



# אסיפות כלליות

מדיניות ונהלים

נובמבר 2015



תוכן עניינים

- 3 ..... מדיניות ההצבעה של ועדת השקעות באסיפות כלליות של חברות ציבוריות
- 6 ..... אמות מידה ביחס לאיכות הממשל התאגידי בחברות ציבוריות
- 8 ..... נספח א' - קריטריונים להצבעה באסיפות

## מדיניות ההצבעה של ועדת השקעות באסיפות כלליות של חברות ציבוריות

בהתאם לחוזר משרד האוצר בנושא הגברת מעורבות הגופים המוסדיים בשוק ההון (חוזר גופים מוסדיים 9-11-2009), מובאת להלן החלטת ועדת השקעות בנושא מדיניות ההצבעה באסיפות של חברות ציבוריות, כפי שנבחנה ועודכנה נכון לנובמבר 2015.

### 1. כללי

1.1 ועדת השקעות אישרה את אנטרופי שירותי מחקר כלכלי בע"מ כגורם המקצועי המייעץ בגיבוש המלצות הצבעה באסיפות כלליות של חברות בהן מחזיקים התיקים (להלן: "אנטרופי" או "היועץ").

1.2 ועדת השקעות אימצה קריטריונים לצורך גיבוש עמדה ביחס להחלטות הצבעה תוך התייחסות לגבי המלצה על אופן ההצבעה (להלן: "הקריטריונים") המבוססים על הקריטריונים של אנטרופי. העתק הקריטריונים מפורטים בנספח א'.

1.3 המלצות היועץ תיבחנה בכל מקרה לגופו על ידי מחלקת האנליזה של חטיבת השקעות והאשראי במגדל (להלן: "מחלקת האנליזה" או "האנליזה") תוך בחינת המלצת ההצבעה ביחס לקריטריונים והפעלת שיקול דעת מקצועי. לאחר הבחינה תפרסם האנליזה המלצת הצבעה.

1.4 דוח על אופן ההצבעה באסיפות הכלליות, לרבות התייחסות להצבעה בהתאם להמלצות אנטרופי / הקריטריונים או בניגוד אליהם, יוגש לוועדת השקעות לפחות אחת לחודשיים.

1.5 ועדת השקעות תבחן באופן שוטף את מדיניות ההצבעה ולפחות אחת לשנה קלנדרית.

### 2. קביעת אופן ההצבעה באסיפה הכללית

2.1 ההצבעה באסיפה הכללית תעשה בהתאם לקריטריונים ולהמלצת היועץ ולאחר קבלת חו"ד האנליזה.

2.2 היה והמלצת האנליזה והיועץ הינה להצביע בהתאם לקריטריונים, אופן ההצבעה באסיפה הכללית יהיה בהתאם להמלצת האנליזה.

2.3 היה והאנליזה תמליץ להצביע בהתאם לקריטריונים והמלצת היועץ תהיה להצביע בניגוד לקריטריונים אופן ההצבעה באסיפה הכללית יובא לאישור מנהל חטיבת השקעות.

2.4 היה והאנליזה תמליץ להצביע בניגוד לקריטריונים תובא ההצעה בדבר אופן ההצבעה באסיפה הכללית לאישור ועדת השקעות או תת ועדה של ועדת השקעות שתמונה על ידי ועדת השקעות לעניין אופן ההצבעה באסיפות כלליות ("תת הוועדה") או, בהתקיים התנאים שנקבעו על ידי וועדת השקעות, לאישור מנהל חטיבת השקעות.

2.5 מבלי לגרוע מהאמור לעיל, ניתן יהיה להביא את ההצעה בדבר אופן ההצבעה באסיפה הכללית, לרבות המלצת האנליזה, לאישור וועדת ההשקעות או תת הוועדה, לפי העניין, גם בהתקיים האמור בסעיפים 2.3 או 2.4 לעיל.

### **3. הצבעה בהצעה לגביה קיים חשש לניגוד עניינים**

3.1 במקרים בהם קיים חשש לניגוד עניינים אופן ההצבעה יהיה בהתאם להמלצת היועץ ולקריטריונים.

3.2 על אף האמור בסעיף 3.1 לעיל, ניתן להצביע בניגוד להמלצת היועץ ו/או בניגוד לקריטריונים, במקרה של חשש לניגוד עניינים, לאחר קבלת אישור הנציגים החיצוניים בוועדת ההשקעות.

3.3 במקרים בהם היועץ נמצא בניגוד עניינים ואינו מפרסם המלצת הצבעה, מחלקת האנליזה תמליץ על אופן ההצבעה בהתאם לקריטריונים והחלטה בדבר אופן ההצבעה תובא לאישור מנהל חטיבת ההשקעות או ממלא מקומו. במידה ומחלקת האנליזה תמליץ להצביע בניגוד לקריטריונים תובא ההצעה בדבר אופן ההצבעה לאישור וועדת ההשקעות או תת הוועדה, לפי העניין.

### **4. הצבעות הטעונות אישור מראש של הנציגים החיצוניים בוועדת ההשקעות**

בהתאם להוראות תקנות הפיקוח על שירותים פיננסיים (קופות גמל) (השתתפות חברה מנהלת באסיפה כללית), התשס"ט – 2009, החלטות בדבר אופן ההצבעה בנושאים המפורטים להלן תהינה טעונות אישור רוב הנציגים החיצוניים בוועדת ההשקעות:

4.1 הצבעה באסיפה כללית של תאגיד שבעל השליטה בחברה (היא הגוף המוסדי) מחזיק בו ב-5% או יותר מאמצעי השליטה.

4.2 הצבעה בתאגידים פיננסיים<sup>1</sup>, תאגידים השולטים בתאגידים פיננסיים<sup>2</sup> ובתאגידים בנקאיים בנושאים המפורטים להלן:

4.2.1 אישור מדיניות תגמול לפי הוראות סעיף 267א לחוק החברות, התשנ"ט – 1999.

4.2.2 אישור עסקאות הטעונות את אישור האסיפה הכללית לפי הוראות סעיפים 272(ג), 272(ג1), 273(ב) ו-275 לחוק החברות<sup>3</sup>.

<sup>1</sup> תאגיד פיננסי – גוף מוסדי, חברה המנפיקה מוצרי מדדים, מנהל קרן להשקעות משותפות בנאמנות ותאגיד העוסק בניהול תיקים.

<sup>2</sup> תאגיד השולט בתאגיד פיננסי – חברה ציבורית השולטת במישרין או באמצעות תאגידים שאינם חברות ציבוריות, בתאגיד פיננסי שאינו חברה ציבורית.

<sup>3</sup> סעיפים אלו מתייחסים להתקשרות החברה עם נושאי משרה שלה, לרבות המנכ"ל והדירקטורים, באשר לתנאי כהונתם והעסקתם ולהתקשרות החברה עם בעל השליטה או עם אחר שלבעל השליטה יש בו עניין אישי וכן להתקשרות החברה עם בעל השליטה או קרובו לעניין קבלת שירותים על ידי החברה או תנאי הכהונה וההעסקה שלו בחברה.

**5. טיפול בפניה של הנהלת תאגיד או בעל שליטה בחברה בנושא העולה לאסיפה כללית של התאגיד**

בפניה ישירה של התאגיד או גורם מטעמו (להלן: "התאגיד") בנושא הקשור לאופן הצבעה באסיפה, לגורם מחוץ לחטיבת ההשקעות, יופנה התאגיד למנהל חטיבת ההשקעות אשר יפנה את השיחה לגורם המוסמך לניתוח אסיפות כלליות (להלן: "האנליסט הממליץ").

במקרה בו הפניה של התאגיד נעשתה ישירות לחטיבת השקעות ו/או לאנליסט הממליץ יוכל האנליסט הממליץ לבחון את הפניה האמורה.

האנליסט הממליץ לא יטפל בפניה ולא ידבר עם הפונה במקרה בו הפניה לאנליסט הממליץ נעשתה על ידי גורם מקבוצת מגדל אשר אינו חלק מחטיבת השקעות. בכל מקרה תתועד הפניה על ידי האנליסט הממליץ ובנוסף יופנה הפונה ליועץ.

**6. הצבעה בנושאים העולים לדיון באסיפות מחזיקי אג"ח**

ניתוח הנושאים העולים לדיון באסיפת מחזיקי אג"ח והמלצות ההצבעה בנושאים אלו יבוצעו, באופן פרטני, על-ידי מחלקת האנליזה או על ידי הגורם האחראי על הסדרי חוב שהוסמך לכך בחטיבת השקעות, לפי העניין.

**אמות מידה ביחס לאיכות הממשל התאגידי בחברות ציבוריות**

בחוזר 2009-9-11 של הממונה על שוק ההון, ביטוח וחיסכון נקבע כי על משקיע מוסדי לפרסם את אמות המידה ביחס לאיכות הממשל התאגידי המנחות את וועדת ההשקעות שלו בבואה להחליט על ההשקעות בניירות ערך.

לצורך בחינת איכות הממשל התאגידי גיבשה מגדל בניהול כספי העמיתים אמות מידה אליהן על מנהלי ההשקעות להידרש אגב ביצוע אחת מההשקעות הבאות בחברות הנסחרות בישראל בלבד:

1. השקעה חדשה.
2. כל השקעה (השקעה חדשה או השקעה מצטברת) אשר בעקבותיה תעלה ההשקעה המצטברת באותה החברה על 0.5% מסכום התיק החופשי (לגבי כל תיק).
3. כל השקעה (השקעה חדשה או השקעה מצטברת) אשר בעקבותיה תעלנה ההחזקות של כל החברות בקבוצת מגדל באותה חברה על 5% מהון המניות המונפק והנפרע של אותה חברה.

קבוצת מגדל בחרה עשרה עקרונות מנחים לבחינת רמת הממשל התאגידי של תאגיד בו נבחת השקעה.

עקרונות אלו נבחרו לאור הערכת מגדל שהם מהווים אינדיקציה לאיכות הממשל התאגידי והיכולת לבדוק את עמידת החברות בקריטריונים על בסיס מידע המפורסם לציבור.

לצורך כך יבחן אנליסט המנתח אפשרות השקעה בתאגיד, כמפורט לעיל, את השאלון המצורף למסמך זה.

במידה והשאלון נבדק במהלך 12 החודשים האחרונים הוא לא ייבדק פעם נוספת, לצורך בחינת השקעה נוספת באותה חברה.

אי עמידה בחלק מאמות מידה בחברה בה מבוצעת השקעה אין משמעה, בהכרח, שהחברה תימנע מהשקעה באותה חברה ובחינת עמידת החברה באמות המידה ביחס לאיכות הממשל התאגידי תובא בחשבון במכלול שיקולי ההשקעה.

חברה אשר ממלאת אחר שבעה קריטריונים או יותר – תחשב חברה בעלת ציון ממשל תאגידי חיובי. חברה אשר ממלאת אחר ארבעה עד שישה קריטריונים – תחשב חברה בעלת ציון ממשל תאגידי ניטרלי. חברה אשר ממלאת אחר פחות קריטריונים - תחשב חברה בעלת ציון ממשל תאגידי טעון שיפור.

ככלל, תעדיף קבוצת מגדל להשקיע בחברות בעלות ציון ממשל תאגידי חיובי ובעדיפות פחותה בחברות בעלות ציון ממשל תאגידי ניטראלי וכל זאת על פני חברות בעלות ציון ממשל תאגידי טעון שיפור. השקעה בחברות בעלות ציון ממשל תאגידי טעון שיפור תהיה טעונה התייחסות פרטנית של האנליזה.

אין באמור לעיל כדי לגרוע משיקול דעתם של האנליסטים ומנהלי ההשקעות לבחון היבטים נוספים שניתן להקיש מהם על איכות הממשל התאגידי בתאגיד בו בוחנים השקעה.

### **נספח השאלון**

#### **הרכב הדירקטוריון**

1. לא יותר משליש מחברי הדירקטוריון הם בני משפחה של נושא משרה בכירה או של בעל עניין בתאגיד.
2. לפחות שני שלישי מהדירקטורים אינם פעילים בששה או יותר דירקטוריונים.
3. לרוב חברי הדירקטוריון יש השכלה בנושאים הקשורים בתחום פעילותו של התאגיד או בתחומים כלליים כגון: מנהל עסקים, ראיית חשבון, כלכלה ומשפטים.

#### **שיעור השתתפות בישיבות דירקטוריון**

4. לפחות שני שלישי מחברי הדירקטוריון השתתפו ב- 75% מישיבות הדירקטוריון וועדות הדירקטוריון.

#### **ועדת הביקורת**

5. מבקר הפנים כפוף ליו"ר החברה או ליו"ר ועדת הביקורת.
6. לפחות 33% מחברי וועדת הביקורת הינם בעלי מומחיות חשבונאית ופיננסית.

#### **הפרדה בין תפקידי הדירקטוריון לנושאי משרה.**

7. יו"ר החברה ומנכ"ל התאגיד אינם קרובי משפחה (למעט בחברות קטנות עם שווי שוק של עד 50 מליון ש"ח).
8. עובדי החברה הכפופים למנכ"ל במישרין או בעקיפין אינם מכהנים כדירקטורים.

#### **מדיניות תגמול בכירים**

9. לפחות 4 מבין 5 מקבלי השכר הגבוה אינם דירקטורים.
10. שיעור תגמול חמשת הבכירים אינו עולה על 3% מהכנסות החברה.

## נספח א' - קריטריונים להצבעה באסיפות

### גיבוש המדיניות ומסגרתה

מסמך מדיניות זה מתבסס על מדיניות ההצבעה של אנטרופי שירותי מחקר כלכלי לשנת 2013 (כפי שעודכן), אשר גובש באמצעות פורום מקצועי אשר כלל נציגים בכירים של הגופים המוסדיים, מומחים בתחומי הממשל התאגידי באקדמיה, יועצים ואנשי מקצוע חיצוניים, ונציגים של אנטרופי שירותי מחקר כלכלי וכן נציג איגוד החברות הציבוריות. באמצעות פורום זה, נסקרה הפרקטיקה הנהוגה בשוקי הון אחרים בעולם המערבי, אשר ניתן להתייחס אליהם כאל מוקדי השוואה בהיבטים מבניים ותפיסתיים. פרקטיקה זו שימשה כבסיס השוואתי בגיבוש המדיניות, תוך שימת לב למאפיינים הייחודיים של שוק ההון בישראל, לרבות הבדלי מבנה, היקף, התפתחות, שיעורי שליטה וכד'.

מדיניות ההצבעה נבחנת ותיבחן מעת לעת בהתייחס להתפתחויות בהתנהלות החברות הציבוריות ובהתאם לשינויים רגולטורים, ומלווה באופן שוטף בהפעלת שיקול דעת עצמאי, בגישה עניינית של כל מקרה לגופו.

מסמך מדיניות זה מטרתו להתוות את הכללים והקווים המנחים עבור החברה ועבור אנטרופי שירותי מחקר כלכלי, בבחינת הנושאים השונים העולים לאסיפה הכללית. עם זאת, יצוין, כי החברה ואנטרופי שירותי מחקר כלכלי פועלות בגישה של "כל מקרה לגופו" ולפיכך כל נושא אשר ייבחן על ידי צוות המחקר, יישקל על בסיס מרכיבי המדיניות שלהן ועל בסיס מאפייני הייחודיים, ככל שיהיו.

### 1. מינוי והרכב הדירקטוריון

חוק החברות קובע כי לדירקטוריון שני תפקידי מפתח עיקריים:

- א. התווית המדיניות וקביעת דרכה של החברה.
- ב. 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, תפקידו 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. כפועל יוצא של משבר השערוריות החשבונאיות בארה"ב, החמירו הבורסות בארה"ב (NYSE, AMEX ו-Nasdaq) את הדרישות באשר לעצמאות הדירקטוריון. בין היתר, נקבעו נורמות לעצמאות הדירקטור ולדרישת רוב של דירקטורים עצמאיים בדירקטוריון. ניתן להצביע על שורת אירועי קריסה של חברות כתוצאה מכשלי ניהול ובקרה. קריסת שווקי ההון בעולם והמוסדות הפיננסיים בארה"ב בשנת 2008, וכן משבר החובות שפוקד את הבנקים באירופה ומאיים על יציבותה, מצביעים על תפקוד כושל של המנהלים ופיקוח בעייתי של הדירקטוריונים, ליקויים שעלותם לבעלי המניות הינה במקרים רבים קריטית.
- 1.2.2. גם הקוד שאומץ באנגליה (Revised Combined Code 2003) נדרש לעניין זה וממליץ כי בחברות גדולות, כשליש מהדירקטורים יהיו דירקטורים עצמאיים, שאינם נושאי משרה ובחברות קטנות ההמלצה הינה כי ימונו שני דירקטורים חיצוניים שאינם נושאי משרה.
- 1.2.3. זו היא גם הנחיית הארגונים OECD וה- ICGN (International Corporate Governance Network), הממליצים כי לפחות 50% מחברי הדירקטוריון (לא כולל היו"ר), יהיו דירקטורים עצמאיים שאינם נושאי משרה. זאת, למעט בחברות קטנות, להן ראוי שיהיו לפחות שני דירקטורים עצמאיים שאינם נושאי משרה. באוסטרליה, הנחיות בורסת ASX לענייני ממשל תאגידי, קובעות כי לדירקטורים החיצוניים יהיה רוב בכל חברה ציבורית, כולל יו"ר דירקטוריון חיצוני.
- 1.2.4. בישראל, מחייב חוק החברות מינוי שני דירקטורים חיצוניים (דח"צ) בכל חברה ציבורית, ללא קשר לגודל הדירקטוריון.
- 1.2.5. חוק החברות מגדיר דח"צ כאדם שאין לו זיקה לחברה ו/או לבעל השליטה, נעדר ניגודי עניינים ואינו מכהן בכהונה צולבת, ואשר נבחר בתמיכת רוב קולות של בעלי המניות, הכוללים את רוב קולות בעלי מניות המיעוט. בהתאם לחוק החברות, דח"צ רשאי לכהן עד תשע שנים. חידוש מינויו של דח"צ טעון תמיכת רוב קולות בעלי מניות המיעוט בלבד ולפיכך בעל השליטה אינו יכול למנוע חידוש כהונת דח"צ בניגוד לרצון בעלי מניות המיעוט.
- 1.2.6. חוק החברות מגדיר אף קטגוריה של "דירקטור בלתי תלוי" העונה על תנאי הכשירות של דח"צ ושאינו מכהן בחברה מעל תשע שנים רצופות. בהתאם לחוק, החברה רשאית לכלול בתקנון הוראות ממשל תאגידי מומלצות (כמפורט בתוספת הראשונה) וביניהן גם את שיעור הדירקטורים הבלתי תלויים. בהתאם להוראות אלה, בחברה עם בעל שליטה (לרבות מי שמחזיק 25% או יותר מכלל זכויות ההצבעה באסיפה הכללית), לפחות שליש מהדירקטורים יהיו בלתי תלויים. בחברה שבה אין בעל שליטה, לפחות מחצית מהדירקטורים יהיו בלתי תלויים.
- 1.2.7. חוק הריכוזיות קובע כי על פירמידות חברות להצטמצם למבנה של שתי שכבות לכל היותר בתוך ארבע עד שש שנים. בתקופת המעבר החוק קובע כי בחברות משכבה שלוש ואילך הדירקטוריון יורכב מרוב של דח"צים וחצי מהדירקטורים פחות אחד יהיו דירקטורים חיצוניים. על פי טיוטת תקנות לקידום התחרות ולצמצום הריכוזיות (הקלות

לעניין מספר הדירקטורים החיצוניים), התשע"ד-2014, בחברות משכבה שלוש ואילך בתקופת המעבר שבהן מתמנים גם דירקטורים מטעם בעל עניין בחברה על פי הסכם עם בעל השליטה ובחברות בהן מתמנים דירקטורים מקרב העובדים על פי הסכם קיבוצי, מספר הדח"צים יפחת כמספר הדירקטורים המתמנים שלא על ידי בעל השליטה – ובלבד שמספר הדח"צים לא יפחת משליש מחברי הדירקטוריון.

#### 1.2.8. המלצותינו ביחס להרכב הדירקטוריון :

- אחוז דירקטורים בלתי תלויים: דרישה שלפחות שליש מחברי הדירקטוריון יהיו דירקטורים בלתי תלויים או דח"צים. בהתחשב במבנה הבעלות בחברה, נמליץ למנות מספר גבוה יותר של דירקטורים בלתי תלויים, בעדיפות למינוי דח"צים (למעט במקרים האמורים בסעיף 1.2.7 לעיל). המלצתנו תתבסס באופן עקרוני על הוראות חוק החברות בנושא, כפי שיפורט להלן בסעיף 1.5 למסמך זה. יחד עם זאת, במקרים מסוימים יתכן וישקלו שיקולים נוספים בהתאם לנסיבות העניין.

- היקף בני משפחה: אנו נמליץ להתנגד למינוי דירקטורים שהינם קרובי משפחתו של בעל השליטה, מעל מכסה של שלושה דירקטורים, כולל בעל השליטה עצמו. במקרים מסוימים, של חברות משפחתיות עם תרומה משמעותית לאורך זמן לבעלי המניות, נשקול לחרוג מכלל זה בהם החברה תפעל למינוי שני דח"צים נוספים בדירקטוריון מעבר לחובה החוקית החלה עליה בהתאם לחוק החברות.

- גודל הדירקטוריון: גודלו של דירקטוריון יעיל, ראוי שיעמוד על היקף מקסימאלי של 13 חברים למעט בנקים, 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: המלצתנו תתבסס באופן עקרוני על הוראות חוק החברות בנושא, כפי שיפורט להלן בסעיף 1.4 למסמך זה. יחד עם זאת, במקרים מסוימים יכול וישקלו שיקולים נוספים בהתאם לנסיבות העניין.

#### 1.3. ועדת הביקורת של הדירקטוריון

1.3.1. בהתאם לכללי ניהול הסיכונים וממשל תאגידי נאות המקובלים בעולם והן בהתאם להנחיות הרגולציה, לדירקטוריון החברה בכלל ולוועדת הביקורת בפרט, תפקיד מהותי ועיקרי בהתוויית כללי הממשל התאגידי בחברה, בחינת יישומם ובקרה על איכותם ועילותם. ועדת הביקורת של הדירקטוריון אמורה להוות את מעגל הבקרה השלישי במערך הממשל התאגידי הכולל, אשר הינו גוף בקרה בלתי תלוי ("The tone of the Top").

1.3.2. חשיבותה של סוגיית הביקורת בחברות ציבוריות מקבלת משנה תוקף בעידן של משברים כלכליים ומשברי אמון בין המשקיעים לבין החברות ולנציגיהן. חשיבות זו מקבלת ביטוי בחוק החברות, המחייב כל חברה ציבורית למנות ועדת ביקורת ומגדיר כאחד מתפקידיה: "לעמוד על ליקויים בניהול העסקי של החברה... ולהציע לדירקטוריון דרכים לתיקונם" (סעיף 117 לחוק החברות).

תפקיד נוסף של ועדת הביקורת הינו לשמש גורם אקטיבי בניהול ובפיקוח על תהליכי אישור עסקאות בעלי עניין, כאשר בעקבות החלטת בית המשפט (ת"א) 26809-01-11 כהנא נ' מכתשים אגן תעשיות בע"מ (5.5.11) הודגש תפקיד ועדת הביקורת כזו שאמורה לנהל מו"מ בפועל מול נציגי בעל השליטה על מנת להבטיח שהעסקה הוגנת ולטובת כלל בעלי המניות.

- 1.3.3 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.

1.3.4 חוק הריכוזיות מטיל על ועדת הביקורת תפקידים נוספים בתיקון עקיף (מספר 22) לחוק החברות. החוק דורש מוועדת הביקורת 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.

- 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 לכשירותיות אלה קבועים בתקנות). בנוסף לכך, יכהנו בדירקטוריון בעלי מומחיות חשבונאית ופיננסית נוספים במספר מזערי אותו קבע הדירקטוריון. לאור העובדה שבועדת המאזן מכהנים רק דח"צים, אנו נעודד מצבים בהם הדח"צים המכהנים בוועדת המאזן יהיו בעלי מיומנות וחשבונאות פיננסית.

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. הסכמי הצבעה מוקדמים בין בעל השליטה לבין בעל מניות מיעוט ביחס להצבעה לטובת דירקטור שיציע בעל מניות המיעוט, יבחנו לאור האינטרס שבשלו נחתמו הסכמים אלה.

1.5.2. בבחינת הרגולציה בשווקים שונים בעולם, לעניין מבחני עצמאות הדירקטור, ניתן לאתר מספר גורמי מפתח עיקריים:

- עצמאות הדירקטור אינה מתקיימת כאשר קיים קשר כלשהו עם ההנהלה – קשרים אישיים, קשרי ייעוץ, קשרים מסחריים, או אף קשרי צדקה (בהתאם לכללי בורסת (Nasdaq).

- ברוב המקרים, דירקטור לא ייחשב עצמאי אם הוא בעל אינטרס כספי או בעל שיעור אחזקה מהותי בחברה.

- תקופת כהונה רציפה של מספר שנים פוגעת במידת עצמאותו של הדירקטור. בהתאם לכך, חוק החברות מגביל כיום את משך כהונתו של ד"ר לשלוש תקופות כהונה בנות שלוש שנים כל אחת וזאת בדומה להגדרת "דירקטור בלתי תלוי" כמפורט בהמשך.

1.5.3. בישראל, כאמור, חוק החברות מחייב מינוי שני דירקטורים חיצוניים בכל חברה ציבורית, ללא קשר לגודל הדירקטוריון (למעט האמור בסעיף 1.2.7 לעיל). הדח"צ מוגדר כאדם שאין לו זיקה לחברה ו/או לבעל השליטה, נעדר ניגודי עניינים וכהונה צולבת.

1.5.4. כמוזכר, חוק החברות גם מגדיר "דירקטור בלתי תלוי" כדירקטור שעונה על תנאי הכשירות של דח"צ ושאינו מכהן בחברה מעל תשע שנים רצופות. כמוזכר לעיל, בהתאם לתוספת הראשונה לחוק החברות "הוראות ממשל תאגידי מומלצות", חברה רשאית לקבוע בתקנון את מספר הדירקטורים הבלתי תלויים. התוספת הראשונה לחוק החברות מציעה עוד כי בחברה ציבורית נושאי משרה הכפופים למנכ"ל לא יכהנו כדירקטורים.

1.5.5. בעקבות תיקון מספר 16 לחוק החברות עודכן החוק כלהלן בקשר עם מינוי דח"צ:

- יתאפשר מינוי של דירקטור חיצוני לכהונה שלישית ובסה"כ כהונה של תשע שנים.

- הרוב הנדרש מקרב ציבור בעלי המניות למינויו של דירקטור חיצוני הועלה משליש מקרב בעלי המניות לרוב מקרב בעלי המניות, כך שבמניין קולות הרוב באסיפה הכללית ייכללו

- לפחות רוב מכלל קולות בעלי המניות שאינם בעלי עניין אישי באישור העסקה המשתתפים באסיפה, או שסך המתנגדים לא יעלה על 2% מכלל זכויות ההצבעה.
- מינויו מחדש של דירקטור חיצוני (לכהונה שנייה ושלישית) יתאפשר לבקשת בעל מניות אחד או יותר, שלו 1% לפחות מזכויות ההצבעה בחברה באישור של רוב קולות ובהתקיים התנאי לפיו במניין הקולות לא הובאו קולות בעלי שליטה בחברה או בעלי עניין אישי באישור (למעט עניין אישי שאינו כתוצאה מקשר עם בעל השליטה) ובלבד שסך התומכים מקרב בעלי המניות כאמור עולה על 2% מכלל זכויות ההצבעה בחברה.
- הורחב המונח "זיקה" למינוי דירקטור חיצוני.
- 1.5.6. החוק לקידום התחרות ולצמצום הריכוזיות, התשע"ד-2013 קובע כללים מיוחדים לדח"צים בחברות בשכבה השלישית ואילך של פירמידה בתקופת המעבר שבה החוק מתיר את קיומה של שכבה זו: הדירקטוריון יורכב מרוב של דח"צים וחצי מהדירקטורים פחות אחד יהיו דירקטורים חיצוניים. על פי טיוטת תקנות לקידום התחרות ולצמצום הריכוזיות (הקלות לעניין מספר הדירקטורים החיצוניים), התשע"ד-2014, בחברות משכבה שלוש ואילך בתקופת המעבר שבהן מתמנים גם דירקטורים מטעם בעל עניין בחברה על פי הסכם עם בעל השליטה ובחברות בהן מתמנים דירקטורים מקרב העובדים על פי הסכם קיבוצי, מספר הדח"צים יפחת כמספר הדירקטורים המתמנים שלא על ידי בעל השליטה – ובלבד שמספר הדח"צים לא יפחת משליש מחברי הדירקטוריון.
- 1.5.7. עמדתנו הינה כי הגברת הרכיב הדח"צי בדירקטוריון הינה חיונית לשמירת האינטרסים של המיעוט וטובת כלל בעלי המניות בחברה ולפיכך, נמליץ לתמוך 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" שלעתים 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 ההפרדה, כתגובה לכשלים ניהוליים ושערוריות חשבונאיות.
- 1.6.2. חוק החברות מאפשר (כפשרה ובניגוד לעמדת ועדת ברק שגיבשה את החוק) לאסיפה הכללית להסמיך את יו"ר הדירקטוריון או את קרובו למלא את תפקיד המנכ"ל או להפעיל את סמכויותיו, וכן להסמיך את המנכ"ל או את קרובו למלא את תפקיד יו"ר הדירקטוריון או להפעיל את סמכויותיו, לתקופה של עד 3 שנים (עם אפשרות להסמכה מחדש לתקופות נוספות של 3 שנים כל אחת), ובלבד שהמינוי יאושר באסיפה הכללית ברוב של שני שלישים מקולות בעלי המניות שאינם בעלי השליטה בחברה וכן מי שאינו בעל עניין אישי בהצבעה, אלא אם קולות המתנגדים לאישור אינו עולה על 2% מכלל

זכויות ההצבעה בחברה. כמו כן, נאסר על מינוי של גורם הכפוף למנכ"ל לתפקיד יו"ר הדירקטוריון וכן על מינויו של יו"ר הדירקטוריון כבעל תפקיד בחברה או בתאגיד בשליטתה (למעט כהונה כדירקטור בחברה בת).

1.6.3. אנו סבורים כי הפרדת תפקידי יו"ר ומנכ"ל הינה הכרחית לצורך חיזוק הפיקוח על ההנהלה הבכירה ולקידום תקשורת בריאה בין חברי הדירקטוריון. יחד עם זאת, מתוך הכרה בתרומתן של חברות משפחתיות אשר מהוות מודל עסקי חיובי בבסיסו ולאור המבנה המשפחתי בניהול החברה, תפקיד היו"ר והמנכ"ל לעתים מרוכז בידי אותו אדם או בידי קרובי משפחה לתקופות מוגבלות של עד 3 שנים, ובמקרים חריגים בלבד בהם החברה מצטיינת תרומה עודפת משמעותית לבעלי המניות ולאורך זמן (לפחות 5 שנים), אנו נמליץ להגביר את משקל הדירקטורים הבלתי תלויים בחברה לרמה של 50% מהדירקטוריון כפיצוי לאי ההפרדה של תפקידי היו"ר והמנכ"ל.

#### 1.7. משך כהונת דירקטור

1.7.1. התשובה לשאלת השפעת משך הכהונה על מידת עצמאותו של דירקטור אינה חד משמעית. מחד, הגבלת תקופת כהונתו או הגבלה של מספר הקדנציות עלולה לפגום במוטיבציה של דירקטור בביצוע שינויים מהותיים לקראת תום כהונתו או לזהירות יתר וחוסר נכונות ללקיחת סיכונים מחושבים, אשר לעתים מחויבים במציאות העסקית של החברה. מנגד, קיים החשש כי מינוי לתקופה ארוכה עלול לגרום לדירקטור להיות "מקורב מדי" לחברה ולבעלי השליטה ולייצר הזדהות אישית, באופן שיפגע ביכולת הבקרה והעצמאות שלו.

1.7.2. תיקון מספר 16 לחוק החברות קובע כי 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 ככזה.

1.7.3. בחברות דואליות שהתאגדו בחו"ל, נבחן כל מקרה של הארכת כהונת דירקטור בלתי תלוי גם מעל 9 שנים לגופו של עניין.

#### 1.8. דירקטוריון מדורג

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

1.8.2. במנגנון זה יש כדי להקשות על השתלטות עוינת על החברה, זאת בשל חוסר היכולת להחלפת רוב הדירקטורים בתקופת זמן סבירה, המפחית את האטרקטיביות של השתלטות שלא בהסכמה (וזאת במקום בו אין בכוחו של המשתלט לשנות ברוב המצוי בידו את הסעיף בתקנון החברה המסדיר את מנגנון מינוי הדירקטורים).

1.8.3. כמו כן, מנגנון זה אינו מאפשר לבעלי המניות לבחון את תפקודם של הדירקטורים ולחוות את דעתם לגבי נושא זה מידי תקופה סבירה.

1.8.4. במסגרת מדיניות הצבעות Proxy, 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, 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 65% בישיבות הדירקטוריון ובישיבות הוועדות להן מונה בתקופה של לפחות שנתיים שקדמו למועד המינוי, ככל שהדירקטור כיהן בחברה בתקופה זו, כאשר הרף לגבי השתתפות ב- 65% לפחות מהישיבות ייושם בתקופה של שנתיים שקדמה למינוי לגבי כל שנה בנפרד. על אף האמור, במקרים בהם יש הסבר לנוכחות מועטה יותר באורח חד פעמי ויוצא דופן (חופשת לידה, מחלה ומילואים), ניתן יהיה לאשר את החריגה כלא מהותית.

1.9.3. בבחינה של כמות הדירקטוריונים בהם מכהנים דירקטורים בישראל במקביל, עולה כי קיים מספר רב של דירקטורים המכהנים ב- 10 ויותר דירקטוריונים במקביל. זאת, בשונה מהמותר בחברות ממשלתיות שם החוק מגביל ל- 2 דירקטוריונים נוספים בלבד. עליית המדרגה ברגולציה שנועדה להגן על החברות מפני כשלים אפשריים והמורכבות העסקית הקיימת בסביבה בה פועלות החברות, הגבירה באופן מהותי את כמות המשאבים שנדרש דירקטור להשקיע בעבודתו כדירקטור. מגמה זו ניכרת גם בארה"ב שם חלה הגבלה מהותית על כהונה במקביל של דירקטור משנת 2008 ועד היום. בסקר שנעשה על חברות S&P500 בשנת 2013 נמצא שברוב המוחלט (76%) של החברות קיימת הגבלה על מספר הדירקטוריונים שדירקטור יכול לכהן בהם במקביל (הגבלה פנימית של החברות עצמן). אחוז זה גדל ביחס לשנת 2008 בה עמד על 56% ועל 27% בשנת 2006. 73% מהחברות מגבילות את מספר הדירקטוריונים במקביל ל 3-4. עבור דירקטורים המכהנים בוועדות ביקורת, קיימת הגבלה ב- 44% מהחברות על כהונה במקביל בוועדות ביקורת נוספות. ב- 93% מהן הוגבלה הכהונה לשתי ועדות בלבד. כמות החברות המגבילות כהונה במקביל ביותר מועדת ביקורת אחת יותר הוכפלה מאז שנת 2008.

1.9.4. עד היום המלצנו להגביל את מספר הדירקטוריונים בהם מכהן הדירקטור המוצע ל- 10 דירקטוריונים מהותיים, בשים לב לגודלן ולמורכבות פעילותן של החברות וכן גם לעיסוקיו האחרים של הדירקטור. לאור המורכבות הגדלה בעבודת הדירקטור, לדעתנו נכון להפחית את מספר הדירקטוריונים בהם מכהן דירקטור מוצע ל- 6 דירקטוריונים מהותיים. מגבלה זו תיושם בתוך חצי שנה ממועד פרסום מסמך זה ובתום שנה תישקל הפחתה נוספת. 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.



- 1.9.5. דרישה למינוי של לפחות שליש דירקטורים בלתי תלויים (בהתבסס על הגדרתם בחוק החברות) מתוך כלל הדירקטורים בדירקטוריון, בחברות עם מוטת שליטה.
- 1.9.6. דרישה למינוי של לפחות 50% דירקטורים בלתי תלויים (בהתבסס על הגדרתם בחוק החברות) מתוך כלל הדירקטורים בדירקטוריון, בחברות ללא מוטת שליטה.
- 1.9.7. דירקטור בלתי תלוי המכהן כיו"ר דירקטוריון, לא ייספר במניין הדירקטורים הבלתי תלויים, לעניין סעיפים 1.9.4 ו-1.9.5.
- 1.9.8. דירקטורים לא יכהנו בתפקידים נוספים בחברה או בחברות קשורות לה, לרבות כיועצים לחברה או לחברות קשורות אליה, העלולים לגרום להם להימצא בניגוד עניינים.
- 1.9.9. כאמור בסעיף 1.8 לעיל, אנו ממליצים להתנגד 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.
- 1.9.10. אנו ממליצים להתנגד למינוי המנכ"ל, או מי מהכפופים למנכ"ל, 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 של עד שנתיים.
- 1.9.11. אנו ממליצים לתמוך במינוי המנכ"ל כדירקטור בחברה וזאת מהנימוקים הבאים, למעט מצבים בהם המנכ"ל הינו בעל השליטה בחברה מנכ"ל שאינו דירקטור עלול באופן אירוני להתחמק מאחריות משפטית לפעולה שהוא הביא לאישור הדירקטוריון מאחר שאין לו מעמד רשמי באישור שלה.
- מבחינה ארגונית ראוי לדעתנו שהמנכ"ל העומד בראש ההנהלה המעשית ואשר מטבע הדברים יוזם את מירב הנושאים המובאים לאישור דירקטוריון (להוציא את סוגית הבקרה על תפקוד ההנהלה המעשית אשר צריכים להתבצע באופן תקופתי ללא נוכחות המנכ"ל), יהיה גם זה שייקח חלק בהחלטה המתקבלת בדירקטוריון.
- היעדרות של המנכ"ל מהדירקטוריון עלול לגרום להזרה, לאי הבנה ולחיסוכים מיותרים בין הדירקטוריון להנהלה.
- הכללה של המנכ"ל כדירקטור תתרום גם לגילוי היקף ומבנה התגמול שלו גם בחברות דואליות, מגמה שאנו כאמור מעודדים.
- 1.9.12. אנו ממליצים להתנגד למינויים של נושאי משרה או מנהלים אחרים הכפופים למנכ"ל כדירקטורים בחברה. על אף האמור, בחברות קטנות (שווי שוק של עד 50 מליון ש"ח) נסכים למינוי של נושא משרה כדירקטור (ללא תגמול נוסף), ובלבד שיש לו זיקה לבעל השליטה.
- 1.9.13. פיטוריו של דירקטור חיצוני ייבחנו בהתאם לקבוע בחוק החברות.



## 2. מדיניות בנושא תגמול בכירים

תיקון מספר 16 לחוק החברות מחייב חברות ציבוריות להביא כל הסכם הכולל תגמול לבעל השליטה וקרובו לאישור האסיפה הכללית ברב מיוחד. ההסכם טעון אישור מחדש כל שלוש שנים. בנוסף, מחייב תיקון מס' 20 לחוק החברות, אשר נכנס לתוקף ב- 12 בדצמבר 2012 (להלן "תיקון מס' 20" או "התיקון" וכן "מועד תחולת התיקון", בהתאמה), להביא לאישור האסיפה הכללית ברוב מיוחד גם את מדיניות תגמול הבכירים של החברה ואת תגמול המנכ"ל.

למדיניות התגמול של נושאי משרה בכירים בחברה עשויה להיות השפעה לא מבוטלת על מידת מחויבותם לחברה ולהצלחתה, על נכונותם לחשוף את החברה לסיכונים כלשהם וכן על האופן שבו יבחרו להתוות את מדיניות החברה ויישומה בפועל. אופן ומבנה התגמול אמור להוות כלי מרכזי בתמרוץ נושאי משרה לטובת קידום והשגת יעדי החברה. חוסר איזון בין הענקת "פרס" עבור עמידה ביעדים קצרי טווח הנובעים לעתים מלקיחת סיכונים לא סבירים, לבין "קנס" (או יותר נכון "חוסר קנס") על ביצועים כושלים, הינו להערכתנו לא סביר ומאוזן ועלול כאמור לגרום ללקיחת סיכונים מיותרים. אנו סבורים, כי נושא זה מחייב כיום תשומת לב מרבית מצד בעלי המניות. מאחר שמדובר במשאבים העצמאיים של החברה, על תמהיל חבילת התגמול להתחשב ביכולותיה של החברה, מצבה הכספי והתחייבויותיה.

תיקון מס' 20 לחוק החברות (להלן "התיקון") מחייב את החברות הציבוריות לגבש מדיניות תגמול לבכירים שתאושר באסיפה הכללית במנגנון של Say on Pay, לאחר שאושרה ע"י ועדת התגמול והדירקטוריון. במידה והאסיפה תתנגד למדיניות, הרי שההחלטה 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) 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.

בהתאם לקבוע בתיקון, יתכן שבמהלך תקופת אישור מדיניות התגמול תידרשנה החברות להתקשר עם נושאי משרה עוד בטרם נוסח ואושר מסמך מדיניות. במצב הזה, עסקאות אלו תאושרנה באופן פרטני. על כן, פרק זה יגדיר בסעיף 2.1.3 את הכללים לגיבוש מדיניות תגמול, ובסעיף 2.1.6 את הכללים לגיבוש הסכם פרטני. יודגש, כי בהתאם לתיקון האמור, התגמול הפרטני אמור להיגזר ממדיניות התגמול ואם הוא חורג ממדיניות התגמול הוא אמור להיבחן פרטנית לפי כל אמות המידה אשר נקבעו בתיקון.

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

יודגש, כי לאור היעדר ניסיון רלוונטי בשוק ההון הישראלי בנושא מדיניות תגמול בכירים וקביעה לראשונה של דרישה חוקית כזו ביחס לכלל החברות הציבוריות בארץ, הרי שצפויה תקופת למידה לגבי היישום הנכון וההולם של התיקון, באופן שיעלה בקנה אחד עם טובת החברה וטובת כלל בעלי מניותיה.

- 2.1 כללי החלטה בנושא גיבוש מדיניות תגמול בכירים
- 2.1.1 חבילות שכר בישראל נבנות בשנים האחרונות בדומה לנהוג בקרב חברות אמריקאיות, במתכונת הכוללת מספר רכיבים, לרבות שכר בסיס או דמי יעוץ, מענק כספי ו/או מענק מבוסס הון, הפרשות סוציאליות, החזקת רכב והוצאות שונות. בחברות אחזקה מועברים דמי ניהול המחושבים לרוב כאחוז מהרווחים ומביאים בחשבון את מרכיבי השכר השונים. אנו נבחן את המרכיבים השונים לפרטיהם.
- 2.1.2 התקשרות חברה ציבורית עם "בעל השליטה" בה (מי שבידו הכוח לכוון את פעילות התאגיד; מי שמחזיק ב- 25% או יותר מזכויות ההצבעה) או עם קרובו, אם הוא גם נושא משרה בה – באשר לתנאי כהונתו והעסקתו, ואם הוא עובד החברה ואינו נושא משרה בה – באשר להעסקתו בחברה – טעונים אישורים אלה ובסדר הבא: (1) ועדת הביקורת/ועדת התגמול, (2) הדירקטוריון, (3) האסיפה הכללית.
- במניין קולות הרוב באסיפה הכללית ייכללו לפחות מחצית מכלל קולות בעלי המניות שאינם בעלי עניין אישי באישור העסקה המשתתפים באסיפה, או שסך המתנגדים לא יעלה על 2% מכלל זכויות ההצבעה.
- בהקשר זה של תגמול בעלי שליטה, אנו סבורים כי קיימת חובה לנקוט משנה זהירות והקפדה יתרה באישור ההתקשרות, בשל החשש כי בדרך זו יתועלו רווחי החברה לבעלי השליטה מבלי לשתף את ציבור בעלי המניות.
- באשר לבכירים שאינם דירקטורים ואינם מנכ"ל, לא קיימת דרישה בחוק להביא את תגמולם לאישור האסיפה הכללית במידה והוא עולה בקנה אחד עם מדיניות התגמול אשר אושרה כדין, אך קיימות דרישות נוספות לאור הוראות התיקון, המחייבות עמידה בכללי מדיניות התגמול של החברה, אשר צריכה לקבל את אישור האסיפה. בנוסף לכך, מחייב חוק ניירות ערך את גילוי התגמול של כל אחד מחמשת בעלי התגמולים הגבוהים ביותר מבין נושאי המשרה הבכירה בתאגיד או בתאגיד שבשליטתו, וכן כל אחד משלושת נושאי המשרה הבכירה בעלי התגמולים הגבוהים ביותר בתאגיד עצמו (אם לא נמנה בין חמשת נושאי המשרה הבכירה כאמור). גילוי זה מופיע בדוח התקופתי של החברה המובא לדיון בפני האסיפה הכללית של בעלי המניות. בעלי המניות יכולים בשלב הזה להעלות השגות והערות לגבי התגמול או במסגרת האסיפה הכללית שמטרתה אישור מדיניות התגמול.
- התיקון מחייב כי החברות תימנענה מהצעות תגמול שמהותן תשלום מופרז שאינו מבוסס יעדים, ושיפעלו לביסוס מדיניות התגמול על עקרונות של השאת ערכה של החברה בטווח הבינוני והארוך. כמו כן, נדרש מהחברות לחשוף באופן שקוף וקל להבנה וזאת באמצעות דיווח פומבי, את עקרונותיה של מדיניות התגמול, תוך התייחסות לשלבים בקבלת ההחלטה. בהקשר זה, 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. תיקון 20 קובע את הנושאים אשר יכללו במסגרת מדיניות התגמול:

2.1.3.1. השיקולים המנחים בגיבוש מדיניות התגמול הינם:

- קידום מטרות החברה, תכנית העבודה שלה ומדיניותה בראייה ארוכת טווח. יצירת תמריצים ראויים בהתחשב במדיניות ניהול הסיכונים שלה, גודל החברה ואופי פעילותה.
- בקביעת רכיבים משתנים יש לכלול התייחסות לתרומתו האישית של נושא המשרה להשגת יעדי החברה והשאת רווחיה בראייה ארוכת טווח ובהתאם לתפקידו.

2.1.3.2. נושאים שחובה להתייחס אליהם במסגרת מדיניות התגמול:

- לגבי נושא המשרה – השכלה, כישורים, מומחיות, הישגים (בתפקיד קיים או קודם), תפקיד, תחומי אחריות, בחינת הסכמי שכר קודמים באמצעות מדידה של התפתחות חבילת התגמול ביחס לביצועים אישיים מדידים.
- נדרש לספק גילוי לגבי היחס בין תנאי הכהונה של נושא המשרה ביחס לעובדי החברה כולל עובדי קבלן, לנמק מדוע היחס ראוי ולבחון השלכות אפשריות על יחסי העבודה בחברה.
- במידה ותנאי הכהונה כוללים רכיבים משתנים – נדרש להתייחס למצבים בהם הדירקטוריון יחליט על הפחתה כמדיניות (למשל במידה ושיעור הרווחיות יפחת מסף מסוים, או במצב של חוסר שביעות רצון מתפקוד נושא המשרה).
- התייחסות לאפשרות לקביעת תקרה לשווי מימוש של רכיבים הוניים שאינם משולמים במזומן. לאור הקושי הטכני ליישם תקרה כזו, נושא זה דורש התייחסות אך לא חובה.
- התייחסות למידתיות ורציונאליות בשיקולים למתן מענקי פרישה – מהו פרק הזמן המינימאלי לכהונה שלאחריה ישולם מענק, מה היו ביצועי החברה בתקופת הכהונה, עד כמה נושא המשרה תרם להם ומהן נסיבות הפרישה.

2.1.3.3. הוראות שחובה לקבוע במסגרת מדיניות התגמול:

- ביסוס הרכיבים על ביצועים בראייה ארוכת טווח, בהתאם לקריטריונים מדידים. חלק לא מהותי מהרכיבים יכול להיות מוגדר כלא מדיד.
- הגדרת היחס בין הרכיבים המשתנים לקבועים.
- קביעת תקרה לשווי הרכיבים ההוניים המשולמים במזומן (למשל פאנטום).
- תניה לגבי החזר תשלומים בגין רכיבים משתנים, ככל שאלה שולמו, על בסיס נתונים שגויים או שבוצעה הצגה מחדש בדוחות הכספיים.

2.1.4. המדיניות תכלול התייחסות לגבי הרף העליון של תקציב החברה, המיועד לתגמול בכיריה ביחס לרווח הנקי שלה, יעדי ביצוע מדידים ושקופים על פיהם נקבע התגמול, התייחסות לביצועי הענף או מדד הייחוס בהתחשב ביעדי הביצוע שנקבעו.

2.1.5. 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.

- 2.1.6. בחינה של הסכמי תגמול פרטניים בהיעדר מדיניות תגמול או בחריגה ממנה:  
 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) ונחווה דעתנו באשר לפער, אם קיים, ביחס לקבוצת ההתייחסות. בנוסף, אנו נדרג את קבוצת ההשוואה בשני ממדים, האחד הוא גובה חבילת התגמול ביחס לקבוצת ההתייחסות 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.
- בהתאם לתפיסת עולמנו, העדר הלימה בין גובה והתפתחות התגמול לביצועי החברה במבחנים הללו, תחייב התאמה של התגמול מבחינת המבנה וההיקף בכדי לשפרו. יודגש כי בעוד חריגה מהמקובל בענף היא טעם להתנגד לתגמול, קביעת תגמול לפי המקובל בענף אינה מבטיחה תמיכה בתגמול, שכן ייתכן שרמת התגמול בענף גבוהה מדי, או שהקשר בין תגמול לביצועים המקובל בענף רופף מדי.
- 2.1.7. אנו סבורים כי הסכם העסקה עם נושא משרה ראוי שיבוא לבחינה ולאישור של בעלי המניות טרם מועד תחילת העסקתו ולא בדיעבד.
- 2.1.8. נוסחת התגמול צריכה להיקבע מראש, לא להשתנות בדיעבד ולא להשאיר שיקול דעת משמעותי ביישום התגמול לדירקטוריון, למעט הפחתה בהיקף התגמול.
- 2.1.9. חבילת התגמול צריכה להיות פשוטה. חבילות מסובכות ומרובות רכיבים הן מרשם לתוצאות בלתי צפויות.
- 2.1.10. יש להתייחס בזהירות לתשלומים דחויים (כמו הטבות לאחר פרישה), שעלולים להסוות את גובה התגמול.
- 2.1.11. 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).
- 2.1.12. 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.
- 2.1.13. 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 נמליץ 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 לפרט לפי תקנה 21 לתקנות הדוחות, במועד בו הגישה את הדוח התקופתי האחרון, וכן;

ב. תפרט בזימון לאסיפה 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. 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.

גישתנו תהיה להמליץ להתנגד 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. היות ותיקון 20 לחוק החברות הגדיר כי על החברה להתייחס במדיניות התגמול לאופן קביעת השכר, ביישום הנוכחי של התיקון, רוב החברות נקטו בגישה של קביעת תקרות שכר או טווח שכר, כאשר חלקן נקט בגישה של מיקום יחסי בהשוואה לקבוצות השוואה (בנצי'מרק). במקרה של שימוש בקבוצת השוואה נמליץ כי החברה תתייחס גם לקשר בין רמות התגמול הכוללות בפועל הנהוגות אצלה לבין ביצועיה ביחס לחברות שבקבוצת ההשוואה. ככל שהחברה בוחרת לקבוע תקרה או טווח, אנו נמליץ שהתקרה שנקבעה לא תעלה על 20% ביחס לרמות השכר הקיימות בחברה.

2.2.2. אנו ממליצים להתנגד להסכם התקשרות עם נושא משרה בכירה, לתקופה העולה על שלוש שנים.

2.2.3. אנו ממליצים להתנגד 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.

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

2.2.5. אנו נמליץ להתנגד להצמדה אוטומטית של השכר השוטף, למעט הצמדה למדד.

2.2.6. 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.

2.2.7. אנו ממליצים להתנגד להגדלת הפיצויים בסמוך למועד הפרישה וכן לתשלום עבור אי-תחרות לאחר פרישה.

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, במקרים מסוימים ובפרט ככל שמדובר על נושא משרה שהינו בעל שליטה 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 לבדד 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. אנו ניתן דגש לנושא זה בהסכמי תגמול פרטניים וככל שמדובר בנושא משרה שהינו בעל שליטה.

2.3.5. לאור 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" 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. במקרים חריגים בהם קיים קושי לחברה לקבוע תנאי סף כמותי ואפקטיבי ניתן יהיה לפרט את היעדים הכמותיים במסגרת תקנה 21 בדוחות הכספיים ואת מידת העמידה בהם לצד הפירוט בדבר תשלומי מענקים בפועל.

2.3.6. להלן ראייתנו בנושא היבטי הדיווח הכספי הנדרשים בעניין תשלום המענק בדוחות הכספיים השנתיים. לאור העובדה שלעיתים 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:

2.3.6.1. בפרטים המובאים בדוח התקופתי בהתאם לתקנה 21 בתקנות ניירות ערך (דוחות תקופתיים ומידיים), התש"ל-1970, ייכלל, 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, 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.

2.3.6.2. 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.

2.3.6.3. 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 נתייחס לכל סוג תגמול הוני כתגמול משתנה בהתאם לשווי החשבונאי (ומשכך, כפוף למגבלות רק מדיניות התגמול הכוללת).
- 2.4.7. קריטריונים בקביעת תגמול הוני:
- 2.4.7.1. מגדל תתנגד למתן אופציות "בתוך הכסף".
- 2.4.7.2. אנו ממליצים להתנגד להענקת אופציות/מניות במתכונת של "גלולת רעל".
- 2.4.7.3. אנו ממליצים להתנגד למנגנון אוטומטי המאפשר האצה מידית של תנאי מענק הוני למעט במקרים של החלפת שליטה. במקרים מסוימים כדוגמת החלפת שליטה, נשקול תמיכה בהאצה חלקית של תנאי מענק הוני, ובלבד שלא מדובר בנושא משרה שהינו בעל שליטה.
- 2.4.7.4. הענקת אופציות בחברה קשורה תיבחן בהתאם למידת המעורבות של נושא המשרה בעסקיה של החברה הקשורה.



- 2.5. שכר דירקטורים ודח"צים 2.5
- 2.5.1. אנו ממליצים להתנגד לתמחור מחדש של אופציות עבור דירקטורים ונושאי משרה בכירים.
- 2.5.2. היות ומבנה השליטה בתאגידי 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 ממליצים לתמוך במתן שכר לדירקטורים רגילים ולדירקטורים חיצוניים, במסגרת הסכום הקבוע כמופיע בתקנות החברות לעניין שכר דירקטורים חיצוניים בחברות וכן בהיקפים גבוהים יותר בין היתר גם בהתאם לכללי גמול יחסי ככל שמדובר בדירקטור מקצועי או מומחה בעל תרומה ייחודית לחברה. גישה זו מתיישבת עם גישתנו המתוארת בסעיף 1.9.3 להפחתת הכהונה במקביל של דירקטורים והצורך לפצות אותם באופן הוגן עבור כהונתם ככל שיידרשו לצמצם כהונות במקביל.
- 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. בבקשות להענקת מענקים מבוססי מניות עבור דירקטור חיצוני אנו נבחן כל מקרה לגופו.
- 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 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.
- 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 המיוחדות 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 היו מאז ומתמיד 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.

חוק ני"ע קובע חובת דיווח לציבור על עסקאות מהותיות ובכך ניתנת אינפורמציה חשובה לבעלי המניות, אשר יוכלו לדון בנושא באסיפת בעלי המניות.

במקרה שהמיזוג נעשה עם חברה שלבעל השליטה יש בה אינטרס, קובע החוק כי עסקה חריגה של חברה ציבורית עם בעל השליטה בה, או עסקה חריגה של חברה ציבורית עם אדם אחר שלבעל השליטה יש בה עניין אישי, לרבות הצעה פרטית שלבעל השליטה יש בה עניין אישי, מחייבים אישור בסדר הבא:

- א. ועדת ביקורת
- ב. דירקטוריון
- ג. אסיפה כללית

באסיפה הכללית נדרש כי במניין קולות הרוב יכללו לפחות חצי מכלל בעלי המניות שאינם בעלי עניין אישי באישור העסקה המשתתפים בהצבעה.

- כל מקרה כזה 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.

- 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. זאת בדגש מיוחד בעסקאות למחיקת ממסחר של חברות ציבוריות המבוצעות בדרך של מיזוג משולש הופכי.

- אנו ניתן דעתנו לתשלומים והוצאות שכר הכרוכים בעסקה ובהעברת השליטה.

### 4. עסקאות בעלי עניין

ככלל, עסקאות עם בעלי עניין 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 עסקות 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 שציינו, 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 שנקטו כדי לבחון חלופות אחרות לעסקה בשוק ואת הדרך בה נהגה החברה בחלופות שהוצעו על ידי צדדים שלישיים. בהיעדר פירוט כזה, נמליץ להתנגד 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.

#### כללים לבחינת עסקות בעלי עניין:

- 4.1. תיקון מס' 16 לחוק החברות משנת 2011 העלה את דרישת הרוב מקרב הציבור הנדרש לאישור עסקאות בעלי שליטה באסיפה הכללית. כיום נדרש כי במניין קולות הרוב באסיפה הכללית ייכללו לפחות רוב מכלל קולות בעלי המניות שאינם בעלי עניין אישי באישור העסקה המשתתפים באסיפה, או שקולות המתנגדים לא יעלו על 2% מכלל הקולות. כמו כן, החוק קובע כי אישור עסקאות עם בעלי שליטה יהיה לתקופה שלא תעלה על 3 שנים.
- 4.2. 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).
- 4.3. 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 עם בעל השליטה. הוועדה תהיה חופשית לבחור לה יועצים ומומחים אשר אינם מייעצים לחברה או לבעל השליטה בדרך כלל או בעסקה הנדונה, ותיעזר רק ביועצים ובמומחים שבחרה כאמור. בסוף ההליך, הוועדה תחליט אם לתמוך בעסקה. במסגרת ניהול המו"מ והליך הבחינה ע"י הוועדה, אין מקום להסתכמות על משא ומתן שנוהל על ידי הנהלת החברה ולא לחוות דעת שהוזמנו על ידי הנהלת החברה או על ידי יועציה המשפטיים.
- 4.4. במקרים ובהם העסקה אינה בתחום המיומנות שלנו או במידה ולאור בחינת מסמכי העסקה יעלה הצורך לקבל חוות דעת נוספת ממומחה חיצוני או במידה ומדובר בהמלצות לגבי לקוחות מהותיים של אנטרופי מחקר, אנו נפעל למנות מומחה חיצוני שיספק חוות דעת בלתי תלויה לטובת בעלי מניות המיעוט לגבי העסקה האמורה.

ליועץ תהא היכולת לחלוק על עמדת המומחה החיצוני במקרים בהם תגיע למסקנה כי המלצתו אינה עומדת בקנה אחד עם מדיניות אנטרופי ו/או עם טובת לקוחותיה וזאת תוך הצגת עבודת המומחה החיצוני ללקוחותיה בעלי המניות תוך שקיפות מלאה. בכל מקרה,

המימון למומחה החיצוני יתקבל מהחברה מראש ויועבר על ידינו למומחה החיצוני בסיום עבודתו. אנו נמליץ להתנגד לעסקה שבה החברה תסרב למינוי מומחה חיצוני כאמור ולבקשתנו.

4.5 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, הרי שתבוצע על ידינו בחינה ביתר קפדנות. במידה והאינטרס ההוני זהה הרי שהבחינה הראשונית, תהא פשוטה יותר לאור העובדה שהחשש לניצול מבנה השליטה לרעת בעלי מניות המיעוט, פוחת.

4.6 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.

4.7 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.

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

4.9 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, שכדי 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, שייעדו ממנה נציגי בעל השליטה ושיתאפשר לה להשתמש במומחים וביועצים שאינם תלויים בבעל השליטה. בית המשפט הדגיש את חשיבות השקיפות בנוגע לתהליך קבלת החלטות ואת הליך סינון ההצעות אשר יובאו בסופו של דבר לאישורה של האסיפה הכללית.

4.10. דרישה דומה קיימת בפסיקה האמריקאית ביחס לכל עסקה או החלטה מהותית שלבעל השליטה עניין בה, ולא רק בעסקת מיזוג. פסיקה זו אינה מסתפקת בקיומו של משא ומתן, אלא בוחנת בקפידה מי כיהן בוועדה הבלתי תלויה, כיצד בחרה הוועדה את יועציה, כיצד ניהלו הוועדה ויועציה את המשא והמתן ומה השיגו בו עבור בעלי מניות המיעוט.

4.11. בסוגים מסוימים של עסקאות לא נסתפק בגילוי הצעדים שנקטו 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 ועל כן, נעקוב מקרוב אחר הדרך שבה יישמו ועדות ביקורת את ההוראות החדשות ונגבש מדיניות לגבי הדרך הראויה בעינינו ליישומן.

## 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 וכיוצ"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, 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.

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:

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

5.4.4.2. 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).

5.4.4.3. סכום הדיבידנד המחולק בפועל צריך להיות קטן מהסכום העומד במבחן הרווח, אם בסכום העומד במבחן הרווח נכללו שערוכים מהותיים. לעניין זה, המונח "שערורך" 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 מהשערורך הוא פחות ודאי, סכום הדיבידנד המחולק בפועל צריך להיות קטן יותר. מידת הוודאות של תזרים המזומנים המשתמע משערורך 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 השערורך (שווי הוגן, שווי בר-השבה, שער מטבע, מדד, אינדקס וכו'); ו-
- ג. העוצמה האפשרית של שינוי הפוך בבסיס אשר לפיו נעשה השערורך. 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.

5.4.4.4. 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).

5.4.4.5. העיקרון הוא שככל שחלוקת הרווחים האמורים תוך זמן קצר על ידי החברות המוחזקות היא פחות ודאית, סכום הדיבידנד המחולק בפועל צריך להיות קטן יותר.

5.4.4.6. 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.

5.4.4.7. 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. גלולת רעל

- גלולת 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 גלולת 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 ממליצים לתמוך במנגנונים שאינם מעכבים או מונעים החלפת שליטה וסבורים כי בכל מקרה של ניסיון החלפת שליטה בחברה ציבורית יש להתחשב ברצונם של כלל 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

בשנים האחרונות אנו עדים לגל של הסדרי חוב, בין היתר בשל שימוש במינוף מוגבר על מנת לרכוש נכסים. תהליך זה מלווה בירידה של שווי נכסים ובטוחות ומותיר חברות מנפיקות רבות במצב של היעדר יכולת למחזור חוב/קבלת מימון חדש או פירעון חוב קיים. החוב המונפק סופג הפחתה משמעותית באיכותו, הרעה ביחסי הון ובאמות מידה פיננסיות ובעיקר פגיעה מהותית ביכולת ההחזר.

לנוכח האמור, חברות מנפיקות רבות מבקשות לבצע ארגון מחדש של חובותיהן באופן שיאפשר להן מרווח זמן פיננסי, שעיקרו פריסת תשלומים למועדים עתידיים ו/או הכנסת שינויים נוספים בתנאי האג"ח, במטרה למנוע את פירוק החברה עקב הפרות מהותיות של ההתחייבויות כמפורט.

כל הסדר חוב שמובא לאישורם של מחזיקי התעודות, משמעותו הראשונית הינה ביצוע שינויים בתנאי שטר הנאמנות. הרוב הדרוש באישור שינויים אלה נקבע בהתאם לקבוע בשטר הנאמנות. במקום בו אושר הסדר חוב לפי סעיף 350 לחוק החברות (פשרה והסדר), יידרש אישור של בית משפט לאחר אישור באסיפות סוג.

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:



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.
- 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 נמליץ למחזיקים להתנגד להחלטות בכל אסיפת אג"ח אשר תותיר פרק זמן לקבלת החלטות הנמוך מ- 9 ימי עסקים.

#### 8. 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.

#### 9. 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.

- התקשרות בכיסוי ביטוח – אנו בדעה כי יש להעניק כיסוי ביטוחי לנושאי המשרה בחברה, מאחר ומדובר ברובד ראשוני במסגרת 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 – מתן פטור לנושאי משרה מחובת הזהירות צריך לחול תוך בחינת כל נושא לגופו ומתוך הבנה כי הגבלת מתן הפטור ראויה במיוחד במקרים בהם נדרשת נקיטת זהירות מוגברת כמו למשל עסקאות המתבצעות ברף גבוה של ניגודי עניינים. המצב כיום הינו כזה כי הפטור גורף את מכלול המצבים האפשריים בנושא של הפרת חובת הזהירות וכן ניתן מראש, אינו בהכרח עולה בקנה אחד עם טובת כלל בעלי המניות בחברה. על כן מגדל תתמוך במתן פטור לכל נושאי המשרה, לרבות בעלי שליטה וקרוביהם, בתנאי שייכתב בתקנון ובכלל כתבי הפטור של החברה לדירקטורים ונושאי המשרה בה, כי הפטור שניתן אינו חל על החלטה או עסקה שלבעל השליטה או לנושא משרה כלשהו בחברה (גם נושא משרה אחר מזה שעבורו מוצא מוענק כתב הפטור) יש בה עניין אישי. מדיניות זו כפופה להפעלת שיקול דעת בכל מקרה לגופו. בין היתר, מגדל תתנגד למתן פטור גם בנסיבות המתוארות לעיל, אם בשלוש השנים האחרונות יינתן פסק דין חלוט בתובענה ייצוגית או בתביעה נגזרת, לפי העניין, נגד בעל השליטה בחברה או נגד נושאי משרה בה, שעניינה הפרת חובת הגינות, הפרת חובת אמונים או קיפוח בעלי מניות המיעוט.

#### 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.

- בעקבות שערוריות חשבונאיות בעולם, הופנו חיצונית ביקורת גם לאחריותם של רואי החשבון. במסגרת החקיקה בארה"ב, נקבעו הסדרים שתכליתם להבטיח את אי תלותם של רואי החשבון, ובכללם: גילוי בדבר שכר טרחה, הגבלת שירותים נלווים, קיום רוטציה בין שותפי הביקורת, קביעת שירותים שעל רואה החשבון להימנע מלתת לחברה וכיוצ"ב.

- הצדדים העיקריים הזקוקים לעבודת רואה החשבון המבקר הינם בעלי הזכויות בחברה, במיוחד אלה מהציבור. מטרת העבודה של רואה החשבון המבקר הינה הבטחת איכות הדיווח הכספי. לכן, במסגרת רצוננו לחזק ולייצב את מעמד רואה החשבון המבקר ואת אי תלותו, נבחן סט של היבטים במטרה לאפשר לאסיפה הכללית למנות את רואה

- החשבון המבקר בצורה איכותית, בדגש על אי תלות ומניעת ניגודי עניינים. האסיפה הכללית תבחן את מינויו של רואה החשבון המבקר תוך התייחסות להיבטים הבאים:
- א. רמת הכשירות והמקצועיות
  - ב. אי תלות ומניעת ניגוד עניינים בין תפקידו של רואה החשבון המבקר בחברה לבין קשרים נוספים שלו עם בעלי מניות/נושאי משרה
  - ג. היקף השכר
  - ד. היחס בין השכר בגין שירותי ביקורת לבין השכר עבור שירותים אחרים, תוך שימת לב למהות השירותים האחרים
  - ה. 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:
- א. התהליכים שביצעה ועדת הביקורת בבחינת היקף העבודה והשכר הראוי לרואה החשבון המבקר.
  - ב. 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.
  - ג. 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).
  - ד. באיזו מידה הנהלת החברה (לרבות המנכ"ל ומנהל הכספים/רכש) הייתה מעורבת בקביעת שכר הטרחה.

#### **11. אישור רטרואקטיבי של עסקאות**

אנו נמליץ להתנגד לאישור רטרואקטיבי של עסקאות או של הסכמים שאושרו בהליך לא תקין בעבר ע"י החברה ומובאות בדיעבד לאישור האסיפה הכללית למעט בנסיבות בהן הבקשה הינה מטעם בית משפט ולאחר שהוגשה הצעת פשרה בין הצדדים.

#### **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 נמליץ להתנגד 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 נמליץ על אפשרות 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, תתבצע 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-F-20 שהינו הדו"ח השנתי, (ב) דו"ח ה-K-6 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-K-10 (דוח שנתי) ודו"ח ה-Q-10 (דוח רבעוני). ההשוואה לדוחות המוגשים על ידי החברות המקומיות בארה"ב נועדה למנוע פגיעה במשקיעים בכל הקשור לרמת הגילוי, השקיפות ואופן ההצגה הנדרשים. על אף האמור, לאור המלצת אנטרופי ומתוך מגמה להקל על חברות קטנות, ככל שהחברה הדואלית היא חברה קטנה (שווי שוק של עד 50 מליון ש"ח), והיא חברה מוטת מו"פ, נסכים לדיווח לפי הרשות המקלה.
- כמו כן, 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.

### 13. נושאים מנהלתיים

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. להלן מספר סעיפים מנהלתיים עיקריים: שינוי שם חברה, הקצאת כספי חברה לצדקה וכיוצא ב.