



**מדיניות הצבעה**  
**חברת עמדה מחקר כלכלי בע"מ**  
**2025-2026**

## רקע

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

## כללי

1. ההצעות המובאות לעיונם של בעלי המניות צריכות להיות ברורות ואינפורמטיביות ושאינן כוללות ניסוחים מעורפלים.
2. ככלל יש לדרוש כי הצעות המובאות לבחינת בעלי המניות לא יהיו קשורות ו/או מותנות זו בזו.
3. הצהרות מומחים – אנו נבקש גילוי בדבר תלות ו/או קשר עסקי של המומחה בבעלי השליטה בחברה או במי מטעמם, במישרין או בעקיפין.
4. דו שיח שוטף וקיום פגישות עם החברות הציבוריות, אך לא עם נשוא העסקה, וזאת לאחר קיום דיון בנושאים המובאים לסדר היום של האסיפה, באורגנים של החברה על פי חוק.
5. בחינת המסמכים שעמדו בפני הדירקטוריון, לרבות חוות דעת הוגנות, ופרטים בדבר אופן הליך קבלת ההחלטות.
6. מידע עודף צריך להיות מובא לכלל בעלי המניות של החברה ומפורסם באופן פומבי.
7. עסקאות צריכות לבוא לאישור בעלי המניות מראש ולא בדיעבד (ראו להלן התייחסות).
8. רמת הדיווח והפירוט של הדוחות הכספיים לבעלי המניות, בחברות בעלות רישום כפול (דואליות) וכן בחינת איכות הדיווח לעניין תגמול נושאי המשרה (תקנה 21).
9. ככל שמדובר בחברה שזכאית להקלות מכוח הדין (ובכלל זה תקנות), אנו ניקח זאת בחשבון במסגרת מתן המלצה.
10. אנו נחיל את מדיניותנו גם בקשר לחברות הכפופות לדין זר, וזאת ככל שהדבר אינו עומד בניגוד לדין המחייב את החברה בהתאם למקום רישומה. במקרים יוצאי דופן, אי-דרישה לעמידה במדיניות תתאפשר רק לאחר בחינה כי קיים מנגנון חלופי ראוי או כי קיימות נסיבות המצדיקות זאת, בשים לב לאופי פעילות החברה.
11. אנו נחיל את מדיניותנו גם באשר לשותפויות ציבוריות בהתאמות הנדרשות.
12. המלצות חברת עמדה הינן תומכות החלטה ואינן באות להחליף שיקול דעת של הגוף המוסדי.

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

## **מבנה השוק בארץ ורגולציה**

המשק הישראלי מאופיין במבנה בעלות ריכוזי, הבא לידי ביטוי בכך שבמרבית החברות הנסחרות בבורסה קיים בעל מניות עיקרי. בנוסף רווחת במשק הישראלי תופעה של קבוצות עסקיות אשר באמצעות מבנה אחזקות פירמידאלי שולטות על מספר חברות ציבוריות. הממצאים בספרות מצביעים שבעוד שהיתרונות הגלומים בקבוצות עסקיות הולכים ונעלמים ככל שהמשק מפותח, הרי שהחסרונות הרבים המלווים ומאפיינים את פעילותן של הקבוצות העסקיות נותרים בעינם, וזאת ביחס ישר לגודלן של הקבוצות ומורכבותן. חוק החברות וועדות רגולטוריות שונות החל מוועדת חמדני, דרך ועדת גושן ותיקוני חוק החברות כוללים הסדרים מפורטים ועדכניים לגבי החלת הוראות ממשל תאגידי החל על חברות ועל גופים מוסדיים. בין היתר קובע חוק החברות הסדרים שנועדו להתמודד עם בעיית הנציג שנוצרת כתוצאה מההפרדה בין השליטה בחברה לבין הבעלות בה. במהלך השנים תוקן חוק החברות בתיקון מקיף (16, 18 ו- 20) וכמו כן, פורסם על ידי רשות ניירות הערך שאלון ממשל תאגידי מחייב, מתוך מטרה לשפר את מנגנוני הממשל התאגידי בחברות ציבוריות, בשים לב למבנה השליטה הקיים בישראל ולעקרונות הנהוגים בתחום זה בעולם.

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

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

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

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

#### **חוק שכר בכירים** – קובע את מגבלות השכר בתאגידים פיננסיים

(1) התקשרות של תאגיד פיננסי עם נושא משרה בכירה או עובד בתאגיד הפיננסי, במישרין או בעקיפין, באשר לתנאי כהונתו או העסקתו, הכוללת מתן תגמול שההוצאה החזויה בשלו, כפי שחושבה למועד האישור בהתאם לכללי החשבונאות המקובלים, צפויה לעלות על שני מיליון וחצי שקלים חדשים בשנה, טעונה אישור של אלה, בסדר הזה:

(a) ועדת התגמול של התאגיד הפיננסי, ובהיעדר ועדת תגמול – ועדת הביקורת של התאגיד הפיננסי אם קיימת ועדה כאמור;

(b) דירקטוריון התאגיד הפיננסי, ובתאגיד פיננסי שחלה לגביו חובה למנות דירקטורים חיצוניים או דירקטורים בלתי תלויים – גם אישור של רוב הדירקטורים החיצוניים או הבלתי תלויים, לפי העניין;

(c) בתאגיד פיננסי שהוא חברה ציבורית כהגדרתה בחוק החברות – אישור האסיפה הכללית בהתאם להוראות סעיף 267 א (ב) לחוק האמור, בשינויים המחויבים.

(2) לא תאושר התקשרות כאמור, אלא אם כן היחס שבין ההוצאה החזויה, לפי עלות משרה מלאה, בשל התגמול האמור לבין ההוצאה בשל התגמול הנמוך ביותר, לפי עלות משרה מלאה, ששילם התאגיד הפיננסי, במישרין או בעקיפין, לעובד התאגיד, לרבות עובד של קבלן כוח אדם שהתאגיד הפיננסי הוא המעסיק בפועל שלו, ועובד של קבלן שירות המועסק במתן שירות אצל התאגיד הפיננסי, בשנה שקדמה למועד ההתקשרות, קטן מ-35.

(3) עוד נקבע כי תקרת השכר שתזכה את החברה בניכוי הוצאות שכר לצורך תשלומי המס תעמוד על 2.5 מיליון ₪ בשנה.

## אחריות תאגידית

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

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

עקרונות אלו באים לידי ביטוי בהיבטים הבאים:

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

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

## דירקטוריון

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

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

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

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

### **ועדת הביקורת**

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

### **ועדת תגמול**

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

### **דירקטור חיצוני ובלתי תלוי**

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

### **תיקון 16 לחוק החברות:**

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

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

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

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

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

### מינוי יו"ר כמנכ"ל

חוק החברות קובע כי ככלל, בחברה ציבורית תהא הפרדה בין יו"ר הדירקטוריון למנהל הכללי של החברה. התכלית בבסיס החוק, היא יצירת חיץ בין הגורם המתווה מדיניות והמפקח, שהוא הדירקטוריון ושבראשו יו"ר הדירקטוריון, לבין הגורם המבצע שבראשו המנהל הכללי, וזאת כדי שהפיקוח יהא אפקטיבי.

על מנת להגביר את הפיקוח של הדירקטוריון על ניהולה של החברה, הורחב בתיקון 16 לחוק החברות, האיסור על כהונתו של יו"ר דירקטוריון כמנכ"ל ללא אישור מיוחד של האסיפה הכללית גם על קרובי משפחה, והוסף האיסור על מי שכפוף למנכ"ל לשמש כיו"ר הדירקטוריון.

### דירקטורים בגוף פיננסי – המלצות ועדת הריכוזיות

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

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

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

## קריטריונים בנושא מינוי דירקטורים והרכב הדירקטוריון

1. כשירות וכישורי הדירקטור, לרבות בחינת הצהרת הדירקטור אודות כישוריו והיכולת להקדיש את הזמן הראוי לתפקיד, ניגודי עניינים ובחינת תלותו בחברה כמקובל בחוק.
2. חברות צריכות לחפש דירקטור שיכול להוסיף ערך לדירקטוריון באמצעות מיומנויות, מומחיות וניסיון רלוונטי.
3. אנו נמליץ לתמוך במינוי מספר רב ככל האפשר של דירקטורים בלתי תלויים בנוסף לדירקטורים החיצוניים בחברה. דרישה מינימאלית של מספר הדירקטורים הבלתי תלויים המכהנים בדירקטוריון, תחול בשים לב למבנה הבעלות בחברה, כדלקמן:
  - 3.1 בחברה בה יש בעל שליטה ו/או היתר שליטה, לפחות שליש מהדירקטורים יהיו בלתי תלויים.
  - 3.2 בחברה ללא בעל שליטה, ו/או היתר שליטה לפחות מחצית הדירקטורים יהיו בלתי תלויים.
4. דירקטורים שאינם יכולים להשתתף באופן שוטף בישיבות ועדה ודירקטוריון ייתכן שלא יוכלו לשרת ביעילות את האינטרסים של בעלי המניות. בהתאם לכך, אנו נבחן הגבלת מספר הדירקטורים בהם מכהן הדירקטור, בשים לב לזיקתו לחברה (האם הינו בעל שליטה), עיסוקיו האחרים, לרבות בחינת יתר החברות בהן הוא מכהן כדירקטור, אופי פעילותו ומורכבותו.
5. גילוי הניתן על ידי החברה אודות מעורבות העבר של הדירקטור בישיבות הדירקטוריון ובוועדות בהן הוא חבר. בין השאר ייבחן שיעור השתתפות מינימאלי של 75% מישיבות הדירקטוריון והוועדות.
6. גודלו המכסימלי של הדירקטוריון, בשים לב למבנה הבעלות בחברה, גודל דירקטוריון מקובל בשוק, מורכבות ואופי פעילות החברה.
7. קיום בחירות שנתיות למינוי הדירקטורים, בשים לב למבנה הדירקטוריון והבעלות בחברה, לעניין זה, ככלל נתנגד למנגנון של דירקטוריון מדורג וכן למינוי דירקטורים במסגרתו, למעט ככל שנדרש על פי דין.
8. כהונת בני משפחה – ככלל נמליץ להתנגד למינוי דירקטורים שהינם קרובי משפחתו של בעל השליטה, ככל שסך הדירקטורים שהינם קרובי משפחה של בעל השליטה מונה מעל שליש מסך הדירקטורים המכהנים בדירקטוריון, כולל בעל השליטה עצמו, בשים לב להרכב הדירקטוריון ומספר הדירקטורים.
9. אנו ממליצים להתנגד למינוי המנכ"ל, או מי מהכפופים אליו, או מי מקרוביו, כיו"ר הדירקטוריון.
10. ככלל התנגדות למינויו של מנכ"ל החברה ונושאי משרה הכפופים לו כדירקטורים בחברה. עם זאת, במקרים חריגים, נשקול תמיכה בכהונה של מנכ"ל החברה כדירקטור במקרים בהם יוצג ערך מוסף מהותי בהקשר של קידום הפעילות העסקית ובפרט כאשר המנכ"ל הינו בעל שליטה בחברה, בכפוף לקיומם של מנגנוני בקרה מאזנים בדירקטוריון.
11. דירקטוריון החברה צריך להיות קשוב לבעלי המניות, בעיקר בכל הנוגע להצעות של בעלי המניות שהתקבלו ברוב קולות והצעות שהציעו בעלי המניות.
12. לכל דירקטור לרבות יו"ר דירקטוריון החברה יהיה "כסא אחד" זכות הצבעה אחת.

13. בחינת היסטוריה של עסקות עם ניגודי עניינים, לרבות פגיעה חוזרת ונשנית בזכויות בעלי מניות המיעוט.
14. בחינה של קיומם של כללי חשבונאות לוקים בחברה ושיטות תגמול בעייתיות.
15. דירקטור בלתי תלוי המכהן כיו"ר דירקטוריון, לא ייספר במניין הדירקטורים הבלתי תלויים.
16. בחינה זהירה למינוי דירקטור בתאגיד פיננסי, המכהן כדירקטור בתאגיד ריאלי.
17. בחינה אם המינוי מבוצע באמצעות הליך איתור בלתי תלוי ומוסדר. במסגרת זו אנו נבחן, בין היתר, אם הדירקטור מוצע על ידי וועדת איתור בלתי תלויה מטעם החברה או על ידי גוף מוסדי כלשהו.

### **קריטריונים בנושא גמול דירקטורים**

- בחוק החברות אין כל הוראה בדבר גמול לדירקטור רגיל בחברה. החוק מתייחס אך ורק לגמול והחזר הוצאות לדירקטור חיצוני, וזאת בהתאם להוראות שנקבעו בתקנות החברות ובהתאם לדרגה שבה מסווגת החברה, כנגזרת של הונה העצמי.
- סכום הגמול יהיה זהה לכל הדירקטורים החיצוניים, אולם, לדירקטור חיצוני מומחה יכול שיינתן סכום גבוה מן הסכום הניתן לדירקטור חיצוני שאינו דירקטור חיצוני מומחה.
- מלבד הגמול כאמור, רשאית החברה להעניק לדירקטור חיצוני גמול באמצעות ניירות ערך, אשר יוענקו במסגרת תכנית תגמול הכוללת גם את כל הדירקטורים, שהם דירקטורים אחרים בחברה.
1. אנו ממליצים לתמוך במתן שכר לדירקטורים, במסגרת הסכום הקבוע בתקנות החברות לעניין שכר דירקטורים חיצוניים בחברות.
  2. הענקת שכר הגבוה מהסכום הקבוע בתקנות, עבור דירקטור שאינו חיצוני, תיבחן בהתאם לתרומתו לקידום ענייני החברה ובשים לב לעקרונות תגמול נושאי משרה בחברה.
  3. ככלל, אנו סבורים שיש להימנע ממתן תגמול הוני לדירקטורים בלתי תלויים ודירקטורים חיצוניים. יחד עם זאת, אנו נבחן תגמול זה בהתחשב בשיקולים הבאים: היקף והגבלת התמורה, תנאי תוכנית האופציות ותמהיל בין גמול הוני לגמול כספי.

## מדיניות תגמול נושאי משרה

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

### **תיקון 20 לחוק החברות**

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

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

### **חוק שכר בכירים**

- 1) לא תאושר התקשרות כאמור, אלא אם כן היחס שבין ההוצאה החזויה, לפי עלות משרה מלאה, בשל התגמול האמור לבין ההוצאה בשל התגמול הנמוך ביותר, לפי עלות משרה מלאה, ששילם התאגיד הפיננסי, במישרין או בעקיפין, לעובד התאגיד, לרבות עובד של קבלן כוח אדם שהתאגיד הפיננסי הוא המעסיק בפועל שלו, ועובד של קבלן שירות המועסק במתן שירות אצל התאגיד הפיננסי, בשנה שקדמה למועד ההתקשרות, קטן מ-35.
- 2) עוד נקבע כי תקרת השכר שתזכה את החברה בניכוי הוצאות שכר לצורך תשלומי המס תעמוד על 2.5 מיליון ₪ בשנה.

## **בהתאם למגמות בעולם עולה כי קיימים מספר עקרונות שמשקיעים מצפים מתאגידי לבדוק בגיבוש וניהול מדיניות תגמול:**

1. מדיניות תגמול מוצהרת, עם דגש על ערך לטווח ארוך, אשר תיקח בחשבון, בין השאר, את הקשר בין שכר לביצועים, תמהיל בין שכר קבוע ומשתנה, יעדי ביצוע ותכנית מבוססת הון.
2. מדיניות תגמול השוללת פיצוי בגין או במקרים של כישלונות. עיקרון זה מתייחס להתאמה של חוזים ארוכים או בלתי מוגבלים, חבילות פיצויים מוגזמות וכיוצ"ב.
3. ועדת תגמול עצמאית ואפקטיבית: עיקרון זה מקדם פיקוח על מדיניות התגמול של החברה, על ידי דירקטורים בלתי תלויים בעלי כישורים מתאימים, ידע, ניסיון, ותהליך ראוי לקבלת החלטות.
4. מניעת שכר שאינו הולם לדירקטורים בלתי תלויים וחיצוניים, על מנת שהאינטרסים שלהם לא יושפעו.
5. בחינת נוהגי תשלום בעייתיים בחברה, ובכלל זה:
  - 5.1 תמריצים שעשויים להניע לנטילת סיכונים מופרזת.
  - 5.2 אפשרויות לביצוע back dating, לרבות מנגנוני תמחור מחדש (re pricing) אוטומטיים בתוכניות מבוססות הון.
  - 5.3 בונוסים מובטחים שנתיים, לרבות מדדי ביצועים ישימים למדי או שאינם מאתגרים, בתוכניות קצרות או ארוכות טווח.

## קווים מנחים בקביעת מדיניות תגמול ואישור שכר בכירים

### מדיניות שכר - כללי

1. השכלתו, כישוריו, מומחיותו והישגיו של נושא המשרה.
2. הסכמי תגמול קודמים שנחתמו עם נושא המשרה ו/או נושאי משרה דומים.
3. תקופת הסכם התקשרות עם נושא משרה בכירה לא תעלה על שלוש שנים, בשים לב למערכת תגמול הביצועים ותקופת התגמול ההוני.
4. בחינת נימוקי הדירקטוריון ועבודות יעוץ חיצוניות ששימשו את החברה.
5. שקיפות מלאה אודות מערכת התגמול והקריטריונים הספציפיים העומדים בבסיסה.
6. ככלל, ולמעט במקרים נדירים אשר יאושרו כקבוע בהוראות הדין, בעלי השליטה ו/או קרוביהם לא יכהנו כנושאי משרה בכירים בחברה, מלבד כהונתם כדירקטורים.
7. בחינת מבנה השכר בחברה שהיא חלק מקבוצה עסקית הבנויה בצורת פירמידה. במקרה זה לבעל השליטה פוחת האינטרס הוני לפקח בצורה מיטבית על מדיניות השכר וגדל הפוטנציאל למתן שכר מופרז לשם הגברת התלות של המנהל בבעל השליטה, על חשבון יתר בעלי המניות.
8. יש להימנע מהענקת שכר פיזי בדמות של "מצנח זהב", למעט בגין זמן סביר להודעה מוקדמת (וכיצ"ב) של עד כשישה חודשים. זאת בנוסף למענק פרישה ו/או מענק הסתגלות אשר לא יעלו יחד על שישה חודשי שכר או כאשר ההענקת היא בגין התחייבות סבירה להימנעות מתחרות, כאשר הנסיבות הספציפיות מצדיקות זאת, בשים לב:
  - 8.1 תשלומים לא מידתיים כתוצאה מהעברת שליטה, מיזוג וכד'.
  - 8.2 האצה של תוכנית מבוססת הון או הענקת בונסים למרות אי עמידה במדדי ביצוע.
  - 8.3 פיצויי פיטורים מוגזמים ומענקי פרישה.
  - 8.4 בחינה של הסכם אי תחרות, נחיצותו, תנאי אישורו והיקפו.

### מדיניות שכר – מבנה והשוואה

1. בחינת היחס בין רכיבי השכר הקבועים, המשתנים וההוניים בשים לב למערכת התגמול הכוללת. במסגרת הבחינה תינתן התייחסות לנושאים הבאים: האם השכר סביר ביחס לפעילות החברה, [תרומתו של נושא המשרה לתאגיד. כמו כן, תבוצע בחינה והשוואה של מערכת התגמול ביחס למקובל בשוק למשרה מקבילה בחברות ציבוריות דומות.
  2. מבחני רגישות לפרמטרים השונים בתוכנית, בשים לב לתוצאות עבר של החברה והשוק.
  3. בחינת קבוצת השוואה (Peer Group) - מידת התיאום בין החברה ודרגת השכר הכוללת של נושא המשרה בקבוצת השוואה. וכן הסכמי תגמול קודמים שנחתמו עם נושא המשרה ו/או נושאי משרה דומים. בחינה זו תהווה אינדיקציה ראשונית בלבד לסף העליון של התגמול הפוטנציאלי.
- בחינת מערכת השכר הכוללת של נושא המשרה, בשים לב לתוצאותיה הכספיות של החברה, סוג פעילותה (תפעולית, אחזקה, נדל"ן וכד'), פרמטרים פיננסיים ותפעוליים, תשואות שוק רלוונטיות ומדדי שייכות, ביחס לקבוצת השוואה רלוונטית ועמיתים. הבחינה תהא מבוססת על מדד יחוס הכולל חברות רלוונטיות ככל הניתן, בעלות אופי והיקפי פעילות הדומים לחברה.

### תגמול שאינו מבוסס יעדים (תגמול קבוע)

ככלל, אנו סבורים כי נכון ועלות השכר החדשית (לרבות תנאים נלווים ורכיבים קבועים אחרים) של נושאי המשרה הבכירה לא תעלה על סך של 150,000 ₪. עלות שכר מעבר לסכום האמור, תיבחן בשים לב למדיניות השכר ומאפייניה הייחודיים של החברה.

מענק חתימה שאינו מותנה יעדים - יחושב כחלק מהרכיב הקבוע של נושא המשרה, בעלות הכוללת של תכנית התגמול

נושאי משרה בחברות פיננסיות ייבחנו בהתאם להוראות חוק שכר בכירים והגבלות הרגולטוריות הרלוונטיות.

### תגמול מבוסס יעדים

1. נושאי משרה בכירים שאינם "שומרי סף" (במיוחד אך לא רק המנכ"ל) הינם שותפים מלאים של בעלי המניות. בהתאם יש לקשור את החלק הארי של מבנה התגמול שלהם לביצועי החברה.
2. יש ליצור זיקה בין מרכיב התגמול מבוסס הביצועים לבין איתנותה הפיננסית של החברה בהתאם למבחני החלוקה הקבועים בחוק החברות. קרי, תנאי למענק יהיה יכולת החברה לחלק דיבידנד, בשים לב לאופי פעילות החברה וצרכיה התזרימים.
3. נושאי משרה הנחשבים כ"שומרי הסף" בחברה ובכללם: נושאי המשרה הבכירה בתחום הכספים והייעוץ המשפטי וכן הדירקטורים החיצוניים. בהתאם לכך, יש לבחון ביתר זהירות תגמול מבוסס הון ו/או לתגמול הקשור בתוצאות הכספיות של החברה.
4. ביצועי נושאי משרה ייבחנו בראייה ארוכת טווח והתגמול יהיה מותאם למדיניות ניהול הסיכונים בחברה.
5. על החברה לקבוע מראש שיקולים למתן בונוסים ומענקים כך שיהיו ניתנים למדידה באופן אובייקטיבי.
6. לצורך בחינת התוצאות העסקיות יש לבצע נטרול אירועים חד פעמיים ו/או רווחים חשבונאים שטרם מומשו (ובכללם שערוכים, הכנסה כוללת אחרת וכיוצ"ב).
7. תוכנית מענקים צריכה להיות רב שנתית, לרבות פריסת המענק, כך שתכלול קיזוז של חוסר ביצועים לאורך חיי התוכנית.
8. ככל אנו סבורים כי נכון והמענק השנתי הקבוע יוגבל לגובה של עד עלות 12 משכורות חודשיות. מענק שנתי מעבר לסכום האמור, יבחן בשים לב למדיניות השכר ומאפייניה הייחודיים של החברה.
9. ככלל מענק בשיקול דעת למנכ"ל החברה ויו"ר הדירקטוריון לא יעלה על שיעור של 25% מסך הרכיב המשתנה.
10. מענק בגין תרומה ייחודית של נושא המשרה, לרבות בגין אירועים חד פעמיים, יובאו לאישור פרטני של בעלי המניות או של ועדת התגמול והדירקטוריון – בתלות בסכום המענק וזהות ותפקיד נושא המשרה.
11. בחינה של רכיב השכר המשתנה לביצועים עודפים של נושאי המשרה ביחס לביצועי השוק.

12. החזרת בונוסים (Clawbacks) – לקבוע תניה לפיה החברה רשאית לדרוש מנושא משרה החזרת התגמולים אם הם הוענקו על בסיס מידע בדבר ביצועי החברה שהתברר כמוטעה או במקרה של הפרת חובת אמונים.

### תגמול הוני

1. תגמול הוני נועד ליצור זהות אינטרסים בין נושאי המשרה לבין בעלי המניות והשאת ערך החברה לטווח ארוך.
2. במסגרת בחינת תוכניות תגמול מבוססות מניות לעובדים, אנו נבחן האם התכנית עולה בקנה אחד עם אינטרסים של בעלי המניות לטווח ארוך, כאשר הערכה זו כוללת, אך לא מוגבלת, לגורמים הבאים: היקף ותנאי התגמול ההוני, פוטנציאל דילול מלא של התוכנית, בשים לב לקצב הצמיחה של החברה ומחזור החיים שלה.
3. ככלל, אנו נתנגד להענקת תגמול הוני המשקף הטבה מיידיית, קרי אופציות "בתוך הכסף" ו/או תקופת מימוש מיידיית.
4. מחיר המימוש ייבחן בהתאם לאישור הדירקטוריון והאסיפה הכללית, בשים לב לתנודתיות המניה וחברות השוואה.
5. תקופת ההבשלה (Vesting) תהיה באופן הדרגתי על פני אורך חיי התוכנית ושלא תפחת משלוש שנים ולא פחות משנה עבור המנה הראשונה.
6. בחינה זהירה למתן תגמול הוני לבעלי שליטה בחברה ו/או קרוביהם, בשים לב ליתר הניצעים בתוכנית התגמול ההונית בחברה ובחינת שיעור התגמול ההוני ביחס לתגמול ההוני שהוענק לנושאי משרה מקבילים בחברה.
7. ככלל אנו ממליצים להתנגד לאפשרות של הותרת שיקול הדעת בדבר שינוי תנאי תוכנית האופציות בידי דירקטוריון החברה.
8. בחינה זהירה של מנגנון אוטומטי המאפשר הבשלה של תוכנית האופציות, בהתקיים תנאים של החלפת שליטה, מיזוג וכד', בשים לב לתנאי התוכנית וזהות המוטבים.
9. ככלל אנו נתנגד לשינוי בתנאי תוכנית האופציות (re-pricing), לרבות הפחתת מחיר המימוש וקיצור תקופת ההבשלה, בשים לב לתנאי התוכנית וזהות המוטבים.
10. מניות חסומות – ככלל אנו נמליץ להתנגד להענקת מניות חסומות שאינן מותנות יעדים (רכיב הוני זה בשונה מרכיב האופציה, יש בו בכדי לתגמל את נושאי המשרה החברה גם במצב של ירידה במחיר המניה, היות ואינו מותנה ביעדים אלא בתקופת הקניה בלבד (קרי, תמיד יש שווי כלכלי למניה), בשים לב להיקפה הכספי של התוכנית והתניות רגולטוריות.

## **דיבידנד**

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

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

### **אימוץ כללי החשבונאות הבינלאומיים**

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

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

### **דיבידנד בגין רכישה ממונפת**

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

### מבחנים לחלוקת דיבידנד

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

### הון החברה

#### **מחיקה ממסחר - Going private**

- הגברת רגולציה לצד שוק הון הנעדר היקפי סחירות, נזילות ומקורות גיוס הון וחוב, הובילו לכך שבמהלך השנים 2011-2012 נמחקו ממסחר למעלה מ-100 חברות ציבוריות בדרך של מיזוג, הצעות רכש, פדיון, הפיכה לחברת אג"ח ומעבר לרשימת השימור.
- מחיקת חברה ממסחר מבוצעת בהתאם להסדרים הקבועים בחוק החברות, קרי הצעת רכש מהציבור. יחד עם זאת חברה יכולה לבצע מחיקה ממסחר באמצעות מיזוג משולש הופכי. בעת ביצוע של מחיקת מניה ממסחר, אנו ניתן את הדגש לנושאים הבאים:
1. רציונאל העסקה וחלופות אחרות שבחנה הנהלת החברה.
  2. האם הסיבה בה נקטה החברה בהליך של מיזוג משולש הופכי נובעת מאי יכולת החברה לבצע הצעת רכש מלאה. וכן בחינת ניסיונות היסטוריים של החברה לבצע הצעות רכש.
  3. שווי והיקף העסקה, בשים לב לחוות דעת בדבר הוגנות העסקה, שווי החברה הנוכחי והיסטורי.
  4. בחינת ההליך וניגודי עניינים, לרבות הסוגיה האם כל בעלי המניות יכולים להשתתף בעסקה.
  5. אם החברה השיגה הטבות שמהיותה נסחרת בבורסה, (בדיקה של מחזורי מסחר, נזילות, תנודתיות ועוד).

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

אנו נבחן הקצאות אלה בשים לב לנקודות הבאות:

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

## **הגדלת הון רשום**

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

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

## עסקאות בעלי שליטה

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

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

### **אופן הגילוי**

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

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

### **אופן אישור העסקה**

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

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

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

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

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

**ההסדרים הקבועים בחוק נועדו להתמודד עם בעיית הנציג בין בעלי מניות המיעוט לבין בעל השליטה, בין השאר, באמצעות צמצום כוחו של בעל השליטה לשלוט בחברה באופן בלתי מבוקר, וריסון כוחו להפיק לעצמו טובות הנאה על חשבון ציבור בעלי מניות המיעוט בחברה.**  
**כחלק מכללי ממשל תאגידי, אנו סבורים כי על חברה להימנע מלבצע עסקאות בעלי עניין, והעמדת בעלי השליטה בניגוד עניינים עם פעילות החברה (ראוי היה כי בעל שליטה ירכז את עסקיו הרלוונטיים במסגרת החברה הציבורית ולא לפעול במספר מסגרות מקבילות העלולות להציבו בניגוד עניינים מול החברה).**

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

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

9. מקורות מימון לרכישה או לחילופין שימוש בתמורה שתתקבל, תוך שמירה על איתנות פיננסית ונזילות.
10. בחינת תגובת השוק.
11. ההשפעה על החברה במידה והעסקה לא תושלם.

### **הסכמי ניהול**

- הסכמי ניהול ייבחנו בהתאם לרציונאל העסקי ונחיצותם, שכן אלו עשויים לשמש כתחליף למשיכת רווחים מהחברה על ידי בעל השליטה, בשים לב לנקודות הבאות:
1. שקיפות וגילוי אודות שירותי הניהול המתקבלים, לרבות זהות נותני השירותים והיקף השירותים, בשים לב לנושאי משרה מכהנים בחברה והיקף שכרם.
  2. האם ההסכם נובע מהחלפת השליטה בחברה ו/או כתוצאה מכניסה של משקיעים חדשים לחברה.
  3. הסכמי שכר וניהול קודמים וכמקובל בענף.
  4. בחינת היקפו הכספי של הסכם הניהול לעומת קבלת שירותים זהים מצד שלישי בלתי קשור.
  5. הגבלת תקופת ההתקשרות.
  6. בחינת ההתקשרות, בהתאם למדיניות תגמול נושאי משרה.

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

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

## גלולת רעל

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

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

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

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

## הסדרי חוב ושינוי בתנאי אגרות חוב של החברה

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

בבחינת הסדרי חוב שבוצעו בשנים האחרונות עולות הנקודות הבאות:

1. ההליכים לקראת ביצוע הסדר חוב, נעשים זמן רב לאחר שברור לכל הצדדים הרלוונטיים שהחברה נתונה בקשיים.

2. הליך גיבוש הסדר חוב לא נעשה בצורה מיטבית בין היתר בשל חוסר איזון בין המחזיקים באגרות החוב לבין החברה ולבעלי מניותיה.

3. בעיות נציג וניגודי עניינים הנובעים מהחזקה אפשרית של מחזיקי אגרות החוב בכמה מכשירים הוניים של החברה לרבות: מניות החברה, אגרות החוב מסדרות שונות, מניות של חברות שונות בקבוצה ופיזור רב של מחזיקים.

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

1. בחינת מצבה הפיננסי של החברה, ובפרט את יכולתה לפרוע את חובותיה, ולהמליץ למחזיקים על דרך פעולה מומלצת על ידו בהתאם לבחינה זו.

2. הכנת חוות דעת הכוללת התייחסות, בין השאר, לחלופות הסדר החוב וכדאיותן.

3. בחינת עילת תביעה כנגד החברה, נושאי משרה בה או בעלי מניותיה, בגין פעולות או עסקאות שביצעו, לרבות חלוקת דיבידנד, שפגעו במחזיקי אגרות החוב או ביכולת הפירעון של החברה ומקימות עילות תביעה נגדם.

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

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

1. בחינת השינוי באגרות החוב, לרבות בחינת לוח הסילוקין החדש, בטוחות, ריבית ותשואה נדרשת.

2. יכולת החברה לעמוד בהסדר החוב המוצע.

3. בחינת מעורבות יתר הנושים בהסדר, בשים לב לסדר הנשייה, בטוחות, מח"מ ותרומת בעלי המניות.

4. חיזוק מבנה ההון של החברה, לרבות הזרמות הון מבעל השליטה ו/או הזרמות הון חיצוניות.

5. השתתפות באפסייד עתידי, כגון מניות, אופציות או כל מכשיר הוני אחר.

6. חיזוק בטוחות, שעבודים וחיזוק הממשל תאגידי בחברה.

7. תגובת השוק, עמדת נציגות מחזיקי אגרות החוב, לרבות חוות דעת בלתי תלויה ועמדת המומחה הכלכלי בהתאם לחוק.

8. מאמצי הנהלה לבחון חלופות אחרות, לרבות מכירת החברה ו/או הפעילות לצד ג'.
9. התייחסות לחלופות אחרות להסדר המוצע אשר יכולות להביא להגדלת ערך הנשייה של מחזיקי אגרות החוב שבהסדר ובכלל זה, הערך הצפוי אותו היו מקבלים מחזיקי אגרות החוב במקרה של פירוק.
10. שינוי בשליטה ותרומת בעל השליטה להסדר – במקרים בהם נשאר השליטה בידי בעל השליטה לאחר ההסדר ישנה לבחינה זו חשיבות רבה על מנת שניתן יהיה להבין האם התמורה העניק בעל השליטה להסדר, אם בכלל, שקולה להטבה שקיבל.
11. אי יכולתה של החברה לפרוע את חובותיה יכול להעלות ספקות ביחס להתנהלות החברה בתקופה שקדמה להסדר החוב, ובפרט ביחס למדיניות החלוקה של החברה ואופן אישור וביצוע עסקאות. ביצוע בחינה האם אין בהתנהלותה בתקופה זו כדי להעמיד למחזיקים זכויות תביעה כנגד גורמים נוספים.
12. במקרים רבים כוללים הסדרי חוב מתן פטור מאחריות לנושאי משרה, לבעל השליטה ולבעלי עניין אחרים בחברה. לפטורים אלו ערך כלכלי עבור נושאי המשרה בחברה, ויש לבחון העמדתו בשים לבל לפעילותם טרם הסדר החוב, לרבות בחינת פוליסת ביטוח נושאי משרה. לאור האמור, כל מקרה ייבחן לגופו תוך הפעלת שיקול דעת.
13. ההשפעה של אי הסדר החוב על אפשרויות המשך החברה כעסק חי.
14. הגבלות עתידיות על חלוקת דיבידנד, שכר בכירים, פעילות, מבנה הון וחוב, התניות פיננסיות, עסקאות בעלי שליטה ועוד.

## **תקנו**

- תקנון החברה מסדיר את מערכת היחסים המשפטית בין חברי התאגיד ובינם לבין התאגיד וקובע הוראות ספציפיות וכלליות בהתאם לאופי פעילות החברה.
- בסקירה של תקנון החברה, אנו נבחן האם קיים חשש לפגיעה בבעלי מניות המיעוט, בשים לב לסוגיות הבאות:
1. חוק החברות מאפשר קבלת החלטות בנושאים ספציפיים באמצעות האסיפה הכללית ו/או הדירקטוריון. אנו סבורים כי במקום בו ניתנה האפשרות לקבלת החלטות בידי האסיפה הכללית, יש להתיר סמכות זו בידיה, לרבות, אופן קבלת החלטה בדבר חלוקת דיבידנד.
  2. אנו מתנגדים להפחתת דרישות מניין בישיבות של בעלי המניות וקביעת לוחות זמנים שאינם מאפשרים קיום דיון ענייני בנושאים העולים לאישור האסיפה הכללית.
  3. אנו סבורים כי הרוב הנדרש לשינוי תקנון החברה, הליכי מיזוג, שינוי הון ואירועים מהותיים, הינו רוב מהותי.
  4. אנו נתנגד לשינוי בתקנון שיש בו בכדי לפגוע בזכויותיו של סוג מניות.
  5. בחינת הסדרת ביטוח, שיפוי ופטור לנושא משרה, בהתאם לקריטריונים הקבועים בפרק זה.

## שיפוי, פטור וביטוח נושאי משרה

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

במסגרת האפשרויות השונות ומכשירי ההגנה, ניתן להבחין למעשה בשלושה אמצעים להגנה על נושאי המשרה – ביטוח, שפוי ופטור. לכל אחד מעלותיו וחסרונותיו, כך שלעיתים קרובות נדרשים שילובים בין המכשירים השונים. מתן ביטוח, שפוי ו/או פטור יכול להיעשות אך ורק בכפוף להוראות חוק החברות. הוראות חוק החברות אינן מתירות לחברה להתקשר בחוזה לביטוח אחריותו של נושא משרה, מתן כתב שיפוי נושא משרה, או לפטור נושא משרה מאחריותו כלפי החברה, לרבות בשל המפורט להלן:

1. איסור על מתן פטור בקשר עם הפרת חובת אמונים או הפרת חובת זהירות בחלוקה.
2. הפרת חובת אמונים שנעשתה שלא בתום לב.
3. פעולה מתוך כוונה להפיק רווח אישי שלא כדין.
4. עיצום כספי או כופר שהוטל עליו.

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

### **שיפוי**

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

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

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

## ביטוח

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

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

## פטור

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

1. חברה אינה רשאית לפטור נושא משרה מאחריותו בשל הפרת חובת האמונים כלפיה.
2. חברה רשאית לפטור (לרבות מראש) נושא משרה מאחריותו בשל הפרת חובת הזהירות כלפיה, מלבד מאחריותו כלפיה עקב הפרת חובת הזהירות בחלוקה.

בהתאם לפרקטיקה מקובלת בקרב החברות הציבוריות ולאור התפתחות המשפט בישראל אשר בוחן את הדברים לגופו של עניין וכי עצם קיומו של כתב הפטור אינו מונע הליכים משפטיים והגנה על זכויות בעלי המניות.

אנו נמליץ לתמוך במתן פטור מאחריות לנושאי המשרה ודירקטורים בחברה בשל הפרת חובת הזהירות כלפי החברה, בכפוף לכך שייקבע בתקנון החברה ובכתבי הפטור של כלל נושאי המשרה בחברה כי הפטור אינו חל על החלטה או עסקה שלבעל השליטה בחברה או לנושא משרה כלשהו בחברה עניין אישי בה. בחברות ללא גרעין שליטה נתמוך בהענקת כתבי פטור אף ללא החרגת עסקאות בעלי שליטה בלבד.

## מינוי רואה חשבון מבקר

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

**"פגיעה בעבודת הביקורת וקיומה של תלות, מעבר להיותה הפרה של הוראות דין, מערערת את אמון הציבור בשוק ההון ובהקניית אמינות למידע הפיננסי הניתן במסגרת הדוחות הכספיים".** בהתאם לסקירות ענפיות עולה כי חמשת המשרדים הגדולים בארץ (KPMG, Deloitte, E&Y, PWC ו-BDO) סיפקו שירותי ביקורת למעל מ-80% מהחברות הציבוריות. הפירמות הגדולות חברות ברשת בינלאומית, דבר המאפשר גישה למתודולוגיה וקיום שיתופי פעולה מול יתר הפירמות ברחבי העולם.

מלבד שירותי הביקורת הקלאסיים, מענקים משרדי ראיית החשבון שירותים נוספים, שהעיקרים שבהם: שירותי מס ושירותי ייעוץ. עם זאת, המשרדים מנועים מלהעניק חלק משירותי הייעוץ לחברות אותן הם מבקרות מפאת הגבלת הרגולציה בנושא אי תלות וכן תקנות פנימיות להן המשרדים מחויבים.

### **ריכוזיות רואי החשבון המבקרים בענף הפיננסי**

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

**נספח ב' – להלן סקירה אודות תמצית הוראות רגולטוריות שונות בנושא תגמול במגזר הפיננסי:**

(a) תקנות הפיקוח על שירותים פיננסיים (קופות גמל) – בהתאם לתקנות הפיקוח על שירותים פיננסיים (קופות גמל) (השתתפות חברה מנהלת באסיפה כללית), כפי שעודכנו במהלך חודש יוני 2014. נדרש אישור נציגים חיצוניים לאופן ההצבעה, כדלקמן:

- (i) משקיע מוסדי המחזיק ניירות ערך של תאגיד פיננסי, או של תאגיד השולט בתאגיד פיננסי או של תאגיד בנקאי, ישתתף ויצביע באסיפה הכללית של התאגיד, באופן שיאושר בידי רוב הנציגים החיצוניים בוועדת ההשקעות של המשקיע המוסדי, אם נושא הצעת ההחלטה המובאת לאישור האסיפה הכללית נמנה עם אחד מן הנושאים האלה:
- (1) אישור מדיניות תגמול לפי הוראות סעיף 267א לחוק החברות;
- (2) אישור עסקאות הטעונות אישור של האסיפה הכללית לפי הוראות סעיפים 272(ג), 272(ג1), 273(ב) ו-275 לחוק החברות.

(b) חוזר גופים מוסדיים 31-9-2015 – מדיניות תגמול בגופים מוסדיים – תיקון ביום 07 באוקטובר 2015 פרסם המפקח על שוק ההון הבנקים הוראות בדבר מדיניות תגמול בגופים מוסדיים.

גופים מוסדיים, בהיותם גופים המנהלים כספי ציבור, נדרשים לקיים אמות מידה גבוהות של ממשל תאגידי נאות. בהתאם, גופים מוסדיים כפופים, למסגרת אסדרה קפדנית והדוקה של ממשל תאגידי, הבאה בנוסף לדינים החלים על חברות ציבוריות לפי חוק החברות, התשנ"ט-1999. כחלק מהאסדרה בנושא הממשל התאגידי בגופים מוסדיים, נקבעו בחוזר מספר 2014-9-2 בעניין "מדיניות תגמול בגופים מוסדיים" (להלן: "החוזר") הוראות לעניין מדיניות תגמול של נושאי משרה, בעלי תפקיד מרכזי ועובדים אחרים בגופים מוסדיים. תכליתן של הוראות אלה היא למנוע תמריצים שיעודדו נטילת סיכונים שאינם עקביים עם יעדיו ארוכי הטווח של גוף מוסדי, עם מדיניות ניהול הסיכונים שלו, ועם הצורך בניהול מושכל של כספי חוסכים באמצעותו.

(i) לאור התפתחויות ברגולציה הבינלאומית הנוגעת למדיניות תגמול ביום 11 ביולי 2019 פורסם חוזר מתוקן בעניין התגמול (חוזר 2019-9-6) אשר קבע, בין היתר, עולה צורך לעדכן את הוראות החוזר כדלקמן: דירקטור, לרבות יושב ראש הדירקטוריון, יקבל רק רכיב קבוע בשל כהונתו בגוף המוסדי ולא יקבל רכיב משתנה בשל כהונתו זו.

(ii) תגמול של דירקטור שאינו דירקטור חיצוני, דירקטור בלתי תלוי או יושב ראש דירקטוריון, ייקבע בהתאם להוראות לעניין תגמול דירקטור חיצוני בגוף מוסדי (חוזר תגמול דח"צ"ם).

(iii) תגמול יושב ראש דירקטוריון ייקבע בהתחשב בתגמול דירקטור חיצוני בגוף מוסדי, בהיקף המשרה שלו ובהתייחס לשיקולים שונים כמפורט בחוזר.

נקבע כי במדיניות התגמול, תיקבע תניה שלפיה בעל תפקיד מרכזי יחזיר לגוף מוסדי, סכומים ששולמו לו כרכיב משתנה, במסגרת תנאי כהונתו (להלן: "השבה"), וזאת בתנאים שייקבעו, ובהתקיימותן של נסיבות חריגות במיוחד, כאשר על הגוף המוסדי לקבוע את התנאים והנסיבות להשבה כאמור. נקבע כי סכומים ששולמו לבעל תפקיד מרכזי יהיו ברי השבה למשך תקופה של חמש שנים ממועד הענקת הרכיב המשתנה, לרבות לגבי רכיבים נדחים ואולם, תקופת ההשבה לגבי רכיב משתנה ששולם לנושא משרה כהגדרתו בחוק

החברות, תוארך בשנתיים נוספות, אם במהלך תקופת ההשבה קבעה ועדת תגמול כי התקיימו נסיבות המחייבות השבה, כמפורט להלן: (1) הגוף המוסדי פתח בהליך בירור פנימי לגבי כשל מהותי; או (2) אם נודע לגוף המוסדי שרשות מוסמכת, לרבות רשות מוסמכת מחוץ לישראל, פתחה בהליך בירור מנהלי או חקירה פלילית כנגד הגוף המוסדי או נושאי משרה בו.

התיקון לחוזר קבע תנאים למענקי חתימה ולמענקי שימור למי שהינו בעל תפקיד מפתח אך לא נושא משרה וכן קבע הקלות בסעיפי דחיית/פריסת תגמול וכן במשקל ביעדים בלתי מדידים עבור פונקציות בקרה.

(c) חוזר הפיקוח על הבנקים בדבר מדיניות תגמול בתאגיד בנקאי – ביום 13 באוגוסט 2015 פרסם

המפקח על הבנקים הוראות בדבר מדיניות תגמול בתאגיד בנקאי (A301) הפיקוח על הבנקים מציין כי בעקבות ניסיון שנצבר מאז פרסום הוראת ניהול בנקאי תקין מס' A301 בנושא מדיניות תגמול בתאגיד בנקאי, ובהתאם להנחיות של רשויות פיקוח בעולם, עלה הצורך לעדכן את הדרישות בהוראה. להלן תמצית עיקרי התיקונים להוראה:

(i) **השבת תגמולים משתנים ששולמו לעובד מרכזי** – תיכלל דרישה שמדיניות והסכמי התגמול של תאגיד בנקאי יכללו התניה שכל תגמול משתנה שיוענק וישולם יהיה בר-השבה מעובד מרכזי, בהתקיימותם של הקריטריונים להשבה.

(ii) **תגמול יושב ראש הדירקטוריון וחברי הדירקטוריון האחרים, יתווסף סעיף 13 הקובע:**  
(1) חברי הדירקטוריון של תאגיד בנקאי, לרבות יושב ראש הדירקטוריון יקבלו תגמול קבוע בלבד.

(2) גובה התגמול הקבוע של יו"ר הדירקטוריון ייקבע ביחס לאופן התגמול של יתר חברי הדירקטוריון בתאגיד הבנקאי, ובהתחשב בין היתר בגודלו של התאגיד הבנקאי ובמורכבות פעילויותיו, וכן בהתחשב בהיקף המשרה. למרות האמור לעיל, התאגיד הבנקאי רשאי לשלם ליושב הראש תנאים סוציאליים והוצאות נלוות בהתאם לנהוג בתנאי ההעסקה של כלל נושאי המשרה בתאגיד הבנקאי, כהגדרת "נושא משרה" בחוק החברות.

(3) תגמול כל הדירקטורים בתאגיד הבנקאי, למעט יושב ראש הדירקטוריון, ייקבע באופן זהה ובהתאם לאופן קביעת גמול דירקטור חיצוני על פי תקנות החברות.

מטרת התיקון היא לבדל את יו"ר הדירקטוריון מהנהלת הגוף המפוקח ובכך לחזק את מעמדו כגורם מוביל בדירקטוריון בהתוויית האסטרטגיה של התאגיד הבנקאי ואישור מדיניות התאגיד הבנקאי, לצד תפקידו כגורם בקרה. בנוסף, צפויה הדרישה לחזק את עצמאות הדירקטוריון בקבלת החלטות בנושא תגמול נושאי משרה.

(iii) **הנחיות נוספות בנוגע לתגמול**

(1) כל תאגיד בקבוצה הבנקאית נדרש לשאת בעלויות נושא המשרה הבכירה שלו.

(2) ייאסר על עובד מרכזי לקבל תגמול בכל צורה שהיא ישירות מבעלי השליטה בתאגיד, מקרוביהם או מתאגידים בשליטת גורמים אלו. ההנחיה לא תחול על דירקטור שאינו חיצוני, אך תחול על יושב ראש הדירקטוריון.

**(iv) הוראות מעבר - הדרישות להוראה יחולו כמפורט להלן:**

- (1) הסכם תגמול שאושר מיום פרסום חוזר זה ואילך, לרבות הארכה או שינוי של הסכם תגמול קיים - החל מיום פרסום חוזר זה.
  - (2) לעניין זה, "שינוי של הסכם תגמול קיים", למעט שינוי טכני במהותו, שאינו כרוך בשינוי מהותי של סכום התגמול שמתקבל על פי ההסכם או מנגנון התגמול.
  - (3) הסכם תגמול שאושר לפני מועד פרסום חוזר זה, לא יאוחר מיום 31.12.2017.
  - (4) הדרישות לפי חוזר זה לא יחולו על זכויות שנצברו עד יום פרסום חוזר זה.
- (d) חוק שכר בכירים – ביום 23.03.2016, אושרה הצעת חוק תגמול לנושאי משרה בתאגידים פיננסיים-

(i) התקשרות של תאגיד פיננסי עם נושא משרה בכירה או עובד בתאגיד הפיננסי, במישרין או בעקיפין, באשר לתנאי כהונתו או העסקתו, הכוללת מתן תגמול שהוצאה החזויה בשלו, כפי שחושבה למועד האישור בהתאם לכללי החשבונאות המקובלים, צפויה לעלות על שני מיליון וחצי שקלים חדשים בשנה, טעונה אישור של אלה, בסדר הזה:

(1) ועדת התגמול של התאגיד הפיננסי, ובהיעדר ועדת תגמול – ועדת הביקורת של התאגיד הפיננסי אם קיימת ועדה כאמור;

(2) דירקטוריון התאגיד הפיננסי, ובתאגיד פיננסי שחלה לגביו חובה למנות דירקטורים חיצוניים או דירקטורים בלתי תלויים – גם אישור של רוב הדירקטורים החיצוניים או הבלתי תלויים, לפי העניין;

(3) בתאגיד פיננסי שהוא חברה ציבורית כהגדרתה בחוק החברות – אישור האסיפה הכללית בהתאם להוראות סעיף 267 א (ב) לחוק האמור, בשינויים המחויבים.

(ii) לא תאושר התקשרות כאמור, אלא אם כן היחס שבין ההוצאה החזויה, לפי עלות משרה מלאה, בשל התגמול האמור לבין ההוצאה בשל התגמול הנמוך ביותר, לפי עלות משרה מלאה, ששילם התאגיד הפיננסי, במישרין או בעקיפין, לעובד התאגיד, לרבות עובד של קבלן כוח אדם שהתאגיד הפיננסי הוא המעסיק בפועל שלו, ועובד של קבלן שירות המועסק במתן שירות אצל התאגיד הפיננסי, בשנה שקדמה למועד ההתקשרות, קטן מ-35.

(iii) עוד נקבע כי תקרת השכר שתזכה את החברה בניכוי הוצאות שכר לצורך תשלומי המס תעמוד על 2.5 מיליון ₪ בשנה.

(iv) על בכירים שחזי ההתקשרות עימם יחתמו מעתה והלאה, החוק יחול מיידית עם פרסום החוק ואילו על בכירים שכבר מועסקים ע"י החברות, החוק יחול חצי שנה מיום פרסום החוק על-מנת לאפשר לחברות להיערך ליישומו.

## **נספח ג' – מדיניות ניגוד עניינים:**

חברת עמדה מחקר כלכלי בע"מ ("החברה") מצהירה, כי לקוחות החברה יהיו גופים מוסדיים בלבד וכי אינה מספקת שירותים מכל סוג שהוא לתאגידים מדווחים. בהקשר זה יובהר כי העמדת שירותים מסוג השירותים הניתנים ללקוחות החברה לגופים מוסדיים ו/או קרנות נאמנות ו/או חברות ניהול תיקים נוספים/אחרים, אינה מהווה ניגוד עניינים. כמו כן אין באמור לעיל כדי למנוע מהחברה לפנות ולקבל מידע, בכתב או בעל פה, מתאגידים מדווחים כאמור באופן הנדרש לדעת החברה לצורך גיבוש המלצתה.

המדיניות כאמור לעיל מבטלת כל חשש לניגוד עניינים או לפוטנציאל של ניגוד עניינים. יחד עם זאת, ככל שיעלה חשש לפוטנציאל לניגוד עניינים החברה תציין במפורש ובכתב בראש ההמלצה את טיב הקשרים וכן כי תפעל בהתאם למדיניות ההצבעה הסדורה של עמדה.

לאור האמור לעיל ובכפוף לו, תכלול כל המלצה שתוצא ע"י החברה את האישור הבא:  
"חברת עמדה מחקר כלכלי בע"מ מצהירה בזאת, כי לא קיים ניגוד עניינים ו/או חשש לניגוד עניינים כאמור בין חברת עמדה מחקר כלכלי בע"מ לבין החברה עורכת האסיפה הכללית ו/או מי מטעם החברה לרבות חברות קשורות לחברה כאמור (כולל חברות בנות ו/או חברות האם ו/או בעלות השליטה ככל שקיימות) בקשר עם מסמך זה בכלל והמלצת ההצבעה בפרט, לרבות בהתייחס למתן שירותים נוספים ו/או התקשרויות בין הצדדים. ככל שיחול מקרה כאמור יינתן גילוי נאות מלא עם פירוט טיב הקשרים בראשית מסמך זה בצורה בולטת וברורה".