	21
21	7. מיזוגים, רכישות והעברת פעילויות	21
21	8. עסקאות בעלי עניין	21
23	8. מבנה הון	23
24.....	8.1. הגדלת הון מניות רשום	24



24.....	הקצאות/הנפקות הון	8.2.
24.....	שינויים בהון המניות המונפק	8.3.
24.....	חלוקת דיבידנד	9.
26.....	גולת רעל	10.
26.....	תהליכי הסדר ופירוק בגין אגרות חוב שכשלו	11.
27.....	כתבי אופציה	12.
27.....	ביטוח, שיפוי ופטור נושאי משרה	13.
28.....	מינוי רואה-חשבון מבקר	14.
28.....	אישור רטרואקטיבי של עסקאות	15.
29.....	שינויים בתקנון חברה ובמתכונת דיווח	16.
30.....	נושאים מנהלתיים	17.



אנטרופי שירותי מחקר כלכלי בע"מ

לשם הנוחיות,

מסמך זה מרכז את מדיניות ההצבעה של אנטרופי

למסמך זה נלווים נספחי הרחבה הכוללים הקדמה, רקע

חקיקתי ופרקטיקה מקובלת בעולם



1. מינוי והרכב הדירקטוריון

1.1. שיעור דירקטורים בלתי תלויים

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

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

ג. **סייגים נוספים**:

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

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

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

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

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

- **תקופת צינון והעדר "זיקה"** – לצורך כהונה כדירקטור חיצוני/בלתי תלוי, נדרשת תקופת צינון בת שנתיים בה נעדר המועמד מ"זיקה" כהגדרתה בחוק החברות. בהתאם למהות הקשרים שהתקיימו טרם המועמדות אנו ניטה להתנגד למינוי חוזר של דירקטור חיצוני/בלתי תלוי או לחילופין לדרוש תקופת צינון ארוכה יותר, שכן להערכתנו, לאחר תקופת מינוי בת 9 שנים זיקת המועמד לחברה ובעלי השליטה שבה גוברת ואינה פוחתת דיה לאחר שנתיים של תקופת צינון ובכך קיים חשש לפגיעה ברמת הממשל התאגידי הנאות בתפקידו כדח"צ. נתייחס לנושא זה באופן שונה בחברות ללא גרעין שליטה ובחברות דואליות.

1.2. היקף בני משפחה

א. **מספר מקסימאלי של בני משפחה**: אנו נמליץ להתנגד למינוי דירקטורים שהינם קרובי משפחתו של בעל השליטה, מעל שליש מהיקף הדירקטורים, כולל בעל השליטה עצמו.

1.3. גודל הדירקטוריון

- א. **גודל מקסימאלי של דירקטוריון:** גודלו של דירקטוריון יעיל ראוי שיעמוד על היקף מקסימאלי של 11 חברים (למעט תאגידיים פיננסיים ותאגידיים בנקאיים הנדרשים לעמוד בכללי רגולציה נוספים), וזאת כמובן בהתאם לגודלה ולאופי פעילותה של החברה.
- ב. **גודל דירקטוריון בחברות קטנות:** מספר רב של דירקטורים, כאשר הדבר אינו נדרש, עלול להכביד על התנהלותה השוטפת של החברה ולגרום להוצאות מיותרות. לפיכך, במקרים של חברות ציבוריות קטנות, נושא זה ייבחן גם בשיקולי עלות אל מול תועלת.

1.4. דירקטוריון מדורג

במסגרת מדיניות ההצבעה, ככלל אנו נמליץ להתנגד למנגנון של דירקטוריון מדורג וכן למינוי דירקטורים במסגרתו. לדעתנו, המנגנון מנוגד לאינטרס של כלל בעלי המניות היות והוא מונע את זכותם הבסיסית למינוי דירקטורים בתדירות סבירה ולבחון את אופן התנהלותם בתקופת הכהונה, בעודו מגן על הדירקטורים ובעלי השליטה (ככל שישנם) המכהנים כדירקטורים. בנוסף, לדירקטוריון המדורג ידועה השפעה שלילית על שווי החברה בייחוד בשילוב עם גוללות רעל, מהלך שלדירקטוריון מדורג קל יחסית לאמץ.

1.5. מינוי דירקטורים חיצוניים ובלתי תלויים באמצעות ועדת איתור מקצועית

כחלק מסטנדרט ממשל תאגידי גבוה ורצון לחזק את איכות הממשל התאגידי בחברות, אנו נעודד מינויים של דירקטורים חיצוניים ובלתי תלויים בתהליך איתור ומינוי סדור שינוהל על ידי ועדת איתור מקצועית ובלתי תלויה של הדירקטוריון.

1.6. שוויון מגדרי

נמליץ כי דירקטוריון החברה יהיה מאוזן באופן שווה מבחינה מגדרית, קרי איזון של 50%, ככל הניתן. כחלק מכך במידה ודירקטוריון החברה אינו עומד בסטנדרט זה ובסטייה שהינה מעל 15%, אנו נבקש לראות כי הדירקטוריון גיבש הגדרה ו/או תוכנית עבודה להגעה ליעד זה תוך מספר שנים.

2. כשירות הדירקטורים ועצמאותם

2.1. כשירות חברי הדירקטוריון

- א. **בחירת כשירות על בסיס הוראות חוק החברות:** המלצתנו תתבסס באופן עקרוני על הוראות חוק החברות בנושא, לרבות הצהרת המועמד בדבר קיום הכישורים הדרושים ובחירת יכולתו להקדיש את הזמן הראוי לשם ביצוע התפקיד, בשים לב לצרכיה המיוחדים של החברה ולגודלה.
- ב. **הכשרות לדירקטורים:** אנו ממליצים לחברה לפעול למען בחינה שוטפת של כשירות הדירקטורים וההכשרות הנדרשות להם למען מילוי תפקידם והתמודדותם עם נושאים מקצועיים הקשורים בפעילותו של התאגיד, בצרכי שוק ההון ונושאים כלליים אחרים.

ג. **פרסום תוכנית ההכשרה**: אנו ממליצים על פרסום תכנית הכשרה זו לצורך בחינתה על ידי בעלי המניות. המלצה זו הינה למען חיזוק מרכיבי הממשל התאגידי הכלליים בתאגיד.

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

א. **עידוד משקיעים מוסדיים להצעת מועמד**: לנוכח הצורך הגובר בהגברת אמון המשקיעים בדירקטוריון, לדעתנו ראוי לעודד משקיעים מוסדיים להציע מועמד מטעמם לתפקיד דירקטור או דח"צ.

ב. **תמיכה במועמד שיציע משקיע מוסדי**: במידה ובאסיפה הכללית יציע משקיע מוסדי מועמד לתפקיד דירקטור או דח"צ¹ ומנגד דירקטוריון החברה יציע מועמד אחר שיזכה לתמיכת בעל השליטה, שלא באמצעות וועדת איתור כאמור לעיל, אנו נמליץ לבחור במועמד שיוצע או יקבל תמיכה על ידי המשקיע המוסדי, בהנחה שאכן מדובר במועמד ראוי מכל הבחינות. ככל שהמועמד שהוצע על ידי החברה אותר באמצעות הליך איתור בלתי תלוי ומוסדר, אנו ניתן עדיפות למועמד שאותר באמצעות וועדת האיתור, למעט במקרים בהם גוף מוסדי בעל שיעורי החזקה משמעותיים ביקש באופן אקטיבי, כי נתעדף את הדח"צ שהועלה על ידו משיקולים המקדמים את כלל בעלי מניות המיעוט. במקרה זה ובמידה ולא יועלו העדפות שונות על ידי גוף מוסדי משמעותי אחר, נתעדף את הדח"צ המוצע על ידי הגוף המוסדי.

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

2.3. הארכת מינוי דירקטור

בעת הארכת מינוי של דירקטור, ייבחנו בעיקר הנושאים הבאים:

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

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

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

² ללא בעל שליטה.

³ ראו גם תקנה 5א(ב) לתקנות החברות (הקלות לחברות שני"ע שלהן רשומים למסחר מחוץ לישראל), התשי"ס-2000.

ג. **שיעור השתתפות בישיבות הדירקטוריון:** אנו סבורים כי בעלי המניות זכאים לצפות מהמועמדים להשתתפות בשיעור מינימאלי של 75% בישיבות הדירקטוריון ובישיבות הוועדות להן מונו בתקופה של לפחות שנתיים שקדמו למועד המינוי (ככל שהדירקטור כיהן בחברה בתקופה זו), כאשר הרף לגבי השתתפות ב- 75% לפחות מהישיבות ייושם על ידינו לגבי כל שנה בנפרד.

2.4. הגבלת כהונה במספר דירקטוריונים במקביל

א. **הגבלת כהונה במספר דירקטוריונים מהותיים:** אנו ממליצים להגביל את מספר הדירקטוריונים בהם מכהן דירקטור מוצע ל- 6 דירקטוריונים מהותיים⁴ וכן יילקח בחשבון, האם לדירקטור קיים עיסוק משמעותי נוסף מעבר לכהונתו כדירקטור בחברות.
 ב. כהונה במקביל בחברות אחרות בקבוצה, לרבות חברות בנות והנכדות, לא תימנה במספר דירקטוריונים מהותיים ככל שפעילותם העסקית אינה חריגה ביחס לפעילות החברה/הקבוצה.

2.5. מינוי מנכ"ל כדירקטור

תפקידו של הדירקטוריון, בין היתר, הינו התוויית מדיניות החברה, פיקוח על ביצועי ההנהלה וקביעת יעדים אסטרטגיים ארוכי טווח. משכך קיים צורך בביצוע הפרדה בין הדירקטוריון לבין ההנהלה, ולכן ככלל נמליץ להתנגד למינוי המנכ"ל גם כדירקטור בחברה. למרות האמור, נשקול תמיכה בכהונה של מנכ"ל החברה גם כדירקטור בחברות דואליות ובמקרים בהם יוצג ערך מוסף מהותי בהקשר של קידום הפעילות העסקית (כגון חברה הנמצאת בתחילת דרכה) ובפרט כאשר מנכ"ל החברה הינו בעל שליטה בה, בכפוף לקיומם של מנגנוני בקרה מאזנים בדירקטוריון, המאפשרים פיקוח אפקטיבי על עבודת המנכ"ל, כגון שיעור גבוה של דירקטורים בלתי תלויים. עמדתנו לעיל מתבססת, בין היתר, על כך שתוספת דירקטור מטעם בעל השליטה בכדי לייצר את הפרדת התפקידים האמורה אין בה תמיד בבחינת שיפור הממשל התאגידי ולעתים אף יכולה לייצר הוצאה מיותרת ו"הרחקה" של בעל השליטה מהדירקטוריון, מצב שאינו אופטימאלי במקרים של מנכ"ל בעל שליטה דומיננטיובעל השפעה רבה על הדירקטוריון. לעומת זאת, יישום מנגנוני פיקוח נאותים, יכול להביא ליעול עבודת הדירקטוריון, יתרום להפנמת הצורך במנגנוני בקרה ופיקוח על עבודת המנכ"ל (כמפורט בפרקטיקות ממשל תאגידי מומלצות לקיום ישיבות ללא נוכחות המנכ"ל בכדי לבחון את תפקודו שלא בנוכחותו, אשר נעודד את יישומן בחברות אלו), וכן יקטין את הסיכון הגלום בפעילות דירקטוריון של חברה עם בעל שליטה פעיל, שאינו חלק ממנו.

2.6. מינוי נושאי משרה הכפופים למנכ"ל כדירקטורים

ככלל, אנו ממליצים להתנגד למינוי נושאי משרה או מנהלים אחרים הכפופים למנכ"ל, כדירקטורים בחברה. במקרים בהם נושא המשרה הינו בעל מניות מהותי בחברה נשקול את עמדתנו באופן פרטני בהתאם למבנה הדירקטוריון.

⁴ דירקטוריון מהותי ייחשב כדירקטוריון של חברה ציבורית ו/או של חברה פרטית בעלת היקף פעילות מהותי או מורכבות רבה במבנה הפעילות. מידע לגבי חברות פרטיות יתבסס על ערוצי המידע הפומביים וכן על דיווח החברה. מגבלה זו מיושמת החל מספטמבר 2014 והיא נבחנת מדי שנה.

2.7. הפרדת תפקיד המנכ"ל והיו"ר

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

ב. חריגים: יחד עם זאת נשקול את עמדתנו באופן שונה במקרים חריגים בלבד כדלקמן:

- מינוי זמני: במקרים בהם קיימת הצדקה לכהונה זמנית במקביל, כגון ניהול משבר, גישור לתקופת מעבר וכדומה (ובלבד שהמינוי המקביל יהיה לתקופה קצרה).
- חברות משפחתיות: במקרים חריגים בלבד בהם החברה מציגה תרומה עודפת משמעותית לבעלי המניות ולאורך זמן (לפחות 5 שנים), ולאחר הגברת המשקל הדח"צי לרמה של 50% מהדירקטוריון, כפיצוי לאי ההפרדה של תפקידי היו"ר והמנכ"ל.
- חברות ללא גרעין שליטה (רלוונטי בעיקר לחברות דואליות או חברות הנסחרות רק בחו"ל ללא גרעין שליטה): נשקול להמליץ על כהונה במקביל של יו"ר ומנכ"ל במקרים בהם לא קיים בחברה בעל שליטה וכן נמצא כי קיימים בדירקטוריון מנגנונים מאזנים המאפשרים פיקוח יעיל על עבודת המנכ"ל בהיותו יו"ר, כגון: קיומו של דירקטור בלתי תלוי מוביל (Lead Independent Director⁵), קיומה של ועדת איתור, הסבר ברור לצורך בכהונה מקבילה ובחינה של מידת אי-תלותו של הדירקטוריון.

3. הקלות והתייחסות מיוחדת לסוגי תאגידים

3.1. חברות קטנות

בהמשך ליוזמת רשות ניירות ערך למתווה הקלות לחברות קטנות ומתוך רצון לעודד את התפתחותן וצמיחתן של חברות אלה ולהפיכתן לחברות משמעותיות, בחרנו לעודד את פלח החברות הקטנות באופן שיקל על התנהלותן בהיבטים שונים של ממשל תאגידי.

א. הגדרת הקריטריון לחברה קטנה: הנקודות המפורטות להלן מתייחסות לחברות ששווי השוק שלהן הינו נמוך מ- 50 מ' ₪ (להלן: "תנאי הסף") בחישוב ממוצע של 90 יום לפני המועד הקובע שנקבע לצורך השתתפות באסיפה. במקרה הצורך יעשה שימוש בפרמטרים נוספים כגון הון עצמי, מחזור הכנסות, שווי חברה בשנים האחרונות והיקף סחורה צפה.

⁵ מעמד הדירקטור הבלתי תלוי המוביל הוסדר בשנת 2002 ע"י הבורסה בניו יורק והתחזק מאוד בשנים האחרונות בשוק האמריקאי. כיום בכמעט בכל החברות האמריקאיות הגדולות התבסס מעמד זה, הרבה מעבר לדרישות הבורסה המקוריות. הגידול בהיקף התופעה נעוץ בעיקר בהיותה משקל נגד לקיומם של מנכ"לים המכהנים כיו"רים בחברות אמריקאיות http://www.pwc.com/en_US/us/forensic-services/assets/lead-director-survey.pdf

⁶ מדיניות ISS לשנת 2016 מפרטת את תפקידי הדירקטור הבלתי תלוי המוביל ומציינת כי המינוי צריך להתבצע מקרב הדירקטורים הבלתי תלויים ולכלול הגדרה מפורטת של תפקידיו לרבות: (א) הובלה של כל ישיבות הדירקטוריון בהן היו"ר אינו נוכח, (ב) לשמש כחוליה מקשרת בין היו"ר לבין הדירקטורים הבלתי תלויים, (ג) לאשר מידע שנמסר לדירקטוריון, (ד) לאשר את סדר היום של הדירקטוריון ולוודא שקיים זמן ראוי לדיון לכל נושא, (ה) מנדט מלא לזימון ישיבות בנוכחות הדירקטורים הבלתי תלויים, (ו) לקדם יצירת תקשורת ישירה מול בעלי מניות עיקריים מהציבור. <http://www.issgovernance.com/policy-gateway/2016-policy-information>

- ב. **העיקרון המנחה למתן ההקלות**: היישום יתבצע בדרך של כל מקרה לגופו, כאשר העיקרון המנחה הנו, ששינויים יידרשו במקרים בהם גודל החברה ומבנה החברה יצריכו זאת באופן ייחודי, ולאחר שנחה דעתנו כי התועלת הכלכלית והרציונל המהותי במקרה של החברה האמורה הינם חיוביים וכי גריעתם של המנגנונים להלן, בנקודת הזמן הנוכחית, לא צפויה להביא לפגיעה מהותית בהיבטי ממשל תאגידי לתקופה הקרובה.
- ג. **סעיפי ההקלות**: להלן סעיפי השינויים שיישקלו ביחס לחברות העומדות בתנאי הסף שלעיל:
- מינוי יו"ר כמנכ"ל - יתאפשר כאשר יתברר כי ערך מינוי פונקציה אחת בתפקידי המנכ"ל והיו"ר הנו נדרש ואינו פוגע באופן מהותי במארג הממשל התאגידי בחברה וכי קיימות בקרות חלופיות.
 - מבנה הדירקטוריון - תתאפשר חריגה מהעיקרון של רכיב בלתי תלוי בגובה 1/3.
 - תוסר ההגבלה על בני משפחה המכהנים בדירקטוריון העומדת כיום על מקסימום שליש.
 - תוסר ההגבלה על מינוי נושא משרה כדירקטור.
 - תיבחן בחיוב כהונה של יו"ר ומנכ"ל ע"י אותו אדם לתקופה מוגדרת מראש.
- ד. **עידוד מינוי דירקטורים אשר יוצעו על ידי משקיעים מוסדיים**: מאידך וכגורם מאזן, אנטרופי תעודד, במיוחד בחברות הללו, מינוי של דירקטורים אשר יוצעו על ידי משקיעים מוסדיים במסגרת זכותם המוקנית להם בהתאם לחוק החברות, בכפוף לכשירות הדירקטורים ואי תלותם ומבחני הכהונה הנוספים הנבחנים על ידינו.

3.2. חברות ברשימת שימור, השעיה ומחיקה ממסחר

עשרות רבות של חברות ציבוריות בישראל נמצאות כיום ברשימת שימור, הושעו או נמחקו ממסחר. מצב זה גורם לפגיעה בציבור בעלי המניות ובערך המניות שבידיהם, שכן מניות הציבור הופכות לבלתי סחירות ובלתי נזילות ועל המשקיעים המוסדיים המחזיקים בהן מושטות עלויות אחזקה גבוהות. בנוסף, בחברות הציבוריות הללו קיים חשש מוגבר לפגיעה 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.

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

3.3. שותפות מוגבלת ציבורית

ביום 23.2.15 תוקנה פקודת השותפויות⁷ ולראשונה התווסף לפקודה פרק בנושא כללי ממשל תאגידי החלים על שותפות מוגבלת ציבורית. בבורסה בישראל נסחרות מספר שותפויות מוגבלות, הפועלות בעיקר בתחום האנרגיה, ועד לתיקון זה הן התנהלו ללא כללי ממשל תאגידי מוסדרים בחוק. לאור זאת, ביוני 2015 פרסמה אנטרופי [נייר עמדה](#) בנושא "מעורבות מוסדיים על רקע התיקון לחוק פקודת השותפויות (מס' 5), התשע"ה-2015", אשר הציג את תפקידם של המשקיעים המוסדיים בהטמעת השינוי שחל בכללי הממשל התאגידי בשותפויות. כללי הממשל התאגידי לשותפות מוגבלת ציבורית שנקבעו בתיקון לפקודה עוסקים במגוון נושאים, כגון: הגבלות לעניין תחומי העיסוק של חברת השותף הכללי; כללי מינוי, כשירות וחובות אמון של הדירקטורים בשותף הכללי; חובת מינוי ועדת ביקורת, דירקטורים חיצוניים, מבקר פנים ורו"ח מבקר; חובת מינוי מפקח, סמכויותיו וחובותיו; אישור מדיניות תגמול ואישור עסקאות בעלי עניין; הוראות לעניין שמירת ההון בשותפות; והוראות לעניין הצעות רכש מלאות ומיזוג בשותפות המוגבלת הציבורית. כללי הממשל התאגידי שנקבעו לשותפות מוגבלת ציבורית, דומים לכללי הממשל התאגידי הקיימים בחברות ציבוריות, שכן ברוב המקרים הסוגיות בהם עוסקים הכללים הן דומות. עם זאת, חשוב לזכור כי לשותפות המוגבלת מבנה תאגידי שונה מהמבנה התאגידי בחברה⁸. בשל הבדלים אלו, החוק החדש מרחיב את כללי הממשל התאגידי גם על חברת השותף הכללי המנהלת את השותפות וכן מורה על מינוי מפקח שייבחר רק על ידי ציבור בעלי יחידות ההשתתפות שאינם נגועים בעניין אישי.

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

3.4. חברות בעלות דירוג סיכון ממשל תאגידי גבוה

בשנת 2016 התחלנו לפרסם ללקוחותינו דירוג סיכון ממשל תאגידי במסגרת שירותי חוות הדעת לקראת האסיפה הכללית מתוך רצון להטמיע את השימוש בשיקולי ממשל תאגידי על ידי משקיעים מוסדיים כחלק משיקולי הצבעה שלהם לקראת האסיפה הכללית. אנו רואים חשיבות בהעצמת תפקיד הדירקטוריון ועידוד מינוים של דירקטורים מקצועיים ועצמאיים בכדי לתרום לשיפור הממשל התאגידי בחברה. יחד עם האמור, מדיניות הצבעה תבחן כול מקרה לגופו ותוודא כי לצד החשיבות של איכות הממשל התאגידי תתבצע בחינה עניינית ובלתי מוטה של סעיף הצבעה הרלוונטי.

⁷ חוק לתיקון פקודת השותפויות (מס' 5), התשע"ה-2015, ס"ח 2490 מיום 23.2.2015.

⁸ בין היתר, השליטה בשותפות היא שליטה מבוצרת של בעל השליטה בחברת השותף הכללי והיא אינה תלויה כלל בשיעור ההון המוחזק על ידי בעל השליטה, לשותפות המוגבלת עצמה אין דירקטורים ומחזיקי יחידות השתתפות מוגבלים ביכולת ההשפעה שלהם על ניהול ענייני השותפות



4. תגמול בכירים

4.1. הנושאים הנכללים במדיניות ההצבעה בנושאי תגמול

אנו נבחן את מידת ההוגנות של חבילת התגמול תוך שימוש במודל אנטרופי להערכת הוגנות התגמול, המתחשב בשווייה הכלכלי של חבילת השכר כולה, על כל מרכיביה, תוך התייחסות לתוצאותיה העסקיות של החברה ולביצועיה, לרבות ביצועי המניה, לאורך זמן, וכן ככל שחבילת התגמול מבוססת על יעדים, תוך בחינת יעדים אלה. כמו כן ניתן משקל חיובי לאיכות והתנהלות עבודת הדירקטוריון וההנהלה כגורם מנחה ומוביל את מסגרת הממשל התאגידי בחברה (Tone At The Top).

א.

הרחבת הנושאים שעל סדר יום אסיפת בעלי המניות לאור תיקוני החקיקה האחרונים (16), 20 (והחוק להגבלת שכר בכירים) והדרישה לאישור ברוב מיוחד ביחס לנושאי תגמול ושכר, נובעים לגישתנו, מפגיעה ברמת האמון בין בעלי המניות לבין הנהלת החברה והדירקטוריון. משכך, בכל מקום בו הערכתנו היא כי לחברה התנהלות ראויה לאורך זמן התנהלות הדירקטוריון אחראית ושקולה, אנו נעודד גמישות ניהולית ומשקל גבוה יותר לשיקול דעת הדירקטוריון בכלל, ולוועדת התגמול בפרט, בקביעת יעדי והיקפי התגמול לנושאי משרה.

ב.

לכן, כאשר הקריטריונים שנקבעו ביחס לסעיפים העולים לסדר היום אינם חורגים באופן מהותי מהקווים המנחים שנקבעו במדיניות אנטרופי, אנו נשקול לחיוב את איכות עבודת הדירקטוריון והתנהלותו על פני זמן. במסגרת זו נתייחס בין היתר למבנה והרכב הדירקטוריון, היקף עסקות בעלי עניין, רמת שקיפות המידע, החלטות על פני זמן וכדומה. **שימוש בקבוצת השוואה**: ככל שיידרש ובמיוחד בתגמול בהיקפים גבוהים יחסית, אנו נערוך השוואת נתונים לקבוצת התייחסות (שהיא בדרך כלל קבוצת החברות בעלות מאפיינים דומים לפעילות החברה ושוויה) ונחוה דעתנו באשר לפער, אם קיים, ביחס לקבוצת התייחסות. אנו נדרג את קבוצת השוואה בשני ממדים:

i. גובה חבילת התגמול ביחס לקבוצת התייחסות שנבחרה.

ii. רמת הביצועים בהתאם למדדי ביצוע כלכליים שייבחרו כך שיתאימו לאופי פעילות החברה.

אנו נאמוד את הפער בין מיקומה היחסי של החברה מבחינת גובה והתפתחות חבילת התגמול ביחס לקבוצת השוואה לבין מיקומה מבחינת מדדי הביצוע וביצועי המניה של חברות המדגם בטווח של לפחות 3 השנים האחרונות ואת מידת ההלימה ביניהם.

בהתאם לתפיסת עולמנו, העדר הלימה בין גובה והתפתחות התגמול לביצועי החברה במבחינים הללו, תחייב התאמה של התגמול מבחינת המבנה וההיקף בכדי לשפרו. יודגש כי בעוד חריגה מהמקובל בענף היא טעם להתנגד לתגמול, קביעת תגמול לפי המקובל בענף אינה מבטיחה תמיכה בתגמול, שכן ייתכן שרמת התגמול בענף גבוהה מדי, או שהקשר בין תגמול לביצועים המקובל בענף רופף מדי.

- ג. **מועד הבאת אישור תנאי התגמול לאישור האסיפה** : אנו סבורים כי הסכם העסקה עם נושא משרה המחייב אישור אסיפה כללית, ראוי שיבוא לבחינה ולאישור של בעלי המניות טרם מועד תחילת העסקתו ולא בדיעבד. יחד עם זאת, אנו נבחן זאת בהתאם לנסיבות העניין וככל שתקופת הביניים ממועד הכהונה ועד לאישור האסיפה אינה חריגה באורכה.
- ד. **נוסחת התגמול** : אנו ממליצים כי נוסחת התגמול תיקבע מראש, שלא תשתנה בדיעבד תוך מתן שיקול דעת סביר לדירקטוריון ביישום התגמול, לרבות האפשרות להפחתה בהיקף התגמול. אנו ממליצים על בניית חבילת תגמול בדרך פשוטה ונוחה להבנה, שכן חבילות מסובכות ומרובות רכיבים עלולות להחטיא את המטרה שלשמך נועדו.
- ה. **אנו נאמוד את היקף הניצול בפועל של תקרות התגמול בפרט במקום שאין בו מידע גלוי לגבי יעדי הרכיבים המשתנים אל נוכח ביצועי החברה בפועל בשלוש השנים שקדמו למועד האישור מחדש**.
- ו. **תשלומים דחויים** : אנו נתייחס בזהירות לתשלומים דחויים (כמו הטבות לאחר פרישה), שעלולים להסוות את גובה התגמול.
- ז. **תגמול משתנה תלוי ביצועים** : מעבר לשכר בסיס סביר, התגמול צריך להיות צמוד ביצועים, רצוי באופן ליניארי ובלי תוספות חד פעמיות.
- ח. **הגדלת תגמול לקראת פרישה** : אנו סבורים כי אין מקום להגדלת התגמול לקראת מועד הפרישה (לרבות תשלום בגין התחייבות לא להתחרות בחברה לאחר הפרישה).
- ט. **שימוש בביצועים יחסיים חלף מוחלטים** : אנו נעודד חברות להשתמש בתגמול צמוד ביצועים יחסיים בהשוואה לביצועי הענף או מדד ההתייחסות בבורסה, ולא צמוד ביצועים מוחלטים. כשמדובר באופציות, חברות תוכלנה להשתמש במחיר מימוש צמוד למדד מניות שוועדת התגמול תגדיר, או לקבוע שהמימוש מותנה בהשגת יעדי ביצוע יחסיים (למשל יעדים מותני רווח) שקבעה ועדת התגמול.
- י. **בחינת תגמול בחברה דואלית במבנה בעלות מבוזר או חברה ישראלית הנסחרת בחו"ל** : בעת בחינת בקשה לאישור מדיניות תגמול בחברה דואלית או בחברה ישראלית הנסחרת בחו"ל, אנו ניתן דגש על בחינת ביצועי החברה בשלוש השנים אשר קדמו למועד אישור המדיניות וכן נבחן את פרקטיקת התגמול אשר יושמה בפועל על ידי הדירקטוריון. במידה ויימצא מתאם חיובי בין ביצועי החברה לבין פרקטיקת התגמול אשר יושמה על ידה, דבר המעיד על פעילות שקולה ואחראית מצד הדירקטוריון, אנו נמליץ לתמוך באישור מדיניות התגמול גם אם מדינית התגמול אינה מפרטת תנאי-סף או יעדים כמותיים מדידים צופה פני עתיד.
- יא. **תמיכה בהחלטות דח"צ שמונה ע"י גופים מוסדיים** : על מנת לעודד תהליכי מינוי של מועמד לתפקיד דח"צ שהוצע על ידי משקיע מוסדי (לנוכח זכות הווטו שקיימת לבעל השליטה להצביע באסיפה הכללית כנגד מועמד שהוצע על ידי בעלי מניות מיעוט לתפקיד דח"צ בכהונה הראשונה), ולנוכח הצורך הגובר בהגברת האמון מצד משקיעים מוסדיים בדירקטוריון, אנו ניטה להעניק אמון רב יותר בשיקול הדעת של ועדת התגמול וכן נפעל להעניק המלצה חיובית להחלטות בענייני תגמול העולות לאישור האסיפה הכללית בתקופת כהונתו של דח"צ שהוצע על ידי גופים מוסדיים, כל עוד דח"צ זה אכן אישר את החלטת התגמול והיא אינה עומדת בסתירה מהותית לעקרונות מדיניות ההצבעה.

4.2. תגמול קבוע – שכר ותשלומים שונים

- א. **פרסום עבודת ייעוץ חיצונית (בנצ'מארק):** מבלי להביע דעה לגבי נאותות השימוש בקבוצת השוואה, ככל שהחברות הסתמכו על עבודת ייעוץ חיצונית הכוללת קבוצת השוואה וככל שהיקף התגמול מצוי בטווח העליון של המקובל בשוק בתחום פעילות החברה, נמליץ כי החברות יפרסמו את עבודת הייעוץ החיצונית, בכדי לייצר שקיפות באשר למכלול השיקולים והמידע שהובאו בפני הדירקטורים בבואם לאשר את מדיניות התגמול או הסכם התגמול הפרטני. בנוסף, נמליץ כי עבודת הייעוץ תכלול מידע לגבי ביצועי החברה בהשוואה לענף או קבוצת ההשוואה שנבחרה בכדי שניתן יהיה לבחון הלימה בין מיקום התגמול למיקום ביצועי החברה.
- ב. **בחירת התגמול ביחס לבנצ'מרק:** נשאף כי בחינתנו תהא מבוססת על בנצ'מרק של חברות רלוונטיות ככל הניתן, בעלות אופי והיקפי פעילות הדומים לחברה. בחברות זרות, דואליות או הנסחרות בחו"ל חברות ההשוואה עשויות להיבחר בהתאם לבורסה הרלוונטית בה נסחרת החברה.
- ג. **השוואת ביצועי החברה:** מודל ההשוואה לצורך אמדן התגמול הראוי יביא בחשבון בנוסף לאופי והיקפי הפעילות גם את ביצועי החברה והמניה לאורך זמן.
- ד. **חריגה מתקרה או טווח שהוגדרו במדיניות:** ככל שחברה בוחרת לקבוע תקרה או טווח, אנו נבחן את מידת החריגה, ככל שקיימת, בין התקרה שנקבעה לבין רמות השכר הקיימות בחברה בהתאם לנסיבות המקרה.
- ה. **אישור בדיעבד של תכניות שכר:** אנו ממליצים להתנגד לאישור בדיעבד של תכניות שכר. כללי התגמול בכללם, לרבות כללים בדבר מתן מענקים, אמורים להיקבע מראש בלבד ולא יינתן תגמול, אלא אם הנוסחה והתנאים לחישובו נקבעו מראש למעט רכיב בשיקול דעת בהיקף סביר.
- ו. **מענקי חתימה ומצנחי זהב:** יחושבו כחלק ממרכיב תשלום במזומן, בעלות הכוללת של תכנית התגמול.
- ז. **תקופת הודעה מוקדמת לנושאי משרה:** נמליץ כי לא תעלה על שישה חודשים, בהתחשב בביצועי החברה, במבנה ובנתוני התגמול, אלא אם במסגרת תקופה זו יתחייבו נושאי המשרה להעניק לחברה שירותים בפועל.
- ח. **הגדלת פיצויים בסמוך למועד פרישה:** אנו נמליץ להתנגד להגדלת הפיצויים בסמוך למועד הפרישה וכן לתשלום עבור אי-תחרות לאחר פרישה, שהובא לאישור בסמוך למועד הפרישה.
- ט. **קווים מנחים בנושא מענק פרישה ותקופת הסתגלות -** נמליץ כי תתווסף הגבלה לפיה היקף מענק פרישה ו/או מענק הסתגלות לא יעלו גם יחד על שישה חודשי שכר זאת בנוסף לתקופת ההודעה המוקדמת המוגבלת לתקופה של עד שישה חודשים. במקרים יוצאי דופן, לרבות תרומה משמעותית של נושא המשרה, ותק רב שנים וקביעת הגבלות בגין אי-תחרות, אנו נשקול חריגה מרף זה.

4.3. תגמול לטווח בינוני - מענקים

לתפיסתנו, מענק כספי ראוי שיינתן בהתאם לעמידה ביעדים, כפי שיוגדרו מראש. היעדים צריך שיהיו מותאמים למאפייני החברה ותחום פעילותה. לדעתנו, שיעור המענק מהיעדים שנקבעו רצוי שיהא ליניארי. בנוסף, במקרים מסוימים ובפרט ככל שמדובר על נושא משרה שהינו בעל שליטה נדרש לקבוע רווח נורמטיבי שרק מעל אותו הרווח יוענק המענק.

א. **נטרול שערוכים ואירועים חד פעמים**: בהינתן קביעת יעד של רווחיות, אנו סבורים כי במידה והמענק מוצמד לרווח הנקי, הרי נכון שישקף את תוצאותיה במידת האפשר בנטרול שערוכים ואירועים חד פעמים אחרים שבעיקרם חשבונאיים ושאינם מצביעים על ביצועים עודפים של נושאי המשרה (תגמול על בסיס שערוכים המבוססים על תזרים עתידי שהוודאות לגבי התגבשותו נמוכה, עשוי להוביל למתן מענקים שלא בהלימות לביצועים שהושגו).

ב. **תגמול על ביצועים בראיה ארוכת טווח**: לדעתנו נכון לבסס את רכיבי התגמול על ביצועים בראיה ארוכת טווח, כך שמענק כספי ראוי שלא יכלול ביצועים חד-פעמיים שאינם בתחום פעילות החברה או שנבעו מהשפעה חיצונית לחברה, שערוכים המבוססים על תזרים עתידי שהוודאות לגבי התגבשותו נמוכה וכן כי לא יינתן תגמול בקשר להשלמת עסקת רכישה אלא תגמול המתמרץ בגין הצלחת העסקה שיכול להינתן באמצעות רכיבים הוניים למשל. תכנית המענק ראוי שתהיה רב שנתית, כך שתכלול קיזוז של ביצועים עודפים עם תת-ביצוע במהלך שנות התכנית. חלק מהמענק צריך שייפרס קדימה, כך שתתבצע דחייה לשנים הבאות, והתשלום בעתיד יבוצע בהינתן עמידה ביעדים. אנו ניתן דגש לנושא זה בהסכמי תגמול פרטניים וככל שמדובר בנושא משרה שהינו בעל שליטה או קרובו.

ג. **תנאי סף כמותי למענק**: לנוכח הצורך הברור בשמירה על סודיות מידע עסקי, וכתוצאה מכך הקושי של החברות לפרט את הגובה הכמותי של יעדיהן במדיניות התגמול, לצורך שקיפות של מנגנוני התגמול מול בעלי המניות שלהן, לדעתנו לכל הפחות ראוי שהחברה תקבע תנאי סף כמותי, רלוונטי ואפקטיבי אשר ישמש כ"מנתק זרם" שקוף לבעלי המניות לצורך תשלום מענקים.

האפקטיביות של תנאי הסף נובעת מהיותו קשור למדד מוביל המייצג את ביצועי החברה בצורה מהימנה וטובה ומרמתו אשר צריכה להיקבע בשים לב לביצועי החברה בשלוש השנים האחרונות ולנסיבות מיוחדות הקיימות בענף. למשל במידה וצפויה השפעה רגולטורית מהותית או אחרת.

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

ה. **תגמול מנכ"ל**: תגמול משתנה תלוי ביצועים עבור מנכ"ל יהיה מבוסס על קריטריונים מדידים ומוגדרים היטב, למעט במידה ומדובר בחלק בלתי מהותי מהתגמול הכולל, שלא עולה על 3 משכורות חודשיות, ובלבד שמדובר בנושא משרה שכיר.

ו. ככלל נתמוך במענק מותנה ביצועים שאינו עולה על 100% מהרכיב הקבוע. במקרים חריגים, למשל כאשר השכר הקבוע נמוך בהשוואה לקבוצת ההתייחסות, נאפשר מענק עד גובה של

150% מהרכיב הקבוע. מענקים גבוהים מאלה עשויים להיות מוצדקים באמצעות ביצועים עודפים.

4.4. היבטי הדיווח הכספי בעניין תשלום המענק

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

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

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

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

ד. **דיווח במסגרת תקנה 21 בדוח התקופתי**: לאור העובדה שלעתים המענק המשולם מתבסס על מדדים חשבונאיים מהם מנוטרלים רכיבים שונים, אנו נקפיד על קיום דיווח ברור ושקוף במסגרת תקנה 21 לגבי האופן בו חושב המענק⁹, כמפורט להלן:

- במסגרת התקנה ייכלל תיאום בין הרווח הנקי המאוחד המיוחס לבעלי המניות לבין הרווח השנתי הקובע לחישוב המענק, תוך פירוט הסכומים המרכיבים תיאום זה.
- כמו כן, במסגרת התקנה ייכלל פירוט של חישוב המענק השנתי, על בסיס הרווח השנתי הקובע לחישוב זה.
- בנוסף, ייכלל בדיווח האמור מצג של הדירקטוריון, כי רואה החשבון המבקר המציא לחברה חוות דעת בלתי מסויגת, וללא הפניית תשומת לב, אשר לפיה התיאום הנ"ל וחישוב המענק השנתי מוצגים באופן נאות, מכל הבחינות המהותיות.
- הכללתם בדוח התקופתי של הפרטים האמורים לעיל הינו תנאי מהותי ויסודי לאישור המענק השנתי.

4.5. תגמול הוני

בעת הענקת תגמול הוני, נמליץ כי תנאי התכנית יהו תמריץ ראוי להשאת ערך החברה לטווח הארוך. אנו סבורים כי באמצעות תגמול מבוסס הון ניתן לצמצם ניגודי עניינים אפשריים בין נושאי משרה לבין בעלי המניות, ובכך להניע את נושאי המשרה לטובת החברה ולטובת שיקולי מדיניות ארוכי טווח, תוך נטילת סיכונים מבוקרת. טיעון זה נחלש כאשר נושא המשרה נמנה על בעלי השליטה בחברה וכך נחלשת להערכתנו ההצדקה העניינית לתגמול הוני עבור בעלי שליטה.

⁹ רק במידה ומדובר במנגנון מורכב שאינו ניתן לחישוב פשוט באמצעים גלויים על ידי המשקיע

- א. **פרמטרים שייבחנו** : אנו נבחן את הרציונל והנימוקים שבבסיס ההענקה, נתייחס לשאלה האם תכנית התגמול נבנתה לאחר בחינת חלופות אחרות ונבחן את תנאי התוכנית, לרבות: היקף הדילול הצפוי, שוויה הכלכלי, מחירי המימוש ותקופת ההבשלה.
- ב. **מחיר מימוש האופציות** : ככל שמדובר ברכיב הוני שמהותו אופציות, נמליץ להתנגד למענק הוני שכזה המגלם הטבה מידית "בתוך הכסף". כמו כן, נתנגד למחיר מימוש המשקף הנחה ביחס למחיר המניה בסמוך למועד ההענקה או למענק הוני הניתן למימוש באופן מיידי. לעניין זה ייבחן מחיר המניה הממוצע במהלך תקופה מייצגת טרם מועד ההענקה. הנושא יישקל תוך התחשבות בתנודתיות המניה בתקופה זו.
- ג. **תגמול מבוסס מניות חסומות** : ככל שמדובר ברכיב הוני שמהותו הענקת מניות, נמליץ לתמוך בתגמול מבוסס מניות חסומות ו/או יחידות מניה חסומות (RSU), ככל שהענקתן תותנה ביעדי ביצוע הרלוונטיים לאופי פעילות החברה כגון השגת יעדי תשואה, וכו'. אנו עשויים לתמוך במתן מניות חסומות שאינן מותנות בביצועים, ככל שמהוות פיצוי על רכיב קבוע נמוך ו/או ככל ששווין אינו עולה על שליש מגובה התגמול ההוני.
- ד. **תמחור מחדש של אופציות לעובדים, לדירקטורים ולנושאי משרה בכירים** : ביחס להפחתת מחיר מימוש אופציות, אנו נבחן כל מקרה לגופו תוך התייחסות לנושאים הבאים :
- אנו נבחן את תקופת הזמן שחלפה ממועד הענקת האופציות, תקופת הזמן שנותרה עד למועד הפקיעה וכן את מועדי ההבשלה (vesting) והפקיעה לאחר השינוי.
 - אנו נתייחס להיקף הדילול לאחר השינוי ולעלות השינוי לחברה.
 - תקופת הזמן שחלפה מתחילת הירידה במחיר המניה ועד מועד התמחור מחדש, ראוי שתעלה על שנה.
 - אנו נצפה כי במידה והתמחור מחדש כולל שינוי של מחיר מימוש האופציות, מחיר המימוש החדש יהיה שווה או גבוה משיא מחיר המניה בשנה שקדמה למועד התמחור מחדש.
 - אנו נבחן האם הירידה במחיר המניה קשורה באופן ישיר לביצועי חסר של החברה ומנהליה או שמא תלויה במידה לא מועטה במשתנים אקסוגניים
- ה. **הגבלת היקף הדילול המקסימאלי האפשרי המצטבר, בגין כלל ההענקות שבוצעו בחברה** :
- בחברות הנכללות במדד ת"א 125 נמליץ כי יוגבל הדילול לכ- 10%
 - בחברות הנכללות במדד היתר נמליץ כי יוגבל הדילול לכ- 15%
 - בתכניות המיועדות לכלל העובדים ובתכניות של חברות מו"פ (כהגדרתן בכללי הבורסה לני"ע) יישקל דילול גבוה יותר.
 - במצבי שוק משתנים, חישוב אחוז הדילול יבוצע בהתחשב בפער בין דילול תיאורטי לדילול מעשי.
- ו. **תנאי ההקצאה ליו"ר ולמנכ"ל** : ביחס לתנאי ההקצאה ליו"ר ולמנכ"ל, מחיר המימוש ותנאי התכנית צריך שיהוו תמריץ ראוי להשאת ערך החברה לטווח הארוך. בהתאם לכך, אנו נמליץ בנסיבות הענין לקבוע פרמיה ראויה על מחיר המניה בפועל ו/או יעדים מתמרצים כתנאי להבשלת/הענקת האופציות ו/או יחידות מניה חסומות/RSU ובכפוף לאמור לעיל בעניין דילול מקסימאלי.

- ז. **הקלה לחברות בתהליך שימור או הגנה על מצבן** : בחברות מסוימות, כאלה המצויות בתהליך של שימור עסקיהן או הגנה על מצבן העסקי בשל נסיבות אישיות או כאלה הנובעות מהסביבה העסקי שלהן, או במידה ומדובר בהיקף זניח, אנו נתמוך בהקצאת אופציות לנושאי משרה במחיר מימוש שהינו בסביבות הכסף המבוססות על ממוצע של לפחות 30 ימי המסחר האחרונים. במקרים בהם נדרשת פרמיה בעת ההקצאה הרי שזו תישקל בהתאם למדדים פנימיים שפותחו באנטרופי הכוללים למשל שיעור הדילול הצפוי, השלב בו מצויה החברה ושיעור הצמיחה הצפוי בה, מצבה העסקי, היקף הסחירות והתנודתיות בחברה ועוד ואשר על בסיסם תיקבע נחיצות וטווח הפרמיה הראוי בעת ההקצאה.
- ח. **תקופת ההבשלה (vesting)** : תקופת ההבשלה ראוי שלא תפחת משלוש שנים (או מימוש חלקי על פני השנים).
- ט. **תקופת המימוש** : תקופת המימוש ראוי שלא תפחת משנה אחרי כל מועד הבשלה. יחס הדילול בין בכירים לבין יתר העובדים ייבחן במבחן הסבירות.
- י. **מנגנון evergreen** : אנו ממליצים להתנגד לתוכנית אופציות הכוללת מנגנון evergreen (מנגנון התחדשות אוטומטית).
- יא. **אופי התגמול ההוני בתאגידים בנקאיים** : בתאגידים בנקאיים, לאור הקריטיות של נושא התיאבון לסיכון והנחיות המפקח בנושא, אנו נמליץ לתמוך בתגמול מבוסס מניות חסומות ו/או יחידות מניה חסומות/RSU, ככל שהענקתן תותנה ביעדי ביצוע כגון השגת יעדי תשואה, הלימות הון וכו'. יחד עם זאת, לדעתנו החקיקה האחרונה בנושא שכר במגזר הפיננסי תפחית את המוטיבציה לתגמול נושאי משרה באמצעים הוניים.
- יב. **שיקול דעת בלעדי של הדירקטורים** : אנו ממליצים להתנגד להענקת שיקול דעת בלעדי לדירקטורים בדבר שינוי תנאי האופציות, לרבות באשר לתמחור מחדש.
- יג. **אופציות במתכונת "גלולת רעל"** : אנו ממליצים להתנגד להענקת אופציות/מניות במתכונת של "גלולת רעל".
- יד. **מנגנון האצה מידי** : אנו ממליצים להתנגד למנגנון אוטומטי המאפשר האצה מיידית של תנאי מענק הוני, למעט במקרים של החלפת שליטה או אירועים משמעותיים שיש בהם כדי להשיא ערך לכלל בעלי המניות. במקרים מסוימים כאמור, נשקול תמיכה בהאצה של תנאי מענק הוני, ובלבד שלא מדובר בנושא משרה שהינו בעל שליטה.
- טו. **הענקת אופציות בחברה קשורה** : הענקת אופציות בחברה קשורה תיבחן בהתאם למידת המעורבות של נושא המשרה בעסקיה של החברה הקשורה.
- טז. **הענקת תגמול הוני לקרובי משפחה¹⁰ של בעל השליטה** : נמליץ להתנגד להענקת תגמול הוני לקרובי משפחה של בעל השליטה, אלא אם נשתכנע כי התגמול ההוני המוצע ניתן באופן זהה למקביליו בחברה. יוער כי ככל ששיעור החזקתו של בעל השליטה גבוה יותר, כך תיחלש נטייתנו לתמוך בתגמול ההוני.

4.6. תגמול נושאי משרה בכירים במגזר הפיננסי

¹⁰ קרבה מדרגה ראשונה, לרבות בני זוג של בעלי קרבה ראשונה.

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

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

כמו כן, מאחר ומדובר במגזר מפקח על ידי גופי רגולציה מוכרים ובדרי"כ בעל סטנדרטים גבוהים יחסית ביישום כללי ממשל תאגידי, אנו נבחן את כלל מרכיבי התגמול, אך ככול שאלו יעמדו בהיבטי החוק, לא נתנגד למדיניות תגמול על רקע פערים בתחומים נלווים כגון ביטוח, שיפוי ופטור

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

4.7. שכר דירקטורים ודח"צים

היות ומבנה השליטה בתאגידים בארץ מאופיין בבעלי שליטה המרכזים בידם אחוז ניכר מהון החברה, הרי שלגישתנו תפקיד הדח"צים הינו בין היתר להוות משקל כנגד בעלי השליטה. משכך, קיימת חשיבות להיקף ואופי התגמול הניתן להם.

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

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

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

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

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

ו. **יו"ר דירקטוריון בגוף פיננסי:** תגמול יו"ר דירקטוריון בגוף פיננסי מפוקח יהיה תגמול קבוע בלבד, אשר יקבע ביחס לשיעור התגמול לדח"צ, בהתאמה לסוג הגוף הפיננסי, גודלו, מידת מורכבות התפקיד והיקף משרת יו"ר הדירקטוריון.

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

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

ז. **שכר יו"ר**: אנו נמליץ לתמוך בשכר יו"ר המשקף יחס סביר בהשוואה לשכר דח"צ. הפער נובע לעמדתנו הן מהיקף המשרה הנדרשת והן מרמת האחריות הנגזרת מתפקיד היו"ר.

4.8. תגמול הוני לדירקטורים ודח"צים

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

- א. **פרמטרים לבחינת תגמול הוני לדח"צים**: נמליץ לתמוך בהקצאת רכיבים הוניים לדח"צים בבחינה של כל מקרה לגופו ותוך התייחסות לשיקולים הבאים:
- **יחס מקסימאלי לתגמול הקבוע**: היחס מקסימאלי בין היקף התגמול ההוני לבין התגמול במזומן לדירקטורים, יהא סביר.
 - **תקופת הקצאה והבשלה**: התגמול ההוני יוקצה לתקופה של לפחות שלוש שנים.
 - **רכיבים עדיפים**: נמליץ כי תינתן עדיפות לרכיבים הוניים המתמרכים לתיאבון לסיכון מרוסן כמו למשל מניות חסומות ו/או יחידות מניה חסומות RSU על פני אופציות.
- ב. **תגמול הוני לדח"צים בגופים פיננסיים**: בגופים פיננסיים מפקחים, תאגידי בנקאיים ותאגידי מבטחים, אין לדירקטורים ולדח"צים תגמול הוני משתנה.

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

אנו מזהים את החשש הקיים בקרב בעלי השליטה לגבי הקושי הקיים במצב השוק כיום לתגמל נושאי משרה בהיקפים שהיו מקובלים בעבר ונראה שיהיה קושי לאשרם במגמה הקיימת כיום. יחד עם זאת, קיים חשש כי העובדה שהתשלום לנושא המשרה אינו גלוי ומתבצע באמצעות החברה אשר לה הוא חב בחובת אמונים וזהירות, יפגע בהלימות האינטרסים שהוא אמור ליישם ביחס לכלל בעלי המניות של החברה.

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

5. הסכמי ניהול

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

¹³ סעיף 21 לתקנות ניירות ערך (דוחות תקופתיים ומידיים), תש"ל-1970 מחייב דיווח טבלאי של תגמול הבכירים בדוח התקופתי. הסעיף מפנה לתוספת השישית לתקנות אלה. סעיף (3) לחלק ג' של התוספת השישית קובע: "נכללו בטבלה תגמולים שניתנו על ידי גורם שאינו התאגיד, לרבות תאגיד שבשליטתו או בעל השליטה בתאגיד, תצוין זהותו של אותו גורם והיקף התגמול שנתן".

- א. **קריטריונים לבחינת הסכמי הניהול**: הסכמי ניהול ייבחנו על ידינו בהתאם להיקפם ומידת כדאיותם לחברה ובין היתר בהתאם להיקף המשרה, היקף כספי ביחס לפרמטרים תפעוליים בחברת הניהול, יעוץ לחברות קשורות, השוואה לחברות דומות ולמקובל בשוק. באישור הסכמי הניהול תיבחן האפשרות של תשלום ישיר. כן תיבחן העלות הישירה של החברה המעניקה שירותי ניהול ותמחור השירותים יתבצע גב אל גב כנגד תמחור זה.
- ב. **מתן דיווח מלא ומפורט של עלויות השירותים ומהותם**: אנו נתנגד להתקשרות בהסכם ניהול בכל מקרה שלא יועבר לבעלי המניות דיווח הכולל תיאור מלא ומפורט של השירותים, היקפם, העלויות המיוחסות לכל אחד מהם וכן תיאור נושאי המשרה נותני השירותים.
- ג. **הגבלת תקופת הסכמי הניהול**: רצוי כי הסכמי ניהול יוגבלו לתקופה של עד שלוש שנים.

6. שומרי סף

כחלק מסטנדרט של ממשל תאגידי תקין, נמליץ להתנגד למינוי של שומרי סף מטעם בעלי השליטה (קרוביו או עובדים מטעמו), ובכלל זה יועץ משפטי, סמנכ"ל כספים, מבקר פנים, קצין ציות וכדומה.

7. מיזוגים, רכישות והעברת פעילויות

במיזוגים, רכישות והעברת פעילויות כל מקרה יבחן על ידינו לגופו, תוך שימת דגש על מאפייני העסקה הייחודיים. אנו נבחן את האספקטים הסיבתיים והכלכליים של העסקאות מזווית ראייה ארוכת טווח, בהנחה בסיסית כי טובת החברה לטווח הארוך זהה עם טובתם של בעלי המניות.

- א. **מבנה העסקה**: אנו נתייחס אף למבנה העסקה ולפוטנציאל הדילול, באם קיים, ולסבירותו.
- ב. **רמת השקיפות**: אנו נבחן את רמת השקיפות הניתנת בעסקאות מהותיות, ובייחוד שקיפות בכל הקשור למחיר העסקה, הערכות שווי חיצוניות, מסמכי נאותות, מסמכי פרופורמה וכיוצא בזה.
- ג. **פגיעה בזכויות בעלי המניות**: אנו נבחן האם במבנה העסקה שנבחר, בעלי המניות זוכים להגנה הראויה והאם מבנה העסקה יוצר חשש לפגיעה בזכויותיהם ביחס לבעלי מניות אחרים. זאת בדגש מיוחד בעסקאות למחיקת ממסחר של חברות ציבוריות המבוצעות בדרך של מיזוג משולש הופכי.
- ד. **הוצאות בגין העסקה**: אנו ניתן דעתנו לתשלומים והוצאות שכר הכרוכים בעסקה ובהעברת השליטה.
- ה. **נאותות ההליך**: אנו נבדוק את נאותות הליך המשא ומתן בעסקה, האם נבחנו על ידי החברה אלטרנטיבות והאם נערך משא ומתן משמעותי לשיפור תנאי העסקה.
- ו. **בחינת אינטרס בעל השליטה**: אנו נבחן האם קיים לבעל השליטה בחברה אינטרס אישי זר באישור העסקה או האם מדובר בתנאים שווים לכלל בעלי המניות החברה.

8. עסקאות בעלי עניין

אנו מסתייגים עקרונית מביצוע עסקאות עם בעלי עניין, יחד עם זאת, לאור העובדה שהחוק מתיר ביצוע עסקאות כאלה לאור חיוניותן במקרים מסוימים, במסגרת מדיניות proxy אנו נבחן עסקאות עם בעלי עניין בקפדנות במתכונת של "כל מקרה לגופו". אנו נבחן הן את השאלה האם יש הצדקה לעסקה עם בעל העניין בכלל (חלף עסקה עם צד שלישי או הימנעות מעסקה כלשהי) והן את השאלה האם תנאי העסקה מקדמים את עניינם של כלל בעלי המניות בחברה (ולא רק אינם פוגעים בהם).

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

- א. **ניהול הליך תחרותי ע"י ועדת הביקורת**: ברירת המחדל לטיפול בעסקאות בעלי עניין היא שוועדת הביקורת או תת ועדה שמונתה על ידה, תנהל הליך תחרותי בשוק. במקרה והוועדה מצאה שאין מקום לניהול הליך כזה, עליה לנמק זאת ולאחר מכן, לכל הפחות, לנהל משא ומתן נמרץ וממצה עם בעל השליטה. הוועדה תהיה חופשית לבחור לה יועצים ומומחים אשר אינם מייצגים לחברה או לבעל השליטה בדרך כלל או בעסקה הנדונה, ותיעזר רק ביועצים ובמומחים שבחרה כאמור. בסוף ההליך, הוועדה תחליט אם לתמוך בעסקה. במסגרת ניהול המו"מ והליך הבחינה ע"י הוועדה, אין מקום להסתמכות על משא ומתן שנוהל על ידי הנהלת החברה ולא לחוות דעת שהוזמנו על ידי הנהלת החברה או על ידי יועציה המשפטיים.
- ב. **בחינת נאותות העסקה**: במרבית העסקאות תתמקד הבחינה בנאותות ההליך בו הוחלט לקשור עסקה עם בעל השליטה והאופן בו גובשו תנאי העסקה. במסגרת זו נבקש לקבל מידע כדלקמן: מה הצורך בעסקה; האם התקיימה בחינה רצינית של חלופות אחרות בשוק; האם תנאי העסקה גובשו במשא ומתן אמיתי בין ועדה בלתי תלויה של הדירקטוריון לבין בעל השליטה; מה היה הבסיס עליו הסתמכה הוועדה כשהסכימה למתווה הסופי של העסקה והאם הדיווח אל האסיפה הכללית, בה תובא העסקה להצבעה, מפרט בשקיפות מלאה את כל הדרוש לבעלי מניות המיעוט בכדי להחליט אם העסקה כדאית עבורם.
- ג. **בפערי אינטרס הוני של בעל השליטה, תתבצע בחינה מדוקדקת**: כאינדיקציה ראשונית לבחינת העסקה, ככל שלבעל העניין בעסקה קיים פער בין האינטרס ההוני שלו בנשוא העסקה ביחס לאינטרס ההוני שלו בחברה אשר הוא בעל עניין בה לפי העניין, תבוצע על ידינו בחינה קפדנית. במידה והאינטרס ההוני זהה הרי שהבחינה הראשונית, תהא פשוטה יותר לאור העובדה שהחשש לניצול מבנה השליטה לרעת בעלי מניות המיעוט, פוחת.
- ד. **פירוט מלא של שלבי ההליך**: נבחן כי דוח העסקה המופץ לקראת האסיפה הכללית יתאר בפרוטרוט את שלבי ההליך:
 - הרקע לעסקה.
 - הכלי המשפטי שנבחר לביצוע העסקה בפרט אם החלופה היא מיזוג הופכי משולש על פני הצעת רכש שלדעתנו עדיפה עקרונית.
 - אופן מינוי הוועדה הבלתי תלויה ויועציה (מעריכי השווי והיועצים המשפטיים).
 - השתלשלות ההליך התחרותי בשוק, ואם לא התקיים הליך כזה הסבר הוועדה להחלטתה לוותר עליו.
 - השתלשלות המשא והמתן בין בעל השליטה לבין הוועדה.

- השינויים שנעשו במתווה העסקה וההסברים להם.
- הצעדים שננקטו כדי לבחון חלופות אחרות.
- הדרך בה טופלו חלופות שהוצעו על ידי צדדים שלישיים.

ה. **בחינה כי המיעוט מרוויח מהעסקה את המרב שניתן להשיג עבורו**¹⁴: מדיניותה של אנטרופי היא כי על בעל השליטה הנטל לשכנע שהעסקה טובה למיעוט מהחלופות לה (הימנעות מעסקה; עסקה דומה או אחרת עם צד שלישי; עסקה אחרת עם בעל השליטה). במסגרת הבחינה יש להבטיח כי המיעוט מרוויח מהעסקה את המרב שניתן להשיג עבורו.

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

מדיניותנו זו מתבקשת לאור הכוח שניתן בתיקון מס' 16 לחוק החברות בידי בעלי מניות המיעוט ולאור התפתחות הפסיקה מאז. בהחלטת בית המשפט המחוזי בתל-אביב-יפו בעניין **כהנא נ' מכתשים אגן תעשיות** משנת 2011 נדונה עסקת מיזוג בין חברה-אם לבין חברה-בת ונקבע, שבדגל להבטיח את הגינות העסקה, על תנאי העסקה להיקבע במשא ומתן בפועל ולא למראית עין בין בעל השליטה לבין ועדה בלתי תלויה של הדירקטוריון שתהא מוסמכת להחליט נגד ביצוע העסקה, שייעדרו ממנה נציגי בעל השליטה ושיתאפשר לה להשתמש במומחים וביועצים שאינם תלויים בבעל השליטה. בית המשפט הדגיש את חשיבות השקיפות בנוגע לתהליך קבלת ההחלטות ואת הליך סינון ההצעות אשר יובאו בסופו של דבר לאישורה של האסיפה הכללית.

ז. **בסוגים מסוימים של עסקאות לא נסתפק בגילוי הצעדים שננקטו כדי לבחון חלופות אחרות לעסקה בשוק, אלא נעמוד על כך שיינקטו צעדים כאלה.** חוק הריכוזיות מטיל על ועדת הביקורת בתיקון עקיף (מספר 22) לחוק החברות לקבוע לגבי עסקאות בעלי שליטה (אף אם אינן עסקאות חריגות) חובה לקיים הליך תחרותי בפיקוחה או בפיקוח מי שתקבע ולפי אמות מידה שתקבע, או לקבוע כי יקוימו הליכים אחרים שהיא תקבע בטרם התקשרות בעסקאות אלה, והכול בהתאם לסוג העסקה. ועדת הביקורת רשאית לקבוע לעניין זה אמות מידה אחת לשנה מראש. כמו כן החוק דורש מוועדת הביקורת לקבוע אילו עסקאות בעלי שליטה שאינן חריגות הן גם לא זניחות, ולקבוע את אופן אישורן, ובכלל זה לקבוע סוגי עסקאות שאינן זניחות שיהיו טעונות אישור ועדת הביקורת. ועדת הביקורת רשאית להחליט על סיווג כאמור לגבי סוג של עסקאות לפי אמות מידה שתקבע אחת לשנה מראש. אנו רואים בקיומו של הליך תחרותי כלי חשוב להבטחת טובתה של החברה.

8. מבנה הון

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

8.1. הגדלת הון מניות רשום

בקבלת החלטה בדבר הגדלת הון המניות הרשום של החברה נדרש אישורם של בעלי המניות באסיפה כללית, ברוב רגיל, אלא אם תקנון החברה קובע רוב אחר (בחברות שלא תיקנו את התקנון לאחר כניסתו לתוקף של חוק החברות ב-1.2.2000, הרוב הדרוש הוא 75% מהמשתתפים בהצבעה).

דרישה לאישור בעלי המניות: חברה ציבורית מבצעת תהליך זה מעת לעת ומשתמשת בהון המניות לצורך גיוס הון חדש, הגדלת תכניות תגמול מבוססות הון וניצול הזדמנויות בתחום המיזוגים והרכישות. אנו סבורים כי מדובר בהליך המהווה חלק בלתי נפרד מניהול עסקיה השוטפים של החברה. הדרישה לאישורם של בעלי המניות תורמת ליכולתם לפקח על הקצאות עתידיות.

8.2. הקצאות/הנפקות הון

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

בחירת הקצאות הון לא שוויוניות: אנו נבחן ביתר קפידה הקצאות הון לא שוויוניות שהינן בעלות פוטנציאל לפגיעה בזכויותיהם של בעלי המניות, תוך שימת לב מודגשת לנקודות הבאות:

- תנאי ההצעה ביחס לשווי הכלכלי ההוגן.
- נחיצות ההקצאה והרציונל שלה עבור החברה ובעלי המניות.
- בחינה אלטרנטיבית של ההקצאה ותנאיה.
- דילול מקסימאלי של בעלי המניות הקיימים.

8.3. שינויים בהון המניות המונפק

לשם החלטה בדבר שינויים בהון המניות המונפק, איחוד הון ופיצול הון, דרוש אישור בעלי המניות. אנו נתמקד בשאלת התועלת הגלומה בהחלטה זו לשם פישוט המסחר בבורסה והגדלת הסחירות בניירות הערך, תוך התייחסות לתנאי השינוי ועלותו לבעלי המניות.

9. חלוקת דיבידנד

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

א. לאור השימוש הגובר של חברות ישראליות בתקני IFRS במסגרת אימוץ מוקדם, המשפיעים על יתרות הרווח של החברה באופן שעלול לעתים להגדיל באופן מלאכותי את הרווח הראוי לחלוקה על פי הדין הקיים, אנו נמליץ על ביצוע מבחנים נוספים לרווח הראוי לחלוקה בכדי להימנע ממצבים שסופם החלשת בסיס ההון של החברה באופן העלול לפגוע ביכולת ייצור התשואה של החברה בעתיד ובכלל בעלי המניות.

ב. חלוקת דיבידנד וכן החזר השקעה מגדילה באופן מיידי את תשואתם הכוללת של בעלי המניות מהשקעתם בנייר הערך. חברות בעלות מדיניות דיבידנד ברורה, המיושמת באופן עקבי, הינן חברות הזוכות לתמחור יתר מצד משקיעיהן.

- ג. יחד עם זאת, לעתים החלטת חלוקה מתבססת על שיקולים שאינם עולים בקנה אחד עם טובת החברה בטווח הבינוני-ארוך, שיקולים של צרכי הון בקבוצה ו/או בקרב בעלי השליטה.
- ד. חוק החברות מאפשר חלוקת דיבידנד גם כאשר לחברה הפסד מצטבר, אך בשנתיים האחרונות, היה לחברה רווח. ניתן לחלק דיבידנד באישור בית-משפט במקרים בהם יתרת העודפים נמוכה מסך החלוקה או אף שלילית, בתנאי שביהמ"ש השתכנע שהחלוקה לא תפגע ביכולת הפירעון של החברה בעתיד. לאור זאת, קבענו מספר כללים לגבי אמידת היקף הדיבידנד שניתן לחלק לצורך יישום הולם של מבחן יכולת הפירעון:
- ה. סכום הדיבידנד המקסימאלי שניתן לחלק (ללא אישור מיוחד של בית משפט) הוא הסכום העומד במבחן הרווח לפי סעיף 302 בחוק החברות.
- ו. על בסיס הטרמינולוגיה של תקני IFRS, מבחן הרווח מיושם כחלק בעלי המניות של החברה המחלקת (ללא חלק המיעוט) ברווח/הפסד לפני רווח כולל אחר - היתרה המצטברת (יתרת עודפים) או הסכום שנצבר בשנתיים האחרונות, לפי הגבוה שבהם (והכל כמובן לאחר ניכוי דיבידנדים שכבר חולקו).
- ז. סכום הדיבידנד המחולק בפועל צריך להיות קטן מהסכום העומד במבחן הרווח, אם בסכום העומד במבחן הרווח נכללו שערוכים מהותיים. לעניין זה, המונח "שערוך" מתייחס לכל התאמת ערך של נכסים או התחייבויות (הן כלפי מעלה והן כלפי מטה) אשר נכללה בסכום העומד במבחן הרווח ואשר תזרים המזומנים המשתמע ממנה אינו ודאי למעשה. העיקרון הוא שככל שתזרים המזומנים המשתמע מהשערוך הוא פחות ודאי, סכום הדיבידנד המחולק בפועל צריך להיות קטן יותר.
- ח. מידת הוודאות של תזרים המזומנים המשתמע משערוך בסכום נתון תלויה ב:
- משך הזמן הצפוי עד למימוש הנכס או ההתחייבות ששוערכו;
 - ההסתברות שעד למימוש הנכס או ההתחייבות ששוערכו יתרחש שינוי הפוך בבסיס אשר לפיו נעשה השערוך (שווי הוגן, שווי בר-השבה, שער מטבע, מדד, אינדקס וכו'); ו-
 - העוצמה האפשרית של שינוי הפוך בבסיס אשר לפיו נעשה השערוך. לדוגמה: העוצמה האפשרית של ירידה במדד המחירים לצרכן במחצית השנה הקרובה עשויה להיות קטנה מהעוצמה האפשרית של ירידה בשער הדולר באותה תקופה; או: העוצמה האפשרית של עליה כללית במחירי הנדל"ן בשנה הקרובה עשויה להיות גדולה מהעוצמה האפשרית של עליה בשווי ההוגן של מניית חברה ספציפית בתחום הנדל"ן באותה תקופה.
- ט. סכום הדיבידנד המחולק בפועל צריך להיות קטן מהסכום המתקבל לאחר הפעלת השיקולים המצוינים לעיל אם בסכום האחרון נכללו רווחים של חברות מוחזקות אשר טרם חולקו ואשר אין לגביהם מחויבות או תוכנית ברורה לחלקם תוך זמן קצר (לכל היותר 3 חודשים).
- י. העיקרון הוא שככל שחלוקת הרווחים האמורים תוך זמן קצר על ידי החברות המוחזקות היא פחות ודאית, סכום הדיבידנד המחולק בפועל צריך להיות קטן יותר.
- יא. סכום הדיבידנד המחולק בפועל צריך להיות קטן מהסכום המתקבל לאחר הפעלת השיקולים המצוינים לעיל אם קיים חשש שהמזומנים הנותרים בידי החברה המחלקת לאחר החלוקה לא יספיקו בהתחשב בתכניות העסקיות לשנתיים הקרובות.

יב. העיקרון הוא שככל שהתוכניות העסקיות אינן מגובשות מספיק או שהן מתבססות על הנחות שאינן ריאליות מספיק או שהן מתבססות על השגת מימון שזמינותו או עלויותיו אינם ברורות מספיק, סכום הדיבידנד המחולק בפועל צריך להיות קטן יותר

10. גולת רעל

גולת רעל היא שם כולל למגוון אמצעים שתכליתם מניעת השתלטויות עוינות על חברות ציבוריות¹⁵. מחקרים מראים כי בעלי המניות בחברה בדרך כלל יוצאים נשכרים מניסיונות החלפת שליטה ו/או מאבקי שליטה בפועל. במקרים רבים, החלפת שליטה בחברה תורמת להשאת ערך החברה.

תמיכה במנגנונים שאינם מעכבים או מונעים החלפת שליטה: אנו ממליצים לתמוך במנגנונים שאינם מעכבים או מונעים החלפת שליטה. אנו סבורים כי במקרה של ניסיון להחלפת השליטה בחברה ציבורית יש להתחשב ברצונם של כלל בעלי המניות ויש לתת לכוחות השוק לפעול מקום בו מחיר המניה מייצג מצבים של תת ניהול או כשל.

11. תהליכי הסדר ופירוק בגין אגרות חוב שכשלו

המלצתנו בנושא הסדרי חוב מתבססת על ניתוח כלכלי של ההסדר המוצע תוך הבחנה ברורה בין אינטרס מחזיקי האג"ח ובין בעלי המניות.

בבחינת ההסדר נתייחס לנקודות הבאות בהתאם למידת הרלוונטיות שלהן להסדר המוצע:

א. **בחינת ההסדר והחלופות:** נבחן את כדאיותו הכלכלית של ההסדר ביחס לחלופות אפשריות, לרבות פירוק החברה. נבדוק את האפשרויות לקבל הצעות מתחרות מבעלי שליטה חלופיים. השליטה לא תישאר בידי בעל השליטה הקיים אם יתברר כי מצב בעלי האג"ח יוטב על ידי הזרמת הון מבעל שליטה חלופי.

- כדי שבעל השליטה יישאר במעמדו, יהא עליו להזרים לחברה ו/או לבעלי האג"ח ערך שלא יפחת מערך המניות שתישארנה בידי בתוספת ערך הוויתור על התביעות כלפיו.
- 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.

¹⁵ מדובר בהסכם שיכנס לתוקף כאשר בעל מניות מסוים רוכש מניות בחברה בהיקף שמקנה לו יכולת שליטה כלשהי (בד"כ 15%-20%). במרבית המקרים, ההסכם כולל הקצאת מניות ע"י הדירקטוריון לטובת בעלי המניות הקיימים, בהנחה משמעותית (יכולה להגיע לכ- 50%). כטקטיקת הגנה, מנגנון גולת הרעל הוכח בעולם כיעיל. בישראל, לאור מבנה השליטה, מנגנון זה טרם הופעל, וכמעט שאינו מקובל בחברות ציבוריות בישראל. ניתן להניח כי הוא הצליח להרחיק ניסיונות להשתלטות לא רצויה.

- נבחן את מידת מעורבותם של נושים נוספים ובכללם בנקים מלווים, וכן של בעלי שליטה ו/או משקיעים פוטנציאלים.
- ב. **הקצאת מינימום זמן למחזיקים לצורך קבלת החלטות:** לנוכח ריבוי ההסדרים המתגבשים במשק, אסיפות מחזיקי האג"ח מכונסות ע"י החברות או ע"י הנאמנים בלוחות זמנים שאינם מאפשרים למחזיקים זמן סביר לביצוע שיקול דעת ולקבלת החלטה נאותה. היות והאסיפה מזומנת בצו בית משפט, קיים חשש שאי כינוסה במועד יגרום נזק לחברה. בפועל, אנו רואים שההסדרים מתמשכים לאורך זמן ושגורם הזמן נועד בעיקר על מנת לייצר לחץ אל מול המחזיקים. לפיכך, אנו נמליץ למחזיקים להתנגד להחלטות בכל אסיפת אג"ח אשר תותר פרק זמן לקבלת החלטות הנמוך מ- 9 ימי עסקים.

12. כתבי אופציה

שינויים בתנאי כתבי אופציה ייבחנו על ידינו בשים לב למהותם ולהשפעתם על בעלי המניות ומחזיקי האופציות. המלצתנו בנושאים אלה תתחשב בעובדה כי ייתכנו שינויים אשר יגלמו ניגוד עניינים מובנה בין האינטרס של מחזיקי האופציה לבין מחזיקים של ניירות ערך אחרים של החברה.

13. ביטוח, שיפוי ופטור נושאי משרה

לנוכח המציאות העסקית הנוכחית, אנו סבורים כי יש לאפשר לחברה אמצעים להגן על נושאי המשרה ולאפשר להם מרחב פעולה ראוי ללקיחת החלטות עסקיות הכרוכות בנטילת סיכונים מחושבים, תוך שהם פועלים בתום לב ובזהירות. אימוץ ההוראות המסדירות נושאים אלו יעשה בהתאם להוראות חוק החברות. אנו נבחן האם יש בהסדרים המוצעים משום הוראות חריגות.

- א. **התקשרות בכיסוי ביטוח** – אנו בדעה כי יש להעניק כיסוי ביטוחי לנושאי המשרה בחברה, מאחר ומדובר ברובד ראשוני במסגרתו החברה מבקשת לפזר את סיכונה. בהתקשרות שכזו, אנו נבחן האם הפרמיה המשולמת ביחס לכיסוי הביטוחי הינה סבירה.
- ב. **מתן שיפוי**¹⁶ - אנו בדעה כי יש להגביל את סכום השיפוי ליכולתה הפיננסית של החברה במועד מתן השיפוי. פרקטיקה נהוגה הינה הגבלת סכום השיפוי המקסימאלי עבור כל נושאי המשרה במצטבר, לכ- 25% מהונה העצמי של החברה בנטרול זכויות המיעוט, במועד תשלום השיפוי בפועל. כמו כן, יש לוודא כי השיפוי יינתן בגובה ההפרש בין סכום החבות הכספית לבין הסכום שהתקבל מכוח פוליסת ביטוח או הסכם שיפוי אחר באותו עניין. מגבלה כאמור, לתשלום השיפוי המקסימאלי, צריך שתיכלל גם בתקנון החברה.
- ג. **מתן פטור**¹⁷ - אנו נתמוך במתן פטור לכל נושאי המשרה, לרבות בעלי שליטה וקרוביהם, בתנאי שייכתב בתקנון, מדיניות התגמול ובכלל כתבי הפטור של החברה לדירקטורים ונושאי המשרה בה כי הפטור שניתן אינו חל על החלטה או עסקה שלבעל השליטה או לנושא משרה

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

¹⁷ מאחר שמדובר במערכת יחסים בין החברה לנושא המשרה, הרי שמשמעות הפטור היא כי החברה לא תתבע את נושא המשרה אם הפר את חובת הזהירות כלפיה, לא תראה בו אחראי לנזק ולא תפעל כנגדו

כלשהו בחברה (גם נושא משרה אחר מזה שעבורו מוענק כתב הפטור) יש בה עניין אישי. מדיניות זו כפופה להפעלת שיקול דעתנו בכל מקרה לגופו. בין היתר, נתנגד למתן פטור גם בנסיבות המתוארות לעיל, כאשר בית משפט אישר בשלוש השנים האחרונות הגשת תובענה ייצוגית או תביעה נגזרת, לפי העניין, נגד בעל השליטה בחברה או נגד נושאי משרה בה שעניינה הפרת חובת הגינות, הפרת חובת אמונים או קיפוח בעלי מניות המיעוט. בחברות ללא מוטת שליטה אנו נתמוך בהענקת כתבי פטור אף ללא החרגת עסקאות בעלי שליטה כאמור.

14. מינוי רואה-חשבון מבקר

היבטים לבחינת מינוי רואה חשבון מבקר: ככלל, נשאף כי רמת המעורבות של ועדת הביקורת תהיה גבוהה, כאשר איכות הביקורת והיקפה הראוי יהווה שיקול מרכזי בבחירת רואה החשבון. אנו נמליץ כי האסיפה הכללית תבחן את מינויו של רואה החשבון המבקר תוך התייחסות להיבטים הבאים:

- רמת הכשירות והמקצועיות, לרבות קיומה של מחלקה מקצועית עצמאית, וכן שיוכו לפירמה בינלאומית, בפרט כאשר רואה החשבון המבקר אינו נמנה על המשרדים המובילים.
- אי תלות ומניעת ניגוד עניינים בין תפקידו של רואה החשבון המבקר בחברה לבין קשרים נוספים שלו עם בעלי מניות/נושאי משרה.
- היקף השכר והיחס בין היקף שכר הטרחה בגין שירותי ביקורת ומס לבין היקף השכר עבור שירותים אחרים, תוך שימת לב למהות השירותים האחרים.
- אנו נשקול להתנגד למינוי רואה חשבון מבקר אשר היקף שכרו בגין שירותי ביקורת ומס בשנה הקודמת למועד מינויו נמוך מ- 70% מהיקף שכר הטרחה הכולל ששולם לו.
- האם בשלוש השנים האחרונות החברה נדרשה לבצע הצגה מחדש של דוחותיה הכספיים, בין היתר בשל טעויות או סטיות מהותיות ביחס לאומדנים או הנחות.
- האם בשלוש השנים האחרונות בית המשפט אישר תביעה ייצוגית או נגזרת כנגד רואה החשבון המבקר של החברה.
- משך ההתקשרות של המשרד עם החברה.

15. אישור רטרואקטיבי של עסקאות

- א. אישור עסקאות בהליך לא תקין: אנו נמליץ להתנגד לאישור רטרואקטיבי של עסקאות או של הסכמים שאושרו בהליך לא תקין בעבר ומובאות בדיעבד לאישור האסיפה הכללית, למעט בנסיבות בהן הבקשה הינה מטעם בית משפט ולאחר שהוגשה הצעת פשרה בין הצדדים.
- ב. אישור תנאי כהונה והעסקה של מנכ"ל או דירקטור: לעניין אישור תנאי כהונה והעסקה של מנכ"ל או דירקטור, אנו לא נתנגד לקבלת אישור האסיפה הכללית במסגרת האסיפה השנתית הקרובה של החברה, אולם זאת בתנאי שוועדת התגמול והדירקטוריון אישרו את תנאי הכהונה והעסקה, תנאי הכהונה והעסקה הם בהתאם למדיניות התגמול, תנאי הכהונה

והעסקה אינם גבוהים או שונים ממש מבעבר¹⁸ ובנוסף אנטרופי לא התנגדה בעבר לתנאי הכהונה והעסקה האמורים.

16. שינויים בתקנון חברה ובמתכונת דיווח

השינויים המבוקשים בתקנון ייבחנו תוך התייחסות לטיבם ומהותם וכן לאופן התאמתם לנוסח ודרישות החוק. ככלל, אנו נסקור את נוסח התקנון ונבחן האם יש בשינויים המבוצעים לכדי חשש לפגיעה בבעלי מניות המיעוט.

להלן מספר הסתייגויות מהותיות:

- א. **הקטנת רוב נדרש**: באופן כללי וגורף, אנו מסתייגים מתיקונים שמהותם הקטנת רוב נדרש באישור נושאים מהותיים באסיפות כלליות (לדוגמא: החלטות בדבר שינוי הון, החלטות בדבר הליכים מהותיים כמיזוג, שינוי בתקנון).
- ב. **מרווחי זמן בלתי סבירים**: נסתייג מהוראות בתקנון המאפשרות כינוס אסיפות כלליות במרווחי זמן בלתי סבירים אשר יש בהם חשש למנוע מבעלי המניות לנהל דיאלוג ממצה אל מול נציגי החברה בנושאי האסיפה.
- ג. **שיקול דעת בלעדי בחלוקת דיבידנד**: אנו נמליץ להתנגד לתיקון המאפשר לדירקטוריון שיקול דעת בלעדי בדבר חלוקת דיבידנד. החלטה זו הינה בעלת חשיבות רבה לבעלי המניות כאמור בסעיף 9 לעיל וראוי שתובא לבחינת בעלי המניות ברוב מיוחד.
- ד. **נוסח חוק החברות בהתייחסו לשיפוי ולפטור**: אנו מסתייגים מנוסח חוק החברות בהתייחסו לשיפוי (סעיף 260 ב'1א') היות והוא אינו קובע פרמטריים כמותיים להיקפו, וכן מתיר הסמכה בלעדית של הדירקטוריון בקביעת גובה השיפוי. אנו סבורים כי ראוי להגביל את סכום השיפוי המותר, הקבוע בתקנון ובכתב השיפוי, בהתאם ליכולתה הפיננסית של החברה במועד מתן השיפוי וכן להחריג את הפטור שניתן מהחלטה או עסקה שלבעל השליטה או לנושא משרה כלשהו בחברה יש בה עניין אישי, כאמור בסעיף 16 לעיל.
- ה. **מינוי דירקטור ע"י הדירקטוריון**: אנו נמליץ על אפשרות למינוי דירקטור ע"י הדירקטוריון וזאת כל עוד מינויו של הדירקטור יובא לאישור אסיפה הכללית בטווח של עד 6 חודשים לאחר מכן. כהונה של דירקטור כאמור תעמוד בתוקפה רק עד מועד האסיפה הקרובה.
- ו. **רמת הדיווח במעבר לרישום כפול**: בעת שינוי מתכונת דיווח בעת מעבר לרישום כפול (מעבר ממתכונת דיווח בהתאם להוראות פרק ו' לחוק ניירות ערך, למתכונת דיווח בהתאם להוראות פרק ה' 3 לחוק ניירות ערך), ובכדי למנוע פגיעה במשקיעים, אנו נבחן האם שינוי במתכונת הדיווח צפוי לפגוע ברמת המידע והשקיפות לה היו מורגלים המשקיעים והאם נושאים המהותיים למשקיעים אינם מופיעים בדוח השנתי של החברות הזרות הנהנות מהקלות בדיווח.

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

הדוחות לגביהם חל חוק הרישום הכפול ובעקבותיו חברות אלו זכאיות להקלות בדיווח, הינם: (א) דוח ה-20-F שהינו הדו"ח השנתי, (ב) דו"ח ה-6-K שהינו דו"ח רבעוני. כנגד זאת, הדוחות המוגשים על ידי החברות המקומיות בארה"ב (Domestic Companies) בהם ניתן גילוי נרחב במתכונת ובאופן ההצגה הינם: דוח ה-10-K (דוח שנתי) ודו"ח ה-10-Q (דוח רבעוני).

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

ז. **תניה לדין ישראלי בעת רישום כפול:** לצורך המלצתנו במהלך המעבר לרישום כפול אנו נבחן את הצורך להכליל בתשקיף תניה לפיה הדין הישראלי וסמכות בתי המשפט בישראל יחולו בכל מקרה על בעלי המניות הישראליים גם לאחר המעבר.

ח. **חברות הכפופות לדין זר:** נמליץ להצביע בהתאם למדיניותנו המותאמת לחברות הנסחרות בבורסה בת"א, וזאת ככל שהדבר אינו עומד בניגוד לדין המחייב את החברה בהתאם למקום רישומה. במקרים יוצאי דופן הנגזרים ממקובלות שוק ולא דין זר, נאפשר שלא לבצע התאמה למול השוק הישראלי, כאשר נשתכנע כי קיים מנגנון חליפי השומר על מסגרת ממשל תאגידי סבירה שיש בה כדי להציף ערך לחברה ולכלל בעלי המניות.

17. נושאים מנהלתיים

א. במסגרת הניהול השוטף של עסקי חברה ציבורית מתקבלות החלטות ניהוליות שוטפות, אשר לעתים מחייבות את אישורם של כלל בעלי המניות. אנו בוחנים כל נושא מסוג זה, עניינית, תוך שימת לב מודגשת להשלכות העסקיות של המהלך המוצע על טובת החברה בטווח הבינוני-ארוך. דוגמה להחלטות בנושאים מנהלתיים כאמור הם: שינוי שם חברה, הקצאת כספי חברה לצדקה וכיוצא"ב.

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

ג. **דיון מקדים באסיפות כלליות שטרם זווחו לציבור** - בשנים האחרונות חל ריבוי בפנייה של חברות לאנטרופי לפני דיווח רשמי על זימון האספה ולעיתים אף לפני העלאת הנושא לדיון בהנהלה ו/או בדירקטוריון. לאור שינויים תכופים ברגולציה ובפרט בנושאים בהם נדרש רוב מיוחד וכן לאור רצוננו לספק מענה שירותי והולם לחברות ציבוריות, מרבית פניות אלו זכו עד היום למענה. אנו סבורים, כי דיון מקדים הינו בעל השפעה שלילית על תהליכי העבודה השוטפים בחברה ולכן דיון מקדים עשוי גם ליצור הפליה בין החברות, ואף עשוי להטות את המתווה הסופי האופטימלי ביותר בראיית בעלי מניות המיעוט. לרבות הפחתת האחריות המוטלת על הדירקטורים והמנהלים בחברות. אולם, לאור ריבוי המקרים ורגישות הנושא, אנו מעדכנים את התייחסותנו וזאת בדומה לפרקטיקה מקובלת בחברות ייעוץ בינלאומיות דומות, כי דיון בנושאי האסיפה יתקיים רק לאחר פרסום נושאי האספה.

ד. **כינוס אסיפות בתקופות המאופיינות בעומסי שיא** - אנטרופי עוסקת במתן המלצות לעשרות אלפי החלטות באספות כלליות בשנה ומול מאות מנפיקים. במקביל, נדרשים הגופים

המוסדיים, לקבל החלטות, בשים לב להמלצת אנטרופי, תחת לחץ תפעולי אדיר, בתקופה של עומסי שיא (כדוגמת תקופות חגים וסופי שנה). לעיתים תכופות אנו מוצאים כי חברות רבות מכנסות מספר אספות כלליות מידי שנה, בנוסף לאסיפה השנתית, אשר כל אחת מהן עוסקת בנושאים שונים שלעתים נובעים מצרכי השעה. ריבוי האסיפות פר חברה, מביא לכך לכלל המערכת המטפלת בנושא זה לעבוד תחת לחץ ולא למצות את הטיפול הראוי, בהיבט המקצועי, בהיבט הכלכלי ואף בהיבט הממשל התאגידי. צמצום האספות וריכוזן לאספה אחת, תאפשר להפנות משאבים רבים יותר לצורך הממשק עם החברה ונציגיה. בלימוד הנושא במדינות מקבילות בעולם ובחברות בינלאומיות כגון ISS, מצאנו כי קיימת הנחייה של חברות הייעוץ (ואף של הגופים המוסדיים עצמם) להמעיט בזימון אספות ולרכזם לאספה אחת, ואף לא לכנס אספות בתקופות עומס כגון בסוף השנה. זאת לאור העובדה שריבוי אספות בפרק זמן קצר מונע מבעלי המניות של החברה לבחון באופן מיטבי את כלל הנושאים העולים לסדר היום, בוודאי כאשר הנושאים מפוזרים במספר אספות ועשויים להציע תמונה שאינה מלאה לבעלי המניות. כמו כן, כינוס מספר אספות בשנה משיט עלויות רבות על החברה ושואב זמן ניהולי משמעותי ממנהליה ונציגיה.

לכן, אנו נעודד את החברות לרכז את הנושאים ולכנס אסיפות כלליות ואסיפות מיוחדות, כך שתיערך אסיפה כללית אחת המרכזת את כלל הנושאים הרלוונטיים, בדומה למקובל בחברות זרות. נושא זה יקבל ביטוי בהערכת הממשל התאגידי של החברות.

ה. **העברת התייחסות לחברות טרם פרסום חוות הדעת** – אנטרופי תפעל להביא לידיעת החברות את הסתייגויותיה מהנושאים השונים שעל סדר יומה של האסיפה זמן סביר בנסיבות העניין, טרם פרסום ההמלצה. תהליך זה יהיה כפוף להתנהלות החברות בכל הנוגע למתן מידע מפורט ולעיתוי כינוס האסיפה, בפרט בהקשר לתקופות המאופיינות בעומסי שיא ולהתנהלותן ההוגנת של החברות בהקשר זה.