

ראשים מדברים

תובנות מהשטח: כך מתנהלים
הדירקטורים בישראל בעידן החדש



ההתפתחויות בשוק ההון: אתה יודע יותר!

סדרת סקירות
מיוחדת של
גלובס מחקרים
בשיתוף PwC Israel



מסביב לעולם: כך תכירו
לעומק, את הכלכלה העולמית
המתחדשת



פנסיה: כיצד לקרוא נכון את
סיפור פרישתכם



העולם הבא: המשבר מאץ
שינויים דרמטיים בכלכלה
הגלובלית



מחוץ למטבע: מציאות משתנה
בשוק המט"ח



סיכון מחושב: שינויים באפיקי
ההשקעה של המוסדיים
בעקבות המשבר



השקעה ישראלית: מי אתם
המשקיעים הפיננסיים
הפרטיים?



www.globes.co.il/research

תוכן

תמצית מנהלים	4
ברכות, הצטרפות לדירקטוריון פרק 1	6
הדיווח הכספי פרק 2	14
עסקאות מול בעל שליטה, דיבידנד והפחתת הון פרק 3	18
ניהול סיכונים פרק 4	24
אסטרטגיה ותוכניות עבודה פרק 5	30

חוקר: אבי טמקין

יועצת מחקרית: הילי קריזלר, מנהלת בכירה, ראש תחום תגמול וממשל תאגידי, קבוצת הייעוץ PwC Israel

עורך: גיל שלמה

גרפיקה: רונן משי, מיכל אלנקוה

עריכה לשונית: איילה זמרוני

אינפוגרפיקס: מיטל תיתן בן-יפת

תמונה: shutterstock

מנהל יצור: עמי אוחנה

סמנכ"ל מכירות מנויים ופיתוח עסקי: שמוליק קלמי

PwC Israel: ענבל אורבך-גמליאל, ראש מחלקת שיווק ופיתוח עסקי

PwC Israel: טל יעקובי-קונפיו, מנהלת השיווק

הסקירה נועדה למסירת מידע בלבד ואין לראות בתוכנה משום מתן ייעוץ או חו"ד מקצועית.

אנשים רבים הקדישו לא מעט זמן לשיחות עמנו בחיפוש אחרי תשובות לשאלות אשר היו, לא פעם, מורכבות. לכל אחד ואחת אנו חבים תודה על המאמץ והנכונות לתרום מזמנם ומניסיונם בתחום אשר מתאפיין בשינויים מהירים מאוד.

תודה מיוחדת שמורה לקבוצה של דירקטורים, נושאי משרה ויועצים עמם קיימנו שיחה ממושכת, ובכמה מקרים אף יותר משיחה אחת. אלה ענו באריכות על שאלות מפורטות בנושאים שונים, וכולם תרמו להבנת נושא הממשל התאגידי בישראל.

עם זאת, האחריות על הכתוב בסקירה מוטלת על כותביה בלבד.

ראשית נודה לחברינו-שותפינו מ-PwC Israel: **יוסי פלוס**, שותף, ראש קבוצת הייעוץ; **אסף שמר**, שותף, ראש קבוצת הביקורת.

מרים אילני, הממונה על חקיקה כלכלית במחלקת ייעוץ וחקיקה (כלכלי-פיסקאלי) במשרד המשפטים; **יעקב אלינב**, דירקטור חברות ציבוריות; **אבי אלקינד**, דירקטור חברות ציבוריות; **דוד ברודט**, יו"ר בנק לאומי לישראל; **מאיר בראון**, דירקטור חברות ציבוריות; **אייל בן שלוש**, דירקטור חברות ציבוריות.

פרופ' **זהר גושן**, לשעבר יו"ר רשות ניירות ערך; עו"ד **שרית גילת**; **ארז יוגודמן**, נשיא ומנהל כללי מכתשים אגן תעשיות בע"מ; עו"ד **יעקב חודק**; פרופ' **אסף חמדני**, האוניברסיטה העברית; עו"ד **מוטי ימין**, יועץ בכיר ליו"ר רשות ניירות ערך; עו"ד **מיכל ארלוזורוב**, יועצת משפטית, ממונה על ממשל תאגידי, מכתשים אגן תעשיות בע"מ.

אבי ליכט, המשנה ליועץ המשפטי לממשלה לעניינים כלכליים; **מומו מהדב**, מנכ"ל "מעלה"

שלמה מעוז, דירקטור בחברות ציבוריות; **איילת נחמיאס ורבין**, דירקטורית בחברות ציבוריות; עו"ד **אייל ניגר**, מנהל המכון הישראלי לממשל תאגידי; **רן קרול**, יו"ר הדירקטוריון חברת אתגל; **פנינה שנהב**, דירקטורית חברות ציבוריות

תמצית מנהלים

לעמוד בפני דילמות לא פשוטות, כאשר מצד אחד עליו לציית להנחיות ולדרישות הרגולטור והחוק, ומצד שני הוא מבין את הציפיות והאינטרסים של בעלי השליטה. המודעות לדילמות אלה הולכת וגוברת בקרב הדירקטורים, וביטוי אחד לכך היה הדגש שניתן בשיחות העומק שקיימנו עם הדירקטורים לגבי סוגיית תום-הלב וחובת האמונים כלפי החברה עצמה.

בלחץ הרגולציה, ואולי תחת האיומים של אכיפה וענישה, ואף בלחץ של משקיעי מיעוט והפחד מפני תביעות, הפיכתו של הדירקטור לאיש מקצוע היא כורח המציאות. ואכן, יש עלייה חדה, הן בעיני בעלי שליטה, ובוודאי בעיני חברי מועצות מנהלים, לחשיבותם של אותם דירקטורים "מקצועיים".

בשנים האחרונות גבר הצורך במעקב אחרי הליכים מובנים ומוגדרים מצד כל דירקטור, ובמיוחד מצד חברים בוועדות ייעודיות בדירקטוריון. בהקשר זה, נציין את הגידול המתמיד במטלות המוטלות על ועדת הביקורת, ואת הצורך להקים

קצרה זו מתארת את דפוסי הפעילות שמאפיינים את הדירקטורים הישראלים בעידן של תמורות מהירות ברגולציה ובסביבה העסקית. הכוונה היא לבחון את דפוסי פעולתם, את יחסיהם עם בעל השליטה בחברה, עם ההנהלה ועם עמיתיהם למועצת המנהלים. הסקירה מתבססת, בחלקה הגדול, על שיחות עומק עם דירקטורים בחברות ציבוריות, עם אנשי רגולציה ועם יועצים משפטיים. מהשיחות ומהדיונים עולה, כי הדירקטוריונים בישראל נמצאים בעיצומה של תקופת מעבר, המאופיינת בחקיקה חדשה ובתיקוני חוק, בהגדלת דרישות הגילוי המופנות לדירקטוריון, הטלת

אחריות גדלה והולכת בתחומים של הדיווח הכספי והבקורות הפנימיים, ובהגברת האכיפה בתחום העבירות על חוק ניירות ערך. הרגולציה בישראל שואפת להעמיד חיץ בין

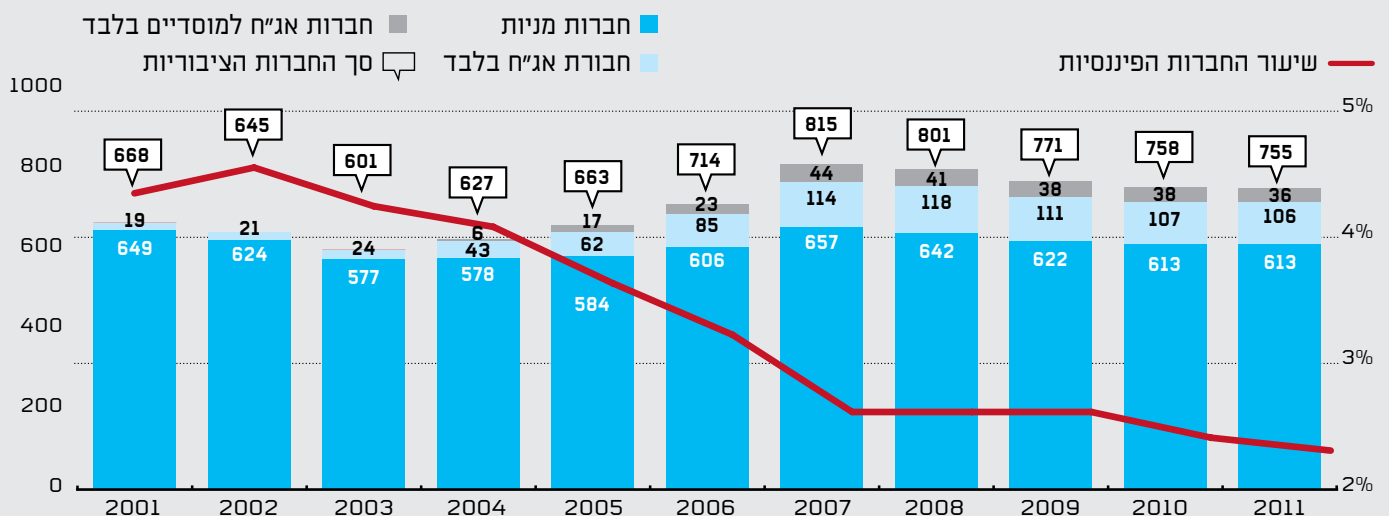
הדירקטוריון לבין בעל השליטה, ולהרחיב חיץ זה ככל שחולף הזמן.

תהליכים אלה יוצרים מצבים שבהם הדירקטור נאלץ

הדירקטור נאלץ לעמוד בפני דילמות לא פשוטות; מצד אחד דרישות הרגולטור והחוק, ומצד שני הציפיות של בעל השליטה



בורסת ת"א: התפתחות מספר החברות הציבוריות, ושיעור החברות הפיננסיות



הערה: נתוני השנים 2001-2010 מתייחסים לסוף השנה, נתוני 2011 לסוף יוני. מקור: הבורסה, עיבוד: גלובס מחקרים

המשקל שיש לענייני נוהל, לעומת הפעלת שיקול-דעת וידע.

בקצה אחד נמצאים אותם תהליכים בתוך הדירקטוריון שבהם לסוגיית הנוהל ולמילוי דרישות רגולטוריות, יש תפקיד מכריע. לדוגמה, אישור הדיווח הכספי של הפירמה. בקצה השני נמצאות אותן פעולות הדורשות בעיקר שיקול-דעת, ידע וניסיון, כמו אישור תוכניות עבודה, תוכניות אסטרטגיות וביצוע עסקאות מהותיות. בתווך נמצאות פעולות שבהן מתוך שני המרכיבים הנ"ל אחד דומיננטי יותר, אך גם לשני יש משקל נכבד מאוד. למשל, אישור עסקאות עם צדדים קשורים, ניהול סיכונים והחלטות על חלוקת דיבידנדים.

נדגיש כי מצד אחד, אין פעולה או תהליך שהם חפים לחלוטין מהפעלת ידע, ניסיון ושיקול-דעת על-ידי הדירקטוריון. מצד שני, אין תהליך שבו אין כלל מרכיב של נהלים וסדר פעולות תקין. למשל, אישור הדיווח הכספי מצריך השקעה ניכרת של זמן ומאמץ בענייני נוהל,

והקפדה על כללים ודרישות רגולטוריות, אך הוא דורש גם שיקול-דעת כאשר מעריכים את מידת הסבירות של אומדנים ואת טיב המתודולוגיה לאמידת השווי ההוגן של נכס.

הסקירה מראה עוד, כי הדרך לאפיין את פעילות הדירקטור חייבת להביא בחשבון שמדובר בתהליך דינמי. כך, למשל, הטיפול בניהול סיכונים עובר תהליך מואץ של שינוי בחברות רבות. מתחום שבו דירקטורים בחברות לא פיננסיות מיעטו לעסוק בו, לסוגיה הדורשת התייחסות מפורטת במספר גדל של חברות, תוך מינוי קצין ניהול סיכונים בהנהלת החברה, והגדרה של תהליך מובנה לקבלת החלטות בתחום זה.

לצד נהלים אלה, יש משקל גדול לניסיון ולידע של דירקטורים בתחום המוגדר – ניהול סיכונים – שמסייעים להם להגדיר את הסיכונים המאיימים על הליבה העסקית של הפירמה.

ועדות ייעודיות בתחומים כמו ניהול סיכונים. חלה עלייה דרמטית בזמן שנחוץ לקריאת דוחות ומסמכים שקשורים לחברה, לרבות פרוטוקולים קודמים של הדירקטוריון וועדותיו, וכן עלייה בצורך לתייעוד הרבה יותר מפורט מהעבר של פעולת הדירקטור.

מדברים לפרוטוקול?

חלק מהדירקטורים שרואינו לצורך סקירה זו מתחו ביקורת על מגמות אלה. ביטויים כמו "דיבור לפרוטוקול" או "פרוצדורה שבאה על-חשבון דיון בעסקי החברה" חזרו מדי פעם בשיחות, תוך ציון העובדה שהדברים פוגעים בזמן שמוקדש ל"עניינים עסקיים" ובשיקול-הדעת של הדירקטור.

יחד עם זאת, לדירקטורים ברור כי דפוסים אלה קשורים ל"ניהול הסיכונים האישיים" של הדירקטור עצמו – סיכונים רגולציה וסיכונים משפטיים. זיהוי הנוהל המתאים לכל פעולה,

והקפדה על קיומו, הם חלק מאותו ניהול סיכונים. פנייה ליועצים משפטיים בענייניה השונים של החברה, ושימוש ביועצים חיצוניים בסוגיות של הערכות שווי, הוגנות עסקה מסוימת כלפי החברה, או אישור תגמול למנהלים הבכירים, הם חלק אחר של אותה מסכת פעולות שבהן נוקט הדירקטור.

נוהל לעומת שיקול-דעת

משיחות עם דירקטורים עולה, כי רובם מודעים גם לתפקיד של עמידה בנוהלים בשיפור הבנתם את התהליכים העסקיים של החברה עצמה, וזיהוי תחומים שבהם היא פגיעה. נקודה שנייה ומהותית מאוד היא, שהדירקטורים עצמם מסוגלים למפות תחומי פעולה של הדירקטוריון שבהם קיים תמהיל שונה של נוהל והפעלת שיקול-דעת. למעשה, התמהיל השונה יוצר מעין מדרג של פעולות על-פי

**אין פעולה של הדירקטוריון
שחפה לחלוטין מהפעלת ידע,
שיקול דעת וניסיון או לחילופין
מהתבססות על נוהלים**



ברכות, הצטרפת לדירקטוריון



בתקופה זו, דירקטורים רבים לא ראו במינוי דבר המטיל עליהם אחריות כבדה או צורך להשקיע זמן ואנרגיה ניכרים. יתר על כן, דירקטור אשר נטל יוזמה וביקש הסברים מהנהלת החברה בסוגיות חשובות, נחשב, לעתים, למטרד ולחריג. כפי שנראה בהמשך, תפיסה זו עברה מן העולם זה מכבר.

יתרה מכך, עבודת הדירקטור מתרחשת בסביבה עסקית שבה בחלק גדול מהחברות הציבוריות בישראל ממלא בעל השליטה תפקיד דומיננטי. בהקשר זה, התפיסה הרווחת היא כי אחת המגבלות הקיימות לניהול ממשל תאגידי תקין בחברה היא היותו של בעל השליטה הפוסק הסופי, שכן הוא זה שאומר את המילה האחרונה בסוגיות החשובות. אלא שמהדיונים הרבים שערכנו לצורך הכנת מחקר זה, עולה כי הדירקטוריונים בישראל נמצאים בעיצומה של תקופת מעבר, שבה מתעצבת דמות חדשה של הדירקטור. עבודת הדירקטורים מתרחשת בעידן שלאחר יישום המלצות ועדת גושן. יישום שהביא לתיקון מהותי של חוק החברות, להגדלת דרישות הגילוי מצד הדירקטוריון, להטלת אחריות גדלה והולכת בתחומים של הדיווח הכספי והבקורות הפנימיים, ולהגברת האכיפה בתחום העבירות על חוק ניירות ערך. שני השינויים האחרונים, בעיני כמעט כל הדירקטורים, יוצרים דחף עצום לתיקונים. הדברים אמורים בעיקר לגבי סוגיית האכיפה המנהלית, אשר נתנה סמכויות לרגולטור "להוציא כרטיס אדום" לדירקטור, בלי שיהיה צורך לפנות

סקירה זו של גלובס מחקרים ו-PwC Israel עוסקת בעבודת הדירקטורים של חברות ציבוריות בישראל. מטרתה, לתאר ולנתח את דפוסי הפעילות שמאפיינים את הדירקטור הישראלי בעידן של תמורות מהירות ברגולציה ובסביבה העסקית. הדבר מחייב לבחון הן את דפוסי הפעולה של הדירקטור הבודד, והן את יחסיו עם בעל השליטה בחברה, עם ההנהלה ועם עמיתיו למועצת המנהלים.

הסקירה מתבססת, בחלקה הגדול, על שיחות עומק עם דירקטורים בחברות ציבוריות, אנשי רגולציה ועם יועצים משפטיים. איננו מתיימרים לדון בסוגיות משפטיות, או לעסוק בפרשנות משפטית (של חוקים או פסקי-דין ספציפיים), אלא לתאר ממצאים שעלו מהשיחות השונות בסדרה של נושאים שהם רלבנטיים לעבודת הדירקטור, מזווית הראייה של ממשל תאגידי¹.

השיחות שערכנו לצורך הכנת סקירה זו, נערכו עם דירקטורים ממגזרים שונים, רובם פעילים בקרב חברות בינוניות עד גדולות. עם זאת, אין הדבר אומר כי הסקירה רלבנטית רק ל"חברות גדולות". זאת, משום שדפוסי פעולה שמתעצבים על-ידי דירקטוריונים של חברות גדולות מאומצים, מהר יחסית, על-ידי חברות קטנות יותר.

עד לפני עשור התפיסה הרווחת הייתה כי מינוי דירקטור למועצת המנהלים – של חברה ציבורית, פרטית או ממשלתית – הוא סוג של כיבוד, הטבה, או שניהם יחד.

1. ראו פרופ' יוסף גרוס "דירקטורים ונושאי משרה בעידן הממשל התאגידי". תאגידים וההוצאה לאור של לשכת עורכי-הדין (2010).

הרכב הדירקטוריונים של החברות הגדולות בישראל

יחיד	היו"ר הוא גם בעל השליטה	מספר דירקטורים	מספר החיצוניים	שיעור דחיצים	כהונת דירקטור בממוצע (בשנים)
טבע	ד"ר פיליפ פרוסט	14	2	14%	10.6
כי"ל	ניר גלעד	10	2	20%	6.3
חברה לישראל	אמיר אלשטיין	13	2	15%	4.5
פריגו*	ג'וזף פאפא	11	10	91%	8.2
בזק	שאול אלוביץ	14	2	14%	2.1
לאומי**	דוד ברודט	15	4	27%	3.6
פועלים**	יאיר סרוסי	14	4	29%	4.4
עזריאלי	דוד עזריאלי	9	2	22%	4.5
סלקום**	עמי אדאל	15	2	13%	4.5
דלק	גבי לסט	8	2	25%	5.3

* לפי כללי הנאסד"ק ** גם לפי חוק החברות, וגם לפי הוראת ניהול בנקאי תקין ** לפי אתר החברה. מקור: הדו"ח הכספי לשנת 2010

אין זה אומר, שכלל הדירקטורים מתנהגים על-פי הקריטריונים המצופים מהם על-ידי הרגולציה, או שניתן לכנות את התנהגותם של כל חברי הדירקטוריונים, מקצועית. הדירקטורים עצמם מודים, שיש עדיין חברי מועצת מנהלים אשר אינם מבינים את תפקידם, או שהם נאמנים למי שמינה אותם, ולא לחברה שאותה הם אמורים לשרת. שתי טענות אפשר כבר לציין בשלב זה ובהקשר זה, והן מרכזיות להבנת המסר של סקירה זו. הראשונה, שבלחץ הרגולציה, ואולי תחת האיום של אכיפה וענישה, ואף בלחץ של משקיעי מיעוט והפחד מפני תביעות, הפיכתו של הדירקטור לאיש מקצוע היא הכרח. הטענה השנייה היא, שיש עלייה דרמטית, אפילו בעיני בעלי שליטה, ובוודאי בעיני חברי מועצות מנהלים, בחשיבות של דירקטורים מקצועיים. ואכן, הדירקטוריון פועל בסביבה שבה התשתיות החוקיות והנורמטיביות מחייבות אותו להסתמך יותר ויותר על שיקול דעתם של הדירקטורים המנוסים והמקצועיים, ועל חוות-דעת של יועצים חיצוניים, אפילו אם הדבר אינו עולה תמיד בקנה אחד עם האינטרסים של בעל השליטה. סימנים ברורים לקיומו הלא-פורמלי של מעמד "הדירקטור המנוסה" בתוך הדירקטוריון, עלו כמעט בכל השיחות שנערכו בנושא.

קודם לבית-משפט. נוסף על כך, המציאות שאחרי המשבר הכלכלי והפיננסי של שנת 2008 הפכה להרבה יותר מורכבת, ומאלצת את הדירקטור לעסוק בצורה נמרצת הרבה יותר בסוגיות של ניהול סיכונים, בקרה וביקורת. בהקשרים רחבים יותר, בעולם שלאחר המשבר, דעת הקהל בעולם כולו וגם בישראל, היא הרבה פחות סובלנית כלפי מה שנתפס כסטייה מנורמות ראויות של התנהגות מצד חברות עסקית. כל אלה יצרו מציאות חדשה עבור הדירקטור, שאילצו אותו לאמץ דפוסי פעולה חדשים. מכיוון שתהליך זה נמצא עדיין בעיצומו, יש להתייחס לרבים מהממצאים בסקירה זו כמאפיינים של תקופת מעבר.

עין לרגולטור צופייה

השינוי ההתנהגותי בקרב הדירקטורים בישראל הוא פונקציה של גורם הרתעתי – תביעות וענישה – כפי שיוסבר להלן. "העין צופייה אל עבר הרגולטור", כדברי אחד המרואיינים לסקירה זו. בעצם, כאשר מוסיפים לרגולציה גם את הנכונות של משקיעי המיעוט לערער על הצעות של בעלי השליטה, התמונה שמתקבלת שונה מהדימוי המסורתי של הדירקטור בישראל.

החזקות הציבור ובעלי ענין בחברות הגדולות בישראל (יוני 2011)

■ חברות בהן החזקת הציבור נמוכה מ-50%

בעלי ענין

חזקות הציבור	סה"כ	זרים	ממשלה	ישראלים	שווי שוק*	
93.4%	6.6%	1.5%		5.1%	157,573	 טבע
33.5%	66.5%			66.5%	71,025	 כ"ל
28.2%	71.8%	0.7%		71.1%	29,947	 חברה לישראל
78.8%	21.2%	14.8%		6.5%	27,420	 פריגו
68.8%	31.2%			31.2%	24,518	 בזק
84.3%	15.7%		6.0%	9.6%	24,452	 לאומי
74.7%	25.3%			25.3%	22,864	 פועלים
26.3%	73.7%	73.7%		0.01%	11,691	 עזריאלי
42.2%	57.8%	6.0%		51.8%	10,151	 סלקום
34.6%	65.4%			65.4%	9,320	 דלק
68.4%	31.6%	4.1%	0.4%	27.1%	388,962	ממוצע משוקלל**

* שווי שוק במיליוני שקלים, מחושב על בסיס שער ממוצע בשלושה חודשים אחרונים ** הנתונים בשורה זו מבוססים על נתוני החברה שמשוקללים לפי משקלה היחסי מבחינת שווי שוק ביחס לשווי השוק המצרפי של עשר החברות הבורסאיות הגדולות. מקור: הבורסה, עיבוד: גלובס מחקרים

ניהול הסיכון האיש

החוק מטיל אחריות אישית על דירקטורים בשל תקלות אשר יכולות להתגלות בביצוע תפקידם, זאת אם אכן נרשמות סטיות ממילוי חובותיהם המרכזיות: חובת הזהירות – כלומר, החובה לקיים הליכים נאותים למניעת תקלות; וחובת האמונים – החובה לפעול בתום לב לטובת החברה. בישראל קיימת ספרות שהולכת ומתרחבת אודות חובות אלה ומשמעותן. אין הכוונה לסקור פה את לשון החוק והפרשנות לגבי חובות אלה, אך כדאי לציין כי קיומן מעורר סדרה של סיכונים אישיים לדירקטור הבודד. סיכונים אלה מתפרסים על פני טווח רחב של נושאים. לדוגמה, החשיפה לאפשרות של תביעות ייצוגיות נגד החברה, תביעות אישיות נגד הדירקטורים, תביעות נגזרות המוגשות על ידי בעל מניות בשם החברה.

רשות ניירות ערך ציינה במפורש בשנים האחרונות כי היא רתמה כלים אלו לצורכי שיפור תפקוד הדירקטורים ושיפור הממשל התאגידי, בשל ההרתעה שיוצר החשש מפני תביעה, קנס או ענישה. ביוזמת הרשות החלה לפעול, ב-2011, מחלקה מיוחדת של בית המשפט המחוזי בתל אביב, המיועדת לטפל בתביעות הקשורות לשוק ההון ולניירות ערך, מה שמגדיל את הנגישות של הגשת תביעות של משקיעים בחברות ציבוריות.

נוסף על כך, וגם זאת ביוזמת רשות ניירות ערך, תוקן חוק ניירות ערך כך שהורחבה האפשרות להטיל עיצומים כספיים, ולהפסיק פעילות של דירקטור, גם בגין עבירות לא פליליות על חוקי ניירות ערך או התקנות שלהם.

חשיפה זו לסיכונים, והאפשרות של ענישה ואכיפה, מביאות לא פעם להעלאת סימני-שאלה לגבי עצם התבונה של הצטרפות לדירקטוריון, ועל אחת כמה וכמה של בחירה במסלול מקצועי של דירקטור בחברות. לגבי מי שאכן בוחר באפשרויות אלה, הדרך להתמודד עם מסכת החשיפות האישיות היא לאמץ דרכי פעולה של ניהול הסיכונים ומזעורם.

חלק מהדירקטורים הדגישו, בהקשר זה, את הצורך בבחינה של הסדרי פטור, שיפוי וביטוח הנהוגים בחברות כלפי דירקטורים. יש להניח, שככל שיחלף הזמן תגבר המודעות של מועמדים לדירקטוריונים מבחינה זו, והצטרפות לדירקטוריון תלווה בבחינה של כיסוי הפוליסה, ופרק הזמן שאליו היא מתייחסת, וגם הוראות התקנון בדבר פטור מאחריות.

יחד עם זאת, צריך לזכור שהסדרי ביטוח, פטור ושיפוי, לא מכסים את כל קשת הסיכונים האישיים של הדירקטור. תקלות אשר עיקרן פגיעה בטובתה של החברה, או קנס כספי שמוטל מכוח האכיפה המנהלית בגין עבירה על חוק ניירות ערך, הם דוגמאות לסיכונים אשר בדרך-כלל לא מכוסים על ידי הסדרים כאלה.

לכן, דירקטורים נוהגים לבחון את דרכי פעולתם גם מזווית

הראייה של ניהול סיכונים אישיים בשני מישורים. הראשון, מתייחס לפעולות שנוקט הדירקטור הבודד, בתוך מועצת המנהלים, כדי להבטיח את עצמו מפני סיכונים שונים. המישור השני מתייחס לפעולות של הדירקטוריון כולו, אשר אמורות להעניק לכל אחד מחבריו ביטחון לגבי טיב עבודתם. בחינת הפעולות הקשורות למישור השני מהווה את ליבת הסקירה הנוכחית, והיא תתואר בפרקים הבאים.

הצטרפות זהירה לדירקטוריון

מרכיב אחד של מזעור הסיכון, מזווית ראייה של דירקטורים רבים, הוא תהליך קבלת ההחלטות באשר להצטרפות לדירקטוריון מסוים. הסיבה לכך היא, שחלק מהסיכונים שאליהם נחשף הדירקטור הבודד קשורים להתנהגות של עמיתיו לדירקטוריון, ולהתנהגות של חברי הנהלת החברה. פעילות הדירקטור חייבת להתבצע בתנאים של אמון הדדי, בשל התלות הקיימת בין דירקטורים, ובשל הצורך להניח כי חברי הדירקטוריון פועלים בסבירות ובתום לב בשורה ארוכה של נושאים.

להצטרפות הפורמלית לדירקטוריון קודם תהליך של לימוד החברה, בדרך-כלל על ידי קריאת הדו"חות הכספיים, תשקיפים ודו"חות שונים שהוגשו לדירקטוריון. בנוסף, תיאור תהליך הבדיקה על ידי הדירקטור, כפי שעולה מסיכום דברים שאמרו המראיינים, כולל מספר תנאים שהמועמד מציב.

- **אופי החברה.** חלק מהדירקטורים מעדיפים להצטרף לחברות הפועלות בתחום המוכר להם. יש גם דירקטורים, בעלי שם וניסיון, אשר מעדיפים להצטרף לחברות גדולות, מתוך הנחה שהדבר יבטיח קיומם של תהליכים מסודרים יותר.

- **זהותו של יושב ראש הדירקטוריון וזהותם של דירקטורים אחרים.** היכרות מוקדמת עם חלק מהדירקטוריון, או המוניטין של היו"ר הם מרכיבים בתהליך קבלת החלטה על הצטרפות. זאת, בשל התלות ההדדית בין חברי הדירקטוריון.

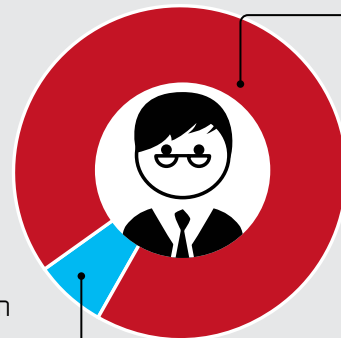
- **אופי ההנהלה וטיב היחסים בין המנכ"ל לבין הדירקטוריון.** דירקטורים רבים מקפידים לבחור בדירקטוריונים של חברות שבהן שוררים יחסי אמון בין ההנהלה לבין הדירקטורים. מהשיחות השונות עלה בבירור, ששיקול זה עולה בחשיבותו ככל שחולף הזמן.

- **התרבות העסקית הקיימת בחברה.** ההתייחסות של בעל השליטה אל הממשל התאגידי, וההתייחסות של דרגי החברה להוראות הרגולציה ולנורמות שונות של התנהגות.

- **הנכונות של החברה להתאים את עצמה במהירות לדרישות של הרגולציה.** וכן הנכונות להטמיע במהירות דרישות אלה בכל דרגי החברה.

ישראל: מספר חברי הדירקטוריון בחברות פרטיות

שניים עד ארבעה
דירקטורים
68,920



חמישה או יותר
דירקטורים
5,103

במדינות: D&B

- **הדינמיקה בתוך חדר הדירקטוריון.** היחסים בין סוגים שונים של דירקטורים, קיומם של דירקטורים בעלי ניסיון, ומשקלם בדינאמיקה של הדירקטוריון.

כללי התנהגות בסיסיים

גם לאחר שדירקטור מצטרף למועצת מנהלים מסוימת, עליו לדבוק בכללי התנהגות בסיסיים, אשר יסייעו להגדיר את פעילותו כמקצועית. השאלה היא: מה הם אותם כללי התנהגות. ברמה ההצהרתית, ברור כי על הדירקטור לציית לחוקים, להליכים, לנהלים ולדרכי עבודה אשר יתאימו להגדרות הפרקטיקה של דירקטור. כך, למשל, ברור כי על כל דירקטור לעמוד בדרישות השונות של חוק החברות וחוק ניירות ערך, לרבות הגילוי והדיווח, וגם לקיים את סעיפי קוד הממשל התאגידי – אם החברה בחרה לאמץ אותם. אך הציפיות מהדירקטור הישראלי כוללות מרכיבים נוספים. כל המרואיינים לסקירה זו הדגישו את ההכרח להקדיש זמן ומאמצים לקריאת חומרים בעלי נגיעה ישירה לעבודתם, פעמים רבות בטרם מתכנסת ישיבת הדירקטוריון – בחברות ציבוריות לפחות ארבע פעמים בשנה לפני הגשת הדו"ח הכספי של החברה.

לשם כך, דירקטורים נוהגים לעצב "כללי משחק" מול החברה, שלפיהם החומרים הנחוצים להם צריכים להגיע אליהם מבעוד מועד, כך שיעלה בידם להתכונן לישיבת הדירקטוריון. מדובר במסמכים שקשורים לדוחות הכספיים של החברה והדוחות עצמם, מסמכים שהופצו בידי הנהלת החברה או מי מחבריה – מנכ"ל, סמנכ"ל כספים, יועץ משפטי וכיו"ב. וגם חוות דעת של מומחים חיצוניים שהוזמנו על ידי ההנהלה, הדירקטוריון או דירקטור בודד, בין אם מדובר בחוות דעת משפטית, הערכת שווי, תוכנית אסטרטגית וכל נושא אחר.

קיימת הסכמה רחבה כי חובה על הדירקטור לעיין גם בפרוטוקולים של ישיבות קודמות של הדירקטוריון, ורצוי גם של ועדות הדירקטוריון (ועדת ביקורת, ועדת מאזן) כדי לוודא שהפרוטוקול אכן משקף את הדיון בדירקטוריון, וכדי להיות מודע להחלטות ולהתלבטויות של ועדות הדירקטוריון. דירקטורים ציינו במפורש, כי היום הדירקטור בחברות ציבוריות חייב לדאוג לכך שדעתו תיכלל בפרוטוקול, וגם שנימוקיו יירשמו ויתועדו.

נוכח הצורך להשתלט על כמות גדולה מאוד של מידע, ברור שעל הדירקטור לגבש אסטרטגיות שיסייעו לו לעמוד באילוצי הזמן. דוגמה לכך היא הכורח של הדירקטור להחליט מה הם הנושאים המהותיים ביותר שמופיעים בדו"חות התקופתיים של התאגיד, אלה שמחייבים בחינה ודיון מפורטים במיוחד. הדרך היחידה מבחינת הדירקטור היא לקבוע סדרי עדיפויות, במיוחד אם הוא חבר בוועדת המאזן/הביקורת.

שני הדגשים אשר חזרו בשיחות עם דירקטורים היו הצורך במעקב אחרי הליכים מובנים ומוגדרים, והצורך בתיעוד הרבה יותר מפורט מהעבר של פעולת הדירקטור. נציין, כי לחלק מהדירקטורים הייתה מידה של ביקורת על מגמות אלה. ביטויים כמו "דיבור לפרוטוקול" או "פרוצדורה" חזרו מדי פעם בשיחות, כפי שיוצג בפרקים להלן.

אלא שמנקודת ראות הדירקטור הבודד, מרכיבים אלה הם חלק מהותי מכללי ניהול הסיכונים האישי, נוכח האפשרות לתקלות כתוצאה מקריסת מערכות מידע, פגיעה בקווי אספקה, מעילה, עבירה על חוקים מצד עובד או עובדים של חברה וכיו"ב.

שימוש ביועצים חיצוניים

חוק החברות קובע כי הדירקטור רשאי לעשות שימוש ביועצים חיצוניים, במימון החברה, אך הדירקטוריון הוא זה שאמור לאשר את ההוצאה. לכאורה, השימוש ביועץ החיצוני אמור להיות דפוס עבודה מוכר ושגורתי, כגורם שבא לתמוך בתהליכי קבלת החלטות במנעד הנושאים הרחב שעולה על סדר שולחן הדירקטוריון.

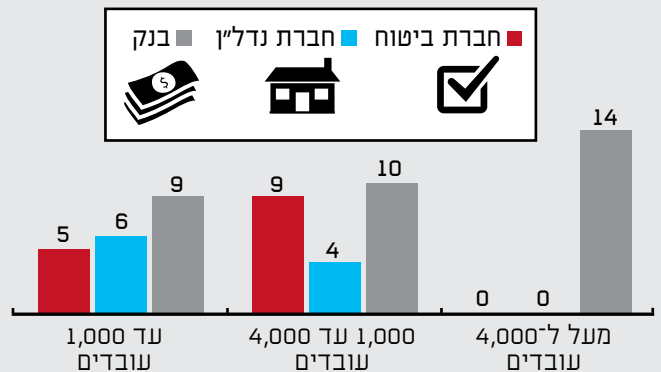
אך למעשה, אחד הקריטריונים שהדירקטורים מציניים כערבות לתקינות הליך קבלת החלטות בנושאי מסוים הוא קבלת חוות דעת של מומחה או יועץ. לכן, בעיני הדירקטורים חלק ממה שכונה ניהול "סיכונים אישיים" של הדירקטור לא מחייב אותו להתייעץ עם גורם מומחה בסוגיות שעומדות להכרעה בדירקטוריון, כחלק מ"סבירות" פעולתו כדירקטור, אבל הוא מביא אותו במקרים רבים לעשות זאת.

למרות זאת, אפשר היה להבחין במידה ניכרת של אי-הסכמה, ואף מבוכה, בקרב הדירקטורים לגבי הדרך הנאותה של השימוש ביועצים חיצוניים. מהשיחות שנוהלו עמם

משאבים. יתר על כן, לפחות בחלק מהשיחות נטען כי אותה פרוצדורה, ואותם כללי משחק מפורשים, מקילים, בסופו של דבר על עבודתו של הדירקטור. מדובר בכללים אשר מגדירים מהלכים אשר במרכזם ענייני נוהל וסדר פעולות. במקרים אלה, הקוד וההוראות מעניקים לדירקטור מתווה ברור של פעולה. כללי הפעולה, שבאמצעותם מנסה הרגולציה בישראל לקבוע קריטריונים להשוואה בין דירקטוריונים (Benchmarking) מתייחסים תמיד להליך, ולא לתוכן של החלטות הדירקטוריון. לכן, כאשר הסוגיה הרלבנטית נוגעת להליך, הפרקטיקות של הדירקטורים הופכות לברורות יותר, השונויות בין דירקטורים ובין דירקטוריונים היא קטנה יותר, והמתודולוגיות נגישות ושקופות.

בתחומים אלה, הדירקטורים יאמצו קודים וכללי משחק, בכפוף לשיקולי עלות. ככל שעולה חשיבות התוכן של החלטות הדירקטוריון, כך הופך הקריטריון של טיב ההחלטה להיות פחות אובייקטיבי, ומרכיבים של כישורים, ידע, ושיקול-דעת של הדירקטורים הופכים להיות חשובים יותר. ככל שהאפשרות להסתמך על מתודולוגיה גדולה יותר, מלאכת הדירקטור היא ברורה, ואפילו קלה יותר. אך כאשר מתחילים לנוע אל עבר הקוטב של החלטות עסקיות, העניינים הופכים להיות קשים ומורכבים יותר. ככל שמתקרבים לצד העסקי ישנה עלייה, אפילו דרמטית, במרכיבים האישיים של הדירקטור, לניסיונו ולמזגו, וכן לחושי העסקיים. כלומר, ככל שמתרחקים מענייני נוהל ומתקרבים למהות, הקווים והמתודולוגיות פחות רלבנטיות. חשוב לציין, עם זאת, כי לא ניתן לדבר על פעולות שהן נטולות כל עניין של הליך או פעולות שבהן אין כל חשיבות לידע או לשיקול הדעת. המינון משתנה, אך שני המרכיבים תמיד יהיו בכל פעולת דירקטוריון.

ישראל: המספר הממוצע של חברי הדירקטוריון בחיתוך ענף הפעילות של חברות בורסאיות



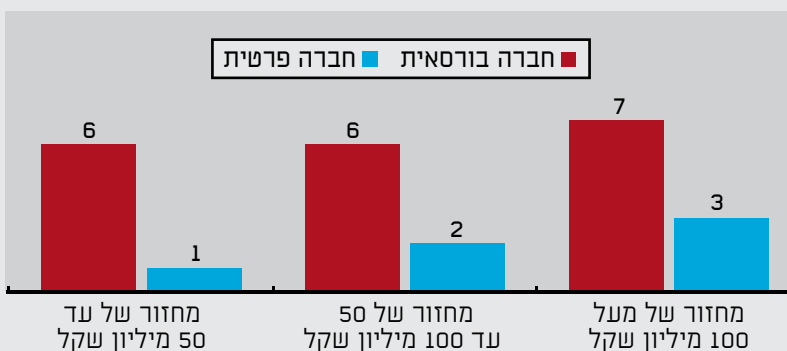
מאדיבות: D&B

הטענה היא, שהחקיקה והפסיקה הן למעשה הכוח המניע את השינויים בדפוסי ההתנהגות של דירקטורים, ואילו למרכיבים המייצגים בדרך-כלל את משמעת השוק, יש השפעה קטנה יותר.

הרושם שעולה מהשיחות עם דירקטורים ויועצים משפטיים הוא, שהדירקטור הישראלי מסתגל מהר לדרישות החוק והרגולציה, ומודע לצורך ליישם כללים חדשים, בין אם הדבר נעשה ביוזמתו, או ביוזמת הייעוץ המשפטי. הממשל התאגידי בישראל מעוגן, בחוק החברות, וזה מקור הסמכות לשינויים בהתנהגות הדירקטוריון.

במילים אחרות, גם אם הפרוצדורה נתפסת כעול על-ידי רוב הדירקטורים, משעה שמדובר במטלה של החוק או התקנות, הם עושים מאמצים לא קטנים כדי לעמוד בחובות הפרוצדורה הזו, לעתים תוך השקעה ניכרת של

ישראל: המספר הממוצע של חברי הדירקטוריון בחתך מחזור הפעילות של החברה



מאדיבות: D&B | איור: 3DProfi / Shutterstock פ.א.א.א. קרייטיב

רעבים לידע?



גלובס מחקרים

מאגר המחקרים המקצועי בישראל

גלובס מחקרים ו-PwC Israel עובדים בשביל הידע שלך בתחומי המאקרו-כלכלה, שוק ההון והפיננסים, במגוון מוצרים: סקירות עומק, מדריכים, מדד אמון הצרכנים ועוד. קרוב ל-500 אלף הורדות בשנה מוכיחות:

אם ידע הוא כוח, אין כמו העוצמה של גלובס מחקרים ו-PwC Israel

www.globes.co.il

גלובס
עיתון העסקים של ישראל

גלובס מחקרים
pwc
הופכים ידע לתועלת

pwc

הדיווח הכספי



רשות ניירות ערך קובעים הן את העיתוי והמתכונת של הדוחות, והן גם את הנושאים שיהיו כלולים ומה הם יקיפו, את האופן שבו הדוחות יאושרו, את אופן הבקרה על תהליך הכנתם והבדיקות שצריכות להיערך על מנת לוודא שבקרה זו היא אפקטיבית.

התוצאה היא, שבענייני הדוח התקופתי לא רק ועדת המאזן מודעת לצורך בהליכים נאותים, אלא הדירקטוריון כולו. תקינות ההליך, על-פי ההגדרות של רשות ניירות ערך, היא הנושא המרכזי אשר שולט בדיון, ומוקדשים לכך לא מעט זמן ומשאבים. דבר זה עומד בניגוד למה שנהוג היה בעבר, אפילו הקרוב, כאשר ועדת המאזן, או ועדת הדוח הכספי, התלבטה לבדה בסוגיות השונות, וישיבת הדירקטוריון לאישור הדוח דמתה לאירוע פורמלי. כלומר, לפרוטוקול בלבד.

מבחינה מעשית, ועדת המאזן, היא שעוסקת בסוגיה זו בפועל. מוטל עליה להביא להקפדה גדולה יותר לגבי תכנון מפורט של שלבי הכנת הדיווח, והתפקוד של היחידות השונות המעורבות, לרבות לוחות-זמנים מפורטים, ותיעוד מפורט של פעולות. דירקטורים שחברים בוועדת המאזן ציינו, כי היתרון הבולט של ועדה זו הוא שמתקיימות במסגרת הוועדה ישיבות עם רו"ח-מבקר על סוגיות שונות, שנוגעות לדיווח הכספי של החברה לדירקטוריון בתכיפות רבה ותוך דיון מעמיק המסייע לתהליך.

יצוין, כי יש כמה נושאים

אשר כבר היום מטרידים את חברי ועדת המאזן, ובעצם את הדירקטוריון כולו. הראשון הוא לוחות-הזמנים, והצורך להבטיח שהנהלת החברה עומדת בהם, תוך שליטה על העברת המידע הרלבנטי במועדים שנקבעו מראש.

נושא נוסף הוא סוגיית הערכות השווי, יחד עם האומדנים וההנחות שבבסיס הדוחות הכספיים. ראוי לציין, כי דווקא בתחומים אלה, תוכן ההערכות והאומדנים חשוב לא פחות מההליך של ביצועם. אין דירקטור שלא ציין את החשיבות שיש לדירקטורים בעלי ידע וניסיון בתחומים אלה. בכמה מקרים, דירקטורים אשר השתתפו בוועדת המאזן ציינו, כי השתתפותם בכמה דירקטוריונים סייעה להם לבחון בצורה טובה יותר את טיב המתודולוגיה וההנחות ששימשו בביצוע הערכות שווי. דירקטורים אחרים דיברו על האפשרות להעסיק יועץ חיצוני לדירקטוריון עצמו, אשר יסייע להם לעמוד על טיב האומדנים שבוצעו.

בכל העניינים האלה היחסים עם ההנהלה, ובפרט עם

חלק זה של הדיון יוקדש לאישור הדוחות, הבקרה והביקורת.

מהשיחות שערכנו עולה, כי המכנה המשותף של הדיון בדירקטוריון בנושאים אלה הוא הדומיננטיות הרבה שיש לענייני נוהל וטיב ההליך של הדירקטוריון וההנהלה. בעיני כל הדירקטורים אשר השתתפו בשיחות במסגרת סקירה זו, הסבירות של פעולת הדירקטור תלויה מאוד בתקינות ההליך הזה.

בהקשר זה, דירקטורים רבים סבורים שבשנים האחרונות נרשם גידול של ממש במשך הזמן שמוקדש לטיפול ב"פרוצדורות", וב"רשימת משימות" (Check list), על-פי המתכונת שהוכתבה על-ידי הרגולציה. כמו כן, יש עלייה בתופעה של "דיבור לפרוטוקול", ועלייה בהסתמכות על חוות-דעת של יועצים חיצוניים.

לדעת הדירקטורים שראיינו, דברים אלה מסיטים את תשומת-הלב של הדירקטור מסוגיות עסקיות מהותיות, וגם מקטינים את הזמן שנותר לדירקטור להקדיש לשאלות עסקיות ואסטרטגיות, ולהתוויית המדיניות העסקית של החברה. כך לדוגמה נטען, שנוכח הצורך לוודא את האפקטיביות של הבקרה על הדיווח,

ולעמוד בדרישות הגילוי,

חברי ועדת המאזן עוסקים רוב הזמן בבדיקה של הנהלים שקשורים לדיווח על התוצאות העסקיות, ולא בבדיקה של תוצאות אלה.

אפשר אמנם להתווכח

עם גישה זו, ולהזכיר, כפי

שאכן עשה מיעוט מקרב הדירקטורים, שאין סתירה בין הנוהל למהות, כפי שיודגש להלן. אך למעשה, ניתן למנוע לא מעט תקלות וטעויות של ההנהלה והדירקטוריון אם תהליך קבלת החלטות הוא מובנה, מסודר ושקוף.

אישור דוחות בידי ועדת המאזן והדירקטוריון

תפקידי הדירקטור כוללים, בין היתר, את אישור הדוחות הכספיים. לדירקטוריון יש אחריות גם על הדיווחים של החברה למשקיעים, כולל דיווחים מידיים, ותשקיפים בעת הנפקת ני"ע. בעידן של אכיפה מנהלית ורגולציה מוגברת, נושאים אלה מקבלים משנה-תוקף מנקודת ראות הדירקטור הבודד והדירקטוריון כולו.

בעיני הרוב המכריע של הדירקטורים, הרגולציה והחוק הם הגורמים המרכזיים אשר הביאו לשינוי עמוק בתהליך אישור הדוחות הכספיים והגילוי בשנים האחרונות. חוק ניירות ערך, התקנות והמתווים שפורסמו על-ידי

דירקטורים רבים סבורים שבשנים האחרונות נרשם גידול של ממש במשך הזמן שמוקדש לטיפול ב"פרוצדורות", וב"רשימת משימות" (Check list)



טוענת שנעשה מאמץ מודע מצד הרגולציה להגביל את עלויות ההערכה של אפקטיביות הבקרה.

הדיווח הכספי באשכול חברות

הדיון עד כה התייחס להליכים שנדרשים מכל חברה וחברה, אך התעלם מקיומן של אשכולות של חברות, כאשר חברת החזקות שולטת ישירות ובשרשר במספר חברות. במקרים רבים, התוצאות העסקיות של חברה-בת, וגם התקלות שעלולות להתגלות בה, משפיעות מאוד על הדיווח והתוצאות של החברה-האם. הדברים אמורים לגבי הדיווח הכספי, הבקורות עליו ועל תהליכים של ניהול סיכונים.

יש דירקטורים אשר ציינו במפורש כי ההקפדה על לוחות-זמנים הופכת להיות הרבה יותר מורכבת בחברות המחזיקות חברות-בנות, ובמיוחד בחברות החזקה. זאת,

בשל ההשפעה של אותן חברות על הדוחות של החברה-האם. דירקטורים שמעורבים בהכנת הדוח של חברת החזקות ציינו, כי במקרים אלה הסכנה של אי-עמידה בלוחות-זמנים, בשל התנהגות של חברה-

בת, תמיד קיימת. לכן לא מעט דירקטורים מדגישים את הצורך במציאת כלים להבטיח את ההקפדה על כללים גם בחברות-בנות.

הנוהל אשר התגבש במקרים רבים מדבר על הגדרה של מדיניות כלל-קבוצתית במספר נושאי מפתח, כמו ניהול סיכונים, נוהלי בקרה פנימית ולוחות-זמנים לעריכת הדוחות התקופתיים. דירקטורים ויועצים משפטיים שהשתתפו בשיחות ציינו את המנגנונים הקיימים לבקרה על חברות-בנות כיעילים מספיק. מנגנונים אלה כוללים דיווח של גורם בהנהלת החברה-הבת – מנכ"ל, סמנכ"ל כספים, מנהל מערכות מידע, מבקר פנים וכו' – למקביל שלו בחברה-האם, ודיווח לדירקטוריון בחברה-הבת על אכיפה והטמעה של מדיניות הקבוצה כולה על החברות-הבנות.

אולם היה גם מי שהביע חשש מטשטוש הגבולות בין בקרה על החברה-הבת להתערבות ישירה בפעולת הדירקטוריון שלה. אחד המראיינים אף ציין, כי "התערבות זו יכולה לפגוע בממשל התאגידי של חברות-בנות".

מדובר בהשלכה לא מתוכננת, ואף לא רצויה של מאמצי רשות ניירות ערך. יתר על כן, יש פה מעין פרדוקס, שכן צעדי הרשות מביאים להגברת הפיקוח של הדירקטוריון של חברות החזקות על הדירקטוריון של חברות-בנות, בה בשעה שרשות ניירות ערך עצמה עומדת על כך, שהדירקטוריון של כל חברה וחברה יהיה עצמאי לקבל החלטות בעצמו.

סמנכ"ל הכספים, הם בעלי חשיבות גדולה. סמנכ"ל הכספים הוא זה שמעמיד את המידע הרלבנטי בנושאים הקשורים לדיווח הכספי. הדירקטורים תלויים מאוד במידע שמועבר אליהם על ידו ועל-ידי וצוותו, ועל-ידי רואה-החשבון המבקר. אין כמעט דירקטור אשר לא מודע לתלות זו, ולמשמעויות שיכולות להיות לה על טיב עבודת הדירקטור.

אחד הכלים שמסייע לעבודת הדירקטוריון בכל הקשור לדיווח הכספי הוא תקנות חוק ניירות ערך הנוגעות להערכת האפקטיביות של הבקרה על הדיווח הכספי – מה שמכונה iSox. הכוונה היא לסדרה של פעולות והליכים אשר על חברה לקיים כדי לוודא שהבקורות המופעלות בעת הכנת ועריכת הדיווח הכספי הן אפקטיביות, כך שהמידע הנמסר לציבור המשקיעים הוא שלם, רלבנטי ואמין.

כל אלה מחייבים בדיקה של הדיווח, ופיתוח כלים שיעניקו לדירקטורים מידה רבה של ביטחון בנכונות ובשלמות של המידע שמתפרסם מטעם החברה. דעת הרגולציה היא, שהפיכת תהליך הכנה ואישור הדו"ח התקופתי לתהליך פורמלי ומובנה מסייעים לדירקטורים עצמם. החובה לבצע הערכה על האפקטיביות של הבקרה על הדיווחים והגילוי, מספקת להם מעין "מראה" על טיב התהליך. התהליכים השונים של הדיווח הופכים להיות שקופים יותר.

יתרה מכך, ולמרות הביקורת על ריבוי הפרוצדורות, יש דירקטורים שטוענים כי קיימת מידה גדולה של חפיפה בין קיום נהלים תקינים לבין בחינה של המהות העסקית של החברה, שכן אין אפשרות לקיים את הבחינה הזו בלי נהלים מסודרים ושיטתיות. הדבר יכול לאפשר לדירקטור לקבל תמונה מקיפה אודות התהליכים העסקיים בחברה, כך שלא רק ששיקול-הדעת של הדירקטור לא הוגבל, אלא הורחב למעשה.

יחד עם זאת, אין להתעלם מהביקורת שבאה מצד אלה הטוענים שהליכים אלה כרוכים בהשקעה גדולה של זמן ומשאבים של החברה. ואכן, העלויות הכרוכות בגיבוש ובהטמעה של המנגנונים הדרושים עלולות להיות גדולות. הטענה היא, שגם אם נכונה ההנחה שהגברת הבקרה תורמת להבנת תהליכים, עדיין התועלת הזו נמוכה מהעלויות הנובעות מהמאמץ הנוסף.

יתר על כן, עבור חברות קטנות, ואף בינוניות, אין כל יחס בין העלויות הנדרשות כדי לעמוד בסעיפים שדורשת הרגולציה לבין היקף פעילותן. הדבר נכון, לדעת דירקטורים שונים, גם אם רשות ניירות ערך

עבור חברות קטנות, ואף בינוניות, אין כל יחס בין העלויות הנדרשות כדי לעמוד בסעיפים שדורשת הרגולציה לבין היקף פעילותן



לפני שתיקה סיכון פיננסי קח את הספר



ההתפתחויות של השנים האחרונות בתחומי הדיווח הפיננסי והרגולציה, מחייבות מנהלים, מנהלי כספים, רואי חשבון ואנליסטים להכיר יותר ויותר לעומק את העולם הסבוך והדינמי של מכשירים פיננסיים וניהול סיכונים.

המחברים ראויים לכל שבח על "עשיית סדר" של ממש בנושא המורכב של מכשירים פיננסיים וניהול סיכונים. כתיבתם בהירה, מקיפה ובעיקר פרקטית. לא יהא זה סיכון בלתי מחושב מצידו לומר שספרם יהפוך ל"מורה נבוכים" למנהל הישראלי בתחום זה.

ד"ר אייל סולגניק משנה למנכ"ל אי.די.בי חברה לפיתוח בע"מ ומנהל כספים ראשי

מחיר רגיל: 269 ש"ח | מחיר למנויי גלובס: 239 ש"ח. להזמנות חייגו:
03-9538900/772 או www.globes.co.il/library

המחירים כוללים מע"מ ואינם כוללים דמי משלוח, מ.ל.ח.

עסקאות מול בעל שליטה, דיבידנד והפחתת הון



אל רשות ניירות ערך צריך להוסיף גם את המחלקה הכלכלית של בית המשפט המחוזי בתל אביב, והאפשרות של הגשת תביעה מצד משקיעי מיעוט.

לכן, סוגיית טובת החברה נמצאת היום יותר מתמיד על שולחן הדיונים של הדירקטוריון. לכאורה, מלאכתם של הדירקטורים עשויה להיות קלה, ואם יבחרו בכך, הם יכולים לעשות שימוש בנוהלים ותקנות כדי לשמר את האינטרסים של החברה. שהרי בכל אותם נושאים כמו עסקאות עם בעלי שליטה, ניגודי-עניינים או הפחתת הון, ישנם מהלכים פורמליים שצריך לקיים.

נקודת המוצא של אותם דירקטורים הסוברים שזו הדרך לנהוג במקרים כאלה היא, שיש יכולת לטפל בצורך להבטיח הגינות באמצעות מנגנון שומרי הסף. אחד המרואיינים ביטא זאת כך: **"יש חוק ברור בעניין הזה. יש ועדת ביקורת, יש דירקטוריון. צריך לדאוג שתהליך קבלת החלטות מתבצע על-פי ההליכים שנקבעים בחוק. אם יש ניגודי-עניינים, החוק מאפשר לפעול במסלול מסוים. יכולים לבוא ולומר, שבפרקטיקה הישראלית יש דברים פחות טובים מהרמה ההגונה, אבל זה המבחן של הדירקטוריון"**.

אלא שבדיקה מפורטת יותר של הפרקטיקה הנפוצה בקרב דירקטוריונים בסוגיות של ניגודי-עניינים, עסקאות עם בעלי שליטה ואפילו תשלום דיבידנד מגלה מציאות אחרת, הרבה יותר מורכבת. אכן ישנה הקפדה על החוק, ברמה הפורמלית.

ואכן, דירקטורים מדברים על עלייה משמעותית בפנייה לקבלת חוות-דעת מיועצים חיצוניים, בין אם מדובר בחוות-דעת משפטיות, או הערכות שווי של עסקאות, אשר יקבעו אם מחיר נכס מסוים, או עסקה מסוימת מקיימים את דרישת ההוגנות. כל זה כאשר ישנו רצון לתיעוד מפורט של צעדים אלה.

אך אם לשפוט על-פי השיחות שנוהלו, בכמה מקרים הדירקטורים לא מסתמכים רק על תהליך.

כפי שידגש להלן, קיימים סדרה של שיחות לא-פורמליות והסדרי אד-הוק, אשר באמצעותם הדירקטורים מנסים לגשר בין טובת החברה לבין האינטרסים של בעלי השליטה.

לכאורה, קיומם של פתרונות אד-הוק, והסדרים לא-פורמליים, מבטאים את תחושתם של הדירקטורים כי הסכמתו של בעל השליטה נחוצה לכל מהלך מהותי של החברה, או שהדירקטוריון הוא נטול העוצמה הנדרשת כדי לפעול אך ורק על-פי הבנתו.

אך סוג זה של הסדרים לא-פורמליים קשור גם למצבים אחרים, פחות קיצוניים, והם שעומדים, גם היום, בבסיס לא מעט מהדילמות שעמן מתמודד הדירקטור. אחת המסקנות העולות מהשיחות עם הדירקטורים היא, שכאשר התעורר חשש של פגיעה בטובת החברה, נפתח מעין משא-ומתן לא-פורמלי בין בעל השליטה

הקבוצה השנייה של נושאים שעמם מתמודד הדירקטוריון כוללת עסקאות מהותיות עם בעל השליטה, עסקאות שבהן יש אפשרות של ניגוד-עניינים ומהלכים אשר יש בהם אפשרות לפגוע בחברה, כמו הפחתת הון ואף חלוקת דיבידנד כאשר, לכאורה, ישנו עודף לחלוקה.

המאפיין המרכזי של אותם מהלכים הוא הפוטנציאל של פגיעה בטובת החברה, שעליה אמור לשמור הדירקטוריון. ואכן, שמירה על טובת החברה היא מחובותיו המרכזיות של כל דירקטור, אשר מחובתו לפעול בתום-לב כדי להשיג מטרה זו. את הפרקטיקה הקיימת בישראל בסוגיות אלה לא ניתן להפריד ממאפייני הבעלות על חברות ציבוריות בישראל, אשר אצל רובן המכריע קיים בעל שליטה.

לא רק זאת, אלא שבמציאות הישראלית לבעלי השליטה יש לעתים החזקות במספר חברות, מה שעלול לעורר בעיות של ניגוד-עניינים בינו לבין תאגיד זה או אחר שבשליטתו. בעיה זו מחריפה כאשר מביאים בחשבון את מבנה הבעלות בחלק מהחברות, המאופיינת ב"פירמידות של שליטה" (ראו להלן), שבהן לפרט או לתאגיד יש שליטה על חברה ציבורית, על אף שבפועל שיעור הזכויות שלו על תזרימי הרווח קטן יחסית.

זה כמה שנים ישנו תהליך שמונע על-ידי הרגולציה, של הצבת חיץ הולך וגדל בין ההתנהגות בפועל של הדירקטור לבין האינטרסים של בעל השליטה. כוונת הרגולטור היא להציב את אותו חיץ במקום הזהות הכמעט מוחלטת שהייתה קיימת ביניהם קודם לכן. דירקטור חייב להיות מודע למצב זה, ולהתנהג בהתאם בבואו לדון ולהצביע בדירקטוריון או בוועדותיו.

מזווית הראייה של התנהגות הדירקטור, הגינות בעל השליטה צריכה להתבטא בהימנעות ממהלכים שיש בהם כדי להעביר נכסים, או משאבים, של החברה אל עצמו או אל מקורביו בלי תמורה הוגנת.

הרוב המכריע של המרואיינים ציינו, כי מצבים של מחלוקת בין בעל השליטה לדירקטוריון, או של התנגדות של הדירקטוריון לקדם אינטרסים של בעל השליטה, היו יחסית נדירים בעבר. אם בכל זאת התרחשו, הם בדרך-כלל נפתרו באמצעות הסדרים אד-הוק אשר נקבעו בין בעל השליטה לבין דירקטור אחד, או חלק מהדירקטוריון.

אך גם במקרה זה צריך לדבר על שינוי אשר הולך ומתחולל, ועל תקופת מעבר. כך לדברי אחד המרואיינים: **"אנו מצפים שהתנהגות של בעל השליטה, או החברה-האם, תהיה הוגנת. בכל מקרה, הדירקטורים מודעים מאוד לנוכחות של רשות ניירות ערך, ודרישותיה, ומניחים שבעלי שליטה מודעים אף הם לכך. לכן הציפייה היא, שבעל השליטה יתנהג בהגינות"**.

יהיו תלויות באותו משא-ומתן מקדים בין בעל השליטה למחזיקי מניות מהמיעוט. זאת, אם המלצות ועדת הריכוזיות "יזלגו" למרבית החברות הציבוריות בישראל.

מצד שני, יש מי שסבור שאין ביסוס אמפירי לטענה זו, לפחות בעניין אישור עסקאות מהותיות עם בעלי שליטה. ישנו מחקר המצביע על כך, שהצבעתם של משקיעים מוסדיים באסיפות כלליות, בעד או נגד אישורים לעסקאות אלה, קשורה לאינטרסים אחרים של החברה המנהלת אותם, למשל חיתום, ולהיותם חברה ציבורית עם בעל שליטה¹.

לעומת זאת, המשקיעים המוסדיים אקטיביסטיים יותר בכל הקשור לאישור של תנאי תגמול לבעלי משרה בכירה בתאגיד, כך שניתן לצפות למידה גדולה יותר של מו"מ מקדים במקרים אלה.

בהקשר זה, נציין את חיזוק הכוח של משקיעי מיעוט באסיפות כלליות על-ידי תיקון 16 לחוק החברות. מדובר בהעלאת הרף של תמיכה דרושה לאישור עסקה חריגה, או תגמול לבעל שליטה, משליש לחצי מהקולות ה"לא נגועים". וכך נוצר תמריץ לבעל השליטה להגיע להסדרים מוקדמים עם משקיעי המיעוט, לעתים קרובות משקיעים מוסדיים הנתונים לביקורת ציבורית².

חובת אמונים בפירמידות

סביב שאלת הפירמידות העסקיות מתנהל בישראל דיון ציבורי די סוער, כאשר ועדת הריכוזיות התייחסה לכך בהרחבה במסקנותיה. בין היתר נטען, כי דירקטורים ב"תחתית" הפירמידה עלולים לפגוע באינטרסים של החברה, אם הם מתחשבים באינטרסים של בעל השליטה.

דפוס של ניסיון למצוא הסדר אד-הוק, או של שיחות לא-פורמליות, תואם את מה שצוין בתיבה בהקשר לקשרים של הדירקטוריון עם בעל השליטה. אלא שהנקודה המהותית, בהקשר של הדוגמה הזו, היא שחלק מהדירקטורים ציינו כי בחברות שבהן הם מכהנים, ועדת הביקורת עסוקה בניסוח סדרה של קריטריונים אשר קובעים מתי, לדעת החברה, יש להעניק לה זכות סירוב ראשונה בעסקאות כאלה, או במצבים דומים. חלק אחר אף ציינו את הצורך במעין הליך תחרותי בתוך אשכול החברות, כדי להגיע להחלטה; לא כתוצאה של הסדר חד-פעמי, אלא כתוצאה של קריטריונים קבועים ופורמליים.

הדבר בא להמחיש את האופן שבו עידן המעבר בממשל התאגידי בישראל משתקף בתפקוד הדירקטוריון מול בעל

לבין דירקטור, או קבוצת דירקטורים. משא-ומתן זה נערך מעבר לדיונים פורמליים בדירקטוריון, או לצדם, לגבי מהלכים שבעל השליטה מקדם, ועלולים לפגוע בחברה.

לעתים קרובות, הסדרים לא-פורמליים כאלה קיימים בחלק מהחברות, שבהן משרת לפחות דירקטור אחד עם ניסיון רב יחסית, אשר התנסה במצבים דומים בעבר, וזוכה לאמון בעל השליטה. הדיון הלא-פורמלי לא מבוסס על קריטריונים, כאשר המשא-ומתן מתייחס לגופו של אותו מהלך. הכוונה היא, להניא את בעל השליטה מהבאת מהלך מסוים לאישור או לשנות פרטים מסוימים בעסקאות או פעולות שונות.

עסקאות עם בעלי שליטה

כאשר מדובר בעסקאות מהותיות עם בעלי שליטה, ישנו מסלול פורמלי מוגדר לאישורן. עסקאות כאלה חייבות להיות מאושרות על-ידי ועדת הביקורת, שבה יש רוב דירקטורים-חיצוניים ובלתי תלויים. לאחר אישור זה, אם הוא מתקבל, העסקה חייבת באישור הדירקטוריון, ולבסוף היא צריכה לזכות בתמיכה של לפחות מחצית מהקולות של משקיעי המיעוט (או "קולות לא נגועים בניגוד-עניינים") באסיפה הכללית.

למעשה, קיימת השערה, גם בקרב דירקטורים, כי בחלק מהמקרים של עסקאות כאלה, יוזם בעל השליטה שיחות מקדימות עם בעלי מניות המיעוט בחברה. המטרה היא, לבחון את מידת התמיכה או ההתנגדות של אותם משקיעים מהמיעוט – לעתים קרובות משקיעים מוסדיים – לעסקה המוצעת.

אחת הראיות לכך שתהליך של התייעצות מוקדמת עם משקיעים מוסדיים אכן מתקיים, היא שיעור האישור הגבוה מאוד – של יותר מ-80% – מעסקאות אלה בידי האסיפות הכלליות של חברות ציבוריות. הטענה היא, שהשיעור הגבוה של אישורים מצביע על כך שבעל שליטה מתחיל בהליכים של אישור של עסקה רק לאחר שהוא משתכנע שיש לו תמיכה מספקת באסיפה הכללית.

תהליך זה של התייעצות מוקדמת, עשוי לסייע לפתור לפחות חלק מהדילמות שאיתן מתמודד הדירקטוריון ביחסיו עם בעל השליטה. הדברים אמורים במיוחד לגבי עסקאות מהותיות שבהן יש חשש לניגוד-עניינים, אך אפשר שגם סוגיות כמו תגמול לבעלי משרה בכירה,



קיימת השערה, גם בקרב דירקטורים, כי בחלק מהמקרים של עסקאות עם בעלי עניין, יוזם בעל השליטה שיחות מקדימות עם בעלי מניות המיעוט

השליטה הוא הגורם אשר יכול להחליט לשתף את שתי החברות באותה הזדמנות עסקית, תוך יצירה של שותפות ביניהן, או תוך חלוקה של העסקה בין שתיהן. במקרה זה הוא עלול למצוא את עצמו נזקק לאישורים מיוחדים לביצוע עסקה עם צדדים קשורים על-פי התהליך הקבוע בחוק החברות. אך על-פי הניסיון, בעל השליטה יכול גם להעדיף את אחת החברות. למשל, הוא יכול להעדיף את חברה א', שבה שיעור ההחזקה שלו גבוה יותר. במקרה זה, חובת האמונים של הדירקטור בחברה ב' מחייבת אותו לדרוש שתינתן לחברה זכות להתמודד על אותה הזדמנות במבחן שוק. כמה מהדירקטורים ציינו, שבעבר, במצבים כאלה, החלטת בעל השליטה הושפעה משיחות לא-פורמליות עם דירקטורים בחברות המעורבות.

דיבידנד במחשבה תחילה

חלוקת דיבידנדים מתוך רווח שצברה החברה היא מהלך מקובל בחברה ציבורית, ואף צפוי, במיוחד כאשר רוצים שהציבור-משקיעים פרטיים או גופים מוסדיים – ישקיע את כספו במניותיה. ישנן חברות עם מדיניות חלוקת דיבידנדים קבועה ומוצהרת. למשל, חלוקת אחוז מסוים מהרווח הנקי מדי רבעון או מדי שנה. במקרים אלה, הדירקטוריון קובע מראש את התנאים לחלוקה, ובכך מתווה את אופן אישורה התקופתי. החלטה כזו תמשוך משקיעים שמעוניינים להחזיק בחברות מחלקות דיבידנד, ובמיוחד משקיעים לטווח ארוך.

החוק מטיל מגבלות על חלוקת הדיבידנד: הוא חייב להיות מתוך רווח שאותו ניתן לחלק, אלא אם כן בית המשפט אפשר את החלוקה ללא קיום רווח והפחתת הון החברה



החברה יכולה להודיע גם מראש על מדיניות של אי-חלוקת דיבידנד לתקופה מסוימת, למשל, עד אשר יגדלו יתרות המזומנים שלה לסכום מסוים. במגזר הפיננסים, ובמיוחד בבנקים, יש לרגולציה משקל גדול מאוד בקביעת גובה ועיתוי חלוקת הדיבידנד. המפקח על בנקים מנע בעבר חלוקת דיבידנדים של בנקים עד להגדלת הלימות ההון לשיעור מסוים, ובסמכותו לחזור על הוראות אלה על-פי צורכי הציבות הפיננסית של הבנקים והמשק. לרוב החברות הציבוריות בישראל אין מדיניות מוצהרת של חלוקת דיבידנד, ובתנאים אלה צריכים לאשר את היקפו על-פי דיונים שמתקיימים לגופה של ההצעה המובאת לדירקטוריון. החוק מטיל מגבלות על חלוקת הדיבידנד: הוא חייב להיות

השליטה. ניסוח פורמלי של קריטריונים, אשר יגנו על האינטרסים של החברה, מול בעל השליטה לא היו נהוגים בעבר, אך זה הולך ומשתנה. גם אם מדובר בתופעה לא נפוצה, העובדה שבמספר חברות דירקטורים מצאו לנכון ללכת בדרך זו, משקפת את אותו פער שהולך ונוצר בין בעל שליטה לבין הדירקטורים.

ואכן, הצורך לפעול בתום-לב לטובת החברה, הופך להיות במצבים כאלה מעין תמרור אזהרה, והתגובה עשויה להיות ניסוח של כללי פעולה אשר יחייבו את החברה.

הוכחה נוספת שזה אכן הכיוון הצפוי בעתיד הקרוב, נמצאת במסקנות של ועדת הריכוזיות אשר פורסמו בפברואר 2012. על-פי המלצות אלה, דירקטוריון של "חברה ציבורית" יצטרך בעתיד לאמץ תהליך תחרותי (למעשה מכרז), בבואה לבחור ספקים של שירותים או אשראי, או לגלות למה לא עשתה זאת. בעצם, עסקאות אלה הן מעין מקבילה לאותה עסקה היפותטית שהוצגה בראיונות, כך שברור שגם החשיבות של ההליך התקין תגבר, ועמה תגבר הדרישה בדבר תיעוד וגילוי מצד הדירקטוריון. יודגש כי ב"חברות פער", סביר להניח שהקריטריונים הפורמליים האלה יתקיימו לצד הסדרים אד-הוק ושיחות לא-פורמליות עם בעל השליטה, אשר תוצאותיהם יובאו לדירקטוריון.

חברת פער היא חברה שיש בה פער בין היקף ההחזקה בפועל של בעל השליטה בהון, לבין זכויות ההצבעה שלו. הפער נוצר עקב החזקה משורשרת במבנה של פירמידה, המאפשר לבעלי ההון שליטה מרבית בחברות-בנות באמצעות השקעה מינימלית בהן.³

משחק חברות

כדי להתמודד עם שאלת חובת אמונים בפרמידות, במסגרת השיחות עם הדירקטורים הוצג בפניהם מצב היפותטי, שבו קיימת הזדמנות עסקית מסוימת שאותה יכול בעל השליטה להפנות לחברה א', שבה שיעור החזקתו היא מלאה, או כמעט מלאה, או לחלופין לחברה ב', שבה הוא מחזיק, בשרשור, הרבה פחות מ-50% מהזכויות על הרווחים.

שתי החברות המוחזקות הן בעלות יכולות דומות בכל הקשור לניצול אפשרי של אותה הזדמנות עסקית. הדירקטורים התבקשו לנבא את התנהגות בעל השליטה, והתנהגות הדירקטוריון של חברה ב', וזאת על מנת ללמוד משהו על הדרך שבה מתנהגים דירקטורים בחברות "פער", כפי שהן כונו על-ידי ועדת הריכוזיות. יודגש, כי שאלה זו הוצגה בטרם היו ידועות המלצות ועדת הריכוזיות, כך שהתשובות משקפות את דעות הדירקטורים בטרם ידעו את דעת הוועדה. חלק מהדירקטורים ציינו, כי במקרים כאלה יש חשיבות רבה מאוד להתנהגות של בעל השליטה, או לנציגי חברת ההחזקות היושבת בראש הפירמידה. בעל

המשא-ומתן מוביל, לעתים, להסדרים שמאומצים לאחר מכן על-ידי הדירקטוריון. הסדרים אלה יכולים לכלול, למשל, את הקטנת היקף הדיבידנד, התנייתו בהשגת יעדים פיננסיים מסוימים, דחייתו בכמה חודשים, או התחייבות מצד בעלי המניות להזרים הון אם החברה תזדקק למימון עתידי.

שיתופי פעולה בדירקטוריון

הערות אלה באות להדגים את העמדה של דירקטוריונים רבים בישראל: הצורך למצוא הסדרים שיאפשרו לשני הצדדים, הדירקטורים ובעל השליטה, לשתף פעולה, תוך שהאינטרסים של החברה נשמרים.

למערכת השיקולים של הדירקטור הולכות ונכנסות, בעוצמה מתגברת, דרישות הרגולציה אשר באות להגביר, גם בסוגיה זו, את חשיבות ההליך. באמצעות דרישות גילוי והנחיות מפורשות, הרגולציה הפכה בשנים האחרונות נושאים שבעבר נחשבו על-ידי הדירקטור כנתונים לשיקול-דעת, לעניין שהוא חובה. למשל, עמידה על מבחן כלכלי לבחינת כושרה של החברה לעמוד בהתחייבויות שלה, על מבנה ההון שלה או על תוכניות השקעה עתידיות.

הרגולציה הרחיבה גם את הדרישות לתיעוד של תהליך קבלת החלטות על-ידי הדירקטוריון, לרבות הצגת הנימוקים בעד אישור החלוקה וחוות-דעת של יועצים מקצועיים. משמעות הדברים היא, שגם בעניין זה הדירקטור הבודד עלול למצוא את עצמו בעתיד נתון במערכת של דרישות או ציפיות סותרות. מצד אחד, בעל השליטה אשר מצפה שהדירקטוריון יתחשב בצרכיו; ומצד שני, הרגולטור המטיל על מועצת המנהלים חובות בתחום ההליך והנוהל, ומעצים את הדרישה לשקיפות ולגילוי.

יש להניח, כי התוצאה גם פה תהיה של הקפדה גדולה יותר על ענייני נוהל, הסתמכות גוברת על יועצים חיצוניים וחוות-דעת שלהם, והקפדה על תיעוד ורישום בפרוטוקולים. עם זאת, לפחות בחלק מהחברות, יהיה לדירקטוריון תמריץ ללכת בכיוון של הגדרה של מדיניות חלוקת דיבידנדים כדרך של הפחתת לחצים בעתיד.

מתוך רווח שאותו ניתן לחלק, אלא אם כן בית המשפט אפשר את החלוקה ללא קיום רווח והפחתת הון החברה. אסור שתשלום הדיבידנד יסכן את היציבות הפיננסית של החברה ויקרב אותה למצב של חדלות פירעון. אם בוצעה חלוקה אסורה על-פי קריטריונים אלה, מסתכנים הדירקטורים בהפרה של חובת האמונים, ובעלי המניות יידרשו להחזיר את הכסף לחברה.

באופן טבעי, הדיון על חלוקת דיבידנד מלווה בהצגה של מצבה הפיננסי של החברה, ויכולותיה הפיננסיות, הן בהווה והן בעתיד. זאת, על-סמך תחזית הכנסות ומצבת התחייבויות אשר כוללת גם התייחסות למצבת ההתחייבויות העתידיות, והיכולת של החברה לעמוד בהן.

יש מקרים שבהם הדירקטורים לא מסתפקים בקיומו של רווח בהגדרה חשבונאית כמניע לחלוקה, אלא רוצים לדעת גם מה מקורו של רווח זה. לדוגמה, חלק מהדירקטורים טענו, כי רווח הנובע מעלייה בשווי ההון של נכס מסוים, במיוחד נדל"ן, לא יתקבל על ידם כסיבה שיכולה להצדיק חלוקת דיבידנד, אם אין תהליך כלכלי אשר יכול לאשר שעליית הערך היא פרי של תהליך כלכלי הנמשך על פני זמן, ויתורגם לתזרים מזומנים.

על-פי עדויות הדירקטורים, תהליך הדיון מלווה לעתים בקבלת חוות-דעת של ייעוץ חיצוני לגבי שווי נכסים, או לגבי תזרים מזומנים צפוי של החברה, או צורכי מימון עתידיים. אך גם פה יש צורך לציין את שיקול-הדעת של הדירקטוריון אשר מביא בחשבון תוכניות השקעה עתידיות של החברה, מצב נזילות עתידי, או הצורך ליצור זרבות בשל אי-ודאות עסקית.

אם ההצעה עומדת בקריטריונים האלה, ואין דירקטורים אשר חשים שיש פגיעה אפשרית, בהווה או בעתיד, אפשר שהיא תאושר על-ידי מועצת המנהלים, בכפוף לשיקולי המס של החברה. אחד הדירקטורים שרואינו הגדיר זאת כך: **"בחברה ציבורית חלוקת דיבידנד צריכה להיות נורמה, ולא יוצא מן הכלל. אם החלוקה עומדת בתנאים, הדירקטוריון צריך לאשר אותה"**.

אלא שיש דירקטורים אשר ציינו, שיש מקרים שבהם הם חששו שהצעה מסוימת של חלוקה, אשר באה לשרת את האינטרס של בעל השליטה, תפגע בחברה. אלה הם המקרים שבהם, עד היום, נדרש גיוס שיקול-הדעת והניסיון של חברי מועצת המנהלים.

במקרים אלה, הדירקטורים חשים כי בלי שיתוף של בעל השליטה, והסכמתו, לא ניתן להגיע להסדרים מספקים מבחינת טובת ועתיד החברה, כאשר שאלת הדיבידנד עומדת על הפרק. חלק מהדירקטורים ציינו עוד, כי גם במקרים אלה, כאשר מתעורר חשש שהחלוקה עלולה לפגוע בטובת החברה, מקובל לנהל מעין משא-ומתן לא-פורמלי עם בעל השליטה.

1. Assaf Hamdani and Yishay Yafeh, Institutional Investors as Minority Shareholders: Do They Matter When Ownership is Concentrated? CEPR Discussion Paper No. DP7934. (July, 2010).
2. נזכיר בהקשר זה את המלצת הביניים של ועדת הריכוזיות לאפשר שיחות בין משקיעים מוסדיים המיוצגים באסיפות כלליות כדי להגיע לעמדה משותפת. אם תאושר הצעה זו, יהיה בכך כדי לחזק מאוד את כוחו של המיעוט ולצמצם את מרחב התמרון של בעל השליטה.
3. כתבה של עירית אבישר ("גלובס") מיום 29 בנובמבר 2011, "מהי חברת פערי?"

לפני שתעשו את הצעד, כדאי שתיקחו את הספר ליד

מיזוגים ורכישות הלכה למעשה:
עיצוב, תכנון ויישום האסטרטגיה

”

אסטרטגיה אגרסיבית של מיזוגים ורכישות בינלאומיים היוותה גורם מכריע בהצלחת חברת טבע ובהפיכתה למובילה עולמית בתחום הפארמה. התרשמותי היא כי ספר זה מאיר את נושא המיזוגים והרכישות מהיבטים רבים והינו רלוונטי מאוד למגוון רחב של קוראים: מנהלים בחברות, יזמים או סטודנטים למנהל עסקים”

אלי הורביץ, טבע

חדש!
חובה לכל
מנהל!

בעולם העסקי, אסטרטגיית מיזוגים ורכישות הינה אחת מהאסטרטגיות המרכזיות לייצר ולשמר יתרון יחסי. ספר רחב יריעה זה מבאר את המושגים המקובלים בתחום, כמו גם את היתרונות והחסרונות, הקשיים והסיכונים של האסטרטגיה. הספר מכיל ידע אקדמי ופרקטי עדכני ושזור בדוגמאות רבות של מיזוגים ורכישות מהארץ והעולם.

מחבר הספר, ד"ר עומרי מורג, הוא מרכז הקורס "ניהול אסטרטגי" במחלקה לניהול וכלכלה באוניברסיטה הפתוחה, סמנכ"ל שיווק ומכירות בחברה בתחום האנרגיה, ויועץ בתחום מיזוגים ורכישות.

385 ענף' מחיר רגיל: 229 ש"ח | מנוי: 199 ש"ח | אתר: 189 ש"ח



ניהול סיכונים



ניהול סיכונים בחברות פיננסיות

בישראל, בדומה למקומות רבים בעולם, חברות פיננסיות נמצאות בחזית בכל מה שקשור לניהול סיכונים, והדבר משתקף בדיוני הדירקטוריון. בעקבות דרישות הרגולציה, הטיפול המערכתי בניהול סיכונים התפתח מאוד בדירקטוריונים של בנקים, ולאחר מכן ביתר החברות הפיננסיות. במקרים אלה, ניהול הסיכונים כולל חובה ברורה להביא לדיון בדירקטוריון, ו/או בוועדותיו, את כל קשת הסיכונים, תוך הבחנה בין סיכונים ליבה לסיכונים האחרים.

הממונה על שוק ההון אף הנחה את הדירקטוריונים של גופי החיסכון הארוך – כיצד לנהל ישיבות בנושאים הקשורים לניהול הסיכון. הרגולציה שמושתת על גופים פיננסיים מחייבת את קיומן של ועדות ייעודיות לטיפול בסיכונים שונים, כאשר מעליהן קיימת ועדת ניהול סיכונים. היא מכתיבה את הקשרים בין הדירקטוריון להנהלה בסוגיות אלה, לרבות חובות דיווח ומועדיו, ומינוי של ממונה על ניהול סיכונים בחברה. הרגולטור קובע גם את אופן ההתגוננות מפני סיכון, בדמות כריות הביטחון הנדרשות במונחי הלימות הון, נזילות מינימלית וקיום של מנגנוני הבטחה על מערכות המידע. כמו כן, נקבעים מדי פעם כללי התנהלות בתחום סיכונים אשראי, לרבות סוגי ביטחונות והגבלות על לוואי יחיד או קבוצת לוואים. בגופים המנהלים חיסכון לטווח ארוך, ישנן הגבלות על סוגי נכסים שניתן להחזיק בהן על-פי קטגוריות של סיכון.

דירקטורים במגזר הפיננסיים הדגישו בשיחות איתם את העובדה, שלא ניתן להפריד בין הדיון על האסטרטגיה העסקית של החברה, לבין שאלות של סיכון וניהול, לרבות סוגיות של הלימות הון או נזילות נדרשת. דבר זה שונה מחברות לא פיננסיות, אשר ברבות מהן שאלות של אסטרטגיה עסקית מופרדות עדיין מהדיון על ניהול הסיכונים.

לא רק חברות פיננסיות נתונות לפיקוח הדוק בסוגיית ניהול הסיכונים; גם חברות ממשלתיות, ובמיוחד הגדולות שבהן, מחויבות ליישם פרקטיקה מתקדמת, בעקבות הנחיות של רשות החברות הממשלתיות.

הפרקטיקות של ניהול סיכונים בחברות גדולות

חברות גדולות במשק, לרבות הדירקטוריונים שלהן, מאמצות, בקצב גובר, תרבות של ניהול סיכונים אשר מדמה, או מנסה להתקרב, לפרקטיקה המיטבית. הדבר

בוצע שלישית של סוגיות שבהן עוסק הדירקטוריון כוללת את כל אותן שאלות ופעילויות תחת הכותרת "ניהול סיכונים". כפי שיודגש להלן, המאפיין של פעילויות אלה הוא המשקל הרב שיש לכישורים ולשיקול-הדעת של הדירקטורים, ובצדם החשיבות, שהולכת וגדלה, למתודולוגיות מובנות ולהליכים מוגדרים.

כל חברה עסקית חשופה לסדרה ארוכה של סיכונים, שמשתנים מחברה לחברה על-פי אופי וענף פעילותה, גודלה או מיקום שווקה וספקיה. רשימה חלקית של הסיכונים תקיף:

- **סיכונים מסחריים או כלכליים.** הסיכוי להרעה בתנאי השוק, במחירי חומרי הגלם, כניסת מתחרים וכיו"ב;
 - **סיכוני שוק או סיכונים פיננסיים.** פגיעה בחברה עקב שינוי במחירי ניירות ערך שבהן היא מחזיקה, או כל נכס פיננסי אחר, לרבות מטבע-חוץ;
 - **סיכונים תפעוליים,** כמו תקלות במערכות מידע, פגיעה בשרשרת ההספקה, לוגיסטיקה, תשתיות פנימיות, תרמיות והונאה של עובדים;
 - **סיכוני אשראי** הנובעים מהסיכון של אי-תשלום חובות על-ידי לקוחות;
 - **סיכוני חדלות פירעון** שנובעים כתוצאה מאי-עמידה בהתחייבויות כספיות;
 - **סיכונים משפטיים ורגולטוריים,** אפשרות של אי-עמידה בתנאי החוק או הרגולציה.
- חלק מהסיכונים האלה מהותיים לליבה העסקית של החברה. כלומר, נוגעים לתחומים קריטיים לעצם קיומה או לפעולתה. לחלק אחר חשיבות פחותה, גם אם התממשותם עלולה להסב לתאגיד נזקים. דירקטורים אשר טיפלו בנושא ניהול סיכונים מסכימים כי טווח הסיכונים המועלה לדיונים בדירקטוריון יכול להיות רחב, אך הדירקטור אמור לדעת מה גודל החשיפה של החברה אל מול כל אחד מהם, ובאילו מהם חשוב להתרכז. בפועל, ישנה שונות גדולה מאוד באופן הטיפול של דירקטוריונים בנושא ניהול סיכונים. טווח הנושאים שיובאו בפני הדירקטוריון, אופן הדיון עליהם ותכלית הדיון עצמו נקבעים על-פי כמה פרמטרים עיקריים:
- **האם מדובר בחברה פיננסית או לא;**
 - **האם מדובר בחברה גדולה, בינונית או קטנה;**
 - **האם היא חלק מאשכול חברות;**
 - **מה אופי הרגולציה הרלבנטית;**
 - **האם יש מרכיב מסוים בפעילותה – למשל, מאגרי מידע, נגישות של עובדים לתחומים קריטיים וכיו"ב – אשר חושף אותה לסיכון מיוחד.**

דירקטורים במגזר הפיננסיים הדגישו בשיחות איתם את העובדה, שלא ניתן להפריד בין הדיון על האסטרטגיה העסקית של החברה, לבין שאלות של סיכון וניהול



עם הנושא של ניהול סיכונים: הדירקטוריון בוחן גם את טיב המידע שמסרה לו ההנהלה, ואם החלטות אודות מדיניות ניהול סיכונים, לרבות רמות חשיפה, מקוימות בידי ההנהלה. האם יש להנהלה את הכלים הנחוצים כדי ליישם את החלטות הדירקטוריון, והאם היא יודעת להשתמש בהם?

כדי להתגבר על בעיות אלה החלו חברות גדולות, במיוחד בשנים האחרונות, בטיפול ארגוני בסוגיית ניהול הסיכונים. הדבר מתבטא במינוי של ממונה על ניהול סיכונים, במעמד של חבר הנהלה, שעוקב אחרי הטמעת החלטות הנוגעות לנושא, ובוחר את

החשיפות השונות של החברה באופן שוטף. במקביל למינוי זה, הדירקטוריון מקים מתוכו ועדה ייעודית לניהול סיכונים, אשר

מטפלת בנושא באופן שוטף מטעם הדירקטוריון, בשיתוף פעולה עם ועדות רלבנטיות – כספים, רגולציה, מערכות מידע וכיו"ב. הוועדה קובעת מועדי דיווח מצד הממונה על הסיכונים, ונוהלי התקשרות ונמצאות בקשר, על-פי הצורך, עם המנכ"ל וסמנכ"ל הכספים.

במקביל, נקבע כי מעת לעת, בדרך-כלל אחת לשנה, הדירקטוריון כולו מקבל דיווח על החשיפות של החברה והשינויים שחלו בהן. בדירקטוריונים שבהם נהוגה מדיניות ניהול סיכונים רחבה יותר, הדירקטוריון דואג לתיעוד מתאים, לרבות מסמכים המפרטים את המדיניות, את המודלים, את התרחישים והנהלים של התמודדות, כולל מי אחראי לטיפול בתקלות.

חברות בינוניות וקטנות

התיאור לעיל מתאים לחברות הגדולות במשק הישראלי, אשר זה כמה שנים מאמצות מודלים המבוססים על מה שנחשב לפרקטיקה מיטבית. אך מחוץ לחברות אלה, ביתר המגזר העסקי, מיושמות גרסאות רבות של ניהול סיכונים, מהקצה "הסביל" ביותר – כאשר "ניהול סיכונים" מוגבל לבחינת מספר תקלות אפשריות בידי מבקר הפנים – ועד לפרקטיקה דומה לזו של החברות הגדולות.

נושא העלויות משפיע מאוד על החלטות של הדירקטוריון לגבי ניהול סיכונים. העלויות הכרוכות בקביעה של מדיניות סיכונים עלולות להיות גדולות, במיוחד כאשר אין יחס ישיר בינו לבין היקף הפעילות של החברה. העסקת יועצים חיצוניים לשם עריכת סקר סיכונים, קביעת מדדים של חשיפות, הקמת מערך של ניהול סיכונים, לרבות מינוי של ממונה על ניהול סיכונים במעמד של חבר הנהלה, והטמעת הנושא בכל דרגי החברה, כל אלה הם נושאים המצריכים השקעות יחסית גדולות של משאבים וכסף.

בא לידי ביטוי בשיקול-הדעת שמופעל באופן קולקטיבי על-ידי מועצת המנהלים, סוג ההליכים והמתודולוגיה שבהם עושה שימוש הדירקטוריון.

בחברות אלה, כאשר חברי הדירקטוריון מאשרים את התוכנית האסטרטגית של החברה, או את תוכנית העבודה, או אפילו עסקה מהותית, הם קובעים גם מהי הרמה של הפסד שתסכן את החברה, ומהם שולי הביטחון שעל ההנהלה להנהיג בביצוע אותה תוכנית או עסקה, כדי לא לסכן ממש את התאגיד.

כך קובע הדירקטוריון את סוגי הפעילויות ו/או הנכסים אשר מתאימים לרמות הסיכון שאליהן יכולה להיות חשופה החברה. כלומר, בכך קובע הדירקטוריון את רמת "תיאבון הסיכון" של החברה. במקביל,

נקבעות הרשאות כלליות לאמצעי הגנה וגידור מפני סיכון – הגנה על מאגרי מידע, גידור פיננסי וכו' – וגם מי רשאי לקבל החלטות בעניינים אלה.

כפי שיודגש להלן, בסוגיות שקשורות לקביעת האסטרטגיה העסקית של החברה, הדיון בדירקטוריון מושפע מאוד מהתכונות האישיות של הדירקטורים, ממזגם ומאופיים, אך גם משיקול-דעתם, מניסיונם ומכישוריהם. יחד עם זאת, תכונות אופי או כישורים, לא יכולים להתמודד לבדם עם שאלת הסיכון.

חשובים גם הכלים שבהם נעשה שימוש כדי להגדיר את אותם שולי ביטחון, מה עבודת ההכנה שנעשית בוועדות השונות, כיצד הדירקטוריון מבטיח שההנהלה ממלאת אחרי הנחיותיה ואם הדירקטורים מודעים לכל הסיכונים האפשריים. כאן נכנסות לתמונה, בדירקטוריונים רבים, שאלות של הליך ומתודולוגיה.

תמרוני אזהרה

מהשיחות עם דירקטורים, ועם גורמים העוסקים באופן פעיל בניהול סיכונים בחברות, עולה כי ענייני ההליך בתחום זה קשורים לתמרוני האזהרה מרכזיים.

בשלב זה, כדאי להתייחס לשני תמרוני אזהרה כאלה. הראשון נוגע לאפשרות שהדירקטוריון לא יהיה מודע לכל החשיפות והסיכונים, במיוחד כאלה אשר יכולים לסכן את הפעילות העסקית של החברה. הדרך להתגבר על כך היא, בדרך-כלל, עריכת סקר סיכונים. לעתים קרובות בידי גורם חיצוני אשר ממפה את החשיפות של החברה ואת פרופיל הסיכון שלה, ומציג את חשיבות הסיכונים לליבה העסקית של החברה. בגלל השינויים בסביבה העסקית, סקר כזה נערך מדי תקופה על-פי החלטת הדירקטוריון.

השני נוגע לשאלות שקשורות לדרך שבה ההנהלה מתמודדת



העלויות הכרוכות בקביעה של מדיניות סיכונים עלולות להיות גדולות, במיוחד כאשר אין יחס ישיר בינו לבין היקף הפעילות של החברה

על החוק מצד עובדים, תקלות לוגיסטיות, פשיטת-רגל של לקוחות או ספקים וכיו"ב. בגלל מוטיבציה זו של מספר דירקטורים, גדלה הנכונות של הדירקטוריון כולו לבחון את נושא ניהול הסיכונים, ואף להעסיק ייעוץ חיצוני כדי שיסייע בדו-שיח שמתקיים בינם לבין ההנהלה, ובגיבוש של מדיניות מתאימה.

במקרה זה, הדירקטוריון עשוי להחליט להטיל על ההנהלה לערוך סקר סיכונים, לעתים בידי יועץ חיצוני. המטרה של סקר הסיכונים היא לבחון את הסיכונים שאליהם חשופה החברה, ולהגדיר את סיכוני הליבה. גם אם לא ננקטת פעולה נוספת, יש בכך יתרון לא מבוטל מבחינת הדירקטור.

הסקר מאפשר לו הצצה אל מפת הסיכונים של החברה, אל אופי החשיפות, ופרופיל הסיכון שלה. הדירקטוריון מסוגל, במקרה זה, להבחין ביתר קלות בסיכוני הליבה של החברה. כלומר,

בסיכונים מהותיים לעצם פעילותה או ליכולתה של החברה להשיג יעדים אסטרטגיים.

דירקטורים אשר התייחסו לנושא זה

ציינו ששיתוף-הפעולה של ההנהלה הוא חשוב ביותר בעניין זה. זאת, כיוון שהוא יכולה לסייע לדירקטוריון, או לוועדה הרלבנטית, להבין לעומק תהליכים תפעוליים בחברה, לרבות מערכות מידע, תהליכי עבודה והסדרים עם עובדים בעלי גישה לתהליכים מהותיים.

הדבר מודגש היטב ב"נוהל הבנקאי התקין", אך יש גם לגבי חברות אחרות. דירקטורים מודעים היטב לצורך להיות משוכנעים שהם מבינים את פעולות ההנהלה, שהמידע הרלבנטי נמסר להם בזמן אמת, ושהם מסוגלים לנתח ולהבין מידע זה.

הסיכוי שזו תהיה הדרך שבה ילך הדירקטוריון גובר ככל שהוא חש שהחברה חשופה לסיכונים בתחום מסוים, בין אם מדובר במאגרי מידע, תקשורת, לוגיסטיקה, קווי אספקה וכיו"ב. במקרים אלה, הרגישות של דירקטוריון לתקלה או לאירוע מקביל, תהיה גדולה יותר. בכל מקרה, המשתנה הקריטי אינו התקלה עצמה – אם כי תקלה גדולה מספיק יכולה להביא לשינוי מחשבתי – אלא תגובת הדירקטורים. התקלה משמשת תמרור אזהרה, אך מה שחשוב יותר הוא, כיצד תמרור זה מתפרש על-ידי הדירקטורים.

הרגולציה כמחוללת שינוי

להבדיל מהדיווח הכספי, האכיפה של חוק ניירות ערך בתוך החברה, או האישור של עסקאות חריגות, סוגיית ההליך של קבלת החלטות בנושא ניהול סיכונים עדיין נותר בתחומי "שיקול הדעת" של חברי מועצת המנהלים. ייתכן, שזו סיבה

עבור חברות קטנות, עם היקף פעילות מצומצם ביחס לחברות גדולות במשק, הוצאות כספיות אלה עלולות להיתפס כיקרות בהרבה לעומת התועלת האפשרית. הדירקטוריון בחברות אלה עשוי להחליט שמוטב להתרכז בכמה פעולות הכרחיות, ומניעת תקלות קריטיות, בלי לאמץ תוכנית גדולה ומקיפה של ניהול סיכונים.

אלא שנושא העלויות לא יכול להסביר לבדו את הפער הקיים בפרקטיקה בקרב החברות שונות. הדירקטורים עצמם מודים, שגם פה יש לייחס חלק מהשונות לניסיונם ולרמתם המקצועית של חברי מועצת המנהלים. ניהול סיכונים נחשב לנושא תובעני, הדורש תשומות גדולות של זמן ודיונים בדירקטוריון, בסוגיות אשר לא מובנות לחלק מהדירקטורים.

כפי שיודגש להלן, נוכחותו של דירקטור בעל ניסיון, או ידע בנושא יכולה להיות קריטית לבחירת מסגרת התייחסות לסוגיות הסיכון.

כאשר אין דירקטור כזה, הותרת הנושא בידי ועדת הביקורת, העמוסה ממילא בנושאים אחרים, נראה לדירקטוריון כפתרון משביע רצון. זאת, גם

אם בפועל ההנהלה היא שקובעת את אופן ניהול הסיכונים על-פי שיקול דעתה.

במקרים אלה, כאשר קיים חשש לתקלה בתחום מסוים בחברה, הדירקטוריון יאשר בדיקה בתחום הרלבנטי בלבד, כאשר מטילים על מנהל באותו תחום לבחון את המצב. במקרים כאלה, הגבול בין ניהול הסיכונים לבין בקורות אחרות בחברה נותר מטושטש, אם לא הוגדרה מתודולוגיה ברורה של התמודדות עם כל הנושא של ניהול סיכונים.

ללמוד מהניסיון

מה מבדיל בין דירקטוריונים סבילים יותר, לכאלה המעדיפים גישה יוזמת ופעילה יותר? קודם כול הניסיון האישי של חלק מהדירקטורים, שיקול-דעתם ו/או הידע שלהם. הטענה היא, שתכונות אלה קובעות את הדרך שבה דירקטוריונים מגיבים לאותם תמרורי אזהרה אשר ניצבים בפניהם.

כאשר יש דירקטור אחד, או יותר, אשר נחשפו באופן אישי לצורך במדיניות של ניהול סיכונים, גובר מאוד הסיכוי שתמרורי אזהרה אלה יובילו לשינוי בהתייחסות הדירקטוריון כולו. ייתכן, שדירקטורים אלה נחשפו לאירוע משמעותי בחברה אחרת, או שהם מודעים יותר לעובדה שהם, והדירקטורים האחרים, אחראים לניהול הסיכון בחברה. במקרה זה, מאמציו והשפעתו של דירקטור בודד עשויים לגרום לכך שאותו תמרור אזהרה יהפוך להיות ערוץ של שינוי באופן שבו מנוהל הסיכון בחברה.

דוגמאות לכך הן – תקלה טכנולוגית מהותית, מעילה, עבירות



קבלת החלטות בנושא ניהול סיכונים עדיין נותר בתחומי 'שיקול הדעת' של חברי מועצת המנהלים. ייתכן, שזו סיבה נוספת לשונות הגדולה בפרקטיקה בין חברות בתחום זה

ניהול סיכונים ב"פירמידות"

דירקטורים בחברות החזקה, אשר שולטות בשרשרת על חברות רבות, מודעים לכך שהם אחראים לפרופיל הסיכון של הקבוצה כולה, על אף שלכל חברה בקבוצה דירקטוריון משלה, אשר אמור להיות אחראי לנעשה בה. באחריות דירקטוריון חברת ההחזקה לוודא שמדיניות ניהול סיכונים של הקבוצה מיושמת בכל חברה במורד האשכול.

אם לשפוט על-פי השיחות עם דירקטורים בחברות אלה, הרי שהם מודעים מאוד להיבט זה, ומודים שיש סוג של תמימות דעים לגבי הצורך לוודא כי "השפה" של ניהול סיכונים מוטמעת בדירקטוריונים של החברות-הבנות. כמו בנושא של אפקטיביות הבקרה הפנימית, תחושת האחיות על הנעשה בקבוצה כולה יכולה להיות השיקול המכריע.

מציאות זו מחייבת הן את הדירקטוריון, והן את ההנהלה של החברות הנשלטות. במקרה זה, חברי ההנהלה הרלבנטיים, במיוחד מנהל הסיכונים, או האיש אשר מטפל בנושא מטעם ההנהלה, מדווחים הן לדירקטוריון והן גם לממונה על הסיכונים בחברה-האם. בעצם, טווח הנושאים שנדונים בדירקטוריון, קיומה של ועדה ייעודית בדירקטוריון, והטמעת נושא ניהול הסיכונים וגידורם

בחברה כולה, מתחייבים לא פעם מצורכי החברה-האם. השאלה היא, כיצד הדבר משפיע על הממשל התאגידי של החברות הנשלטות, וכיצד נשמר האיזון בין הצורך לוודא מדיניות אחידה לבין הצורך לשמור על עצמאות הדירקטוריון.

בדומה למקרה של הבקורות על הדיווח הכספי, לא ברור מה התוקף האמיתי של האמירה שלפיה הדירקטוריון של החברה-האם מכבד את עצמאות הדירקטוריון של החברה-הבת. מה מתרחש כאשר דירקטורים בחברה-האם חוששים מתקלה בחברה-הבת? האם במקרה זה הם יגבילו את התערבותם לגבולות של הדיווח על-ידי הממונה על ניהול סיכונים, או שמא הם יחשבו שמדובר בעניין הנוגע לפרופיל הסיכון של אשכול החברות כולו, ולכן מחייב גישה פעילה יותר. ככל שניתן לשפוט, גם בעניין זה צריך להתייחס לכל דירקטוריון ודירקטוריון לחוד, וכך אפילו לגבי כל החלטה והחלטה, מכיוון שסוגיות אלה החלו להתעורר רק בשנים האחרונות.

עם זאת, ראוי לציין כי לאכיפה של מדיניות אחידה של ניהול סיכונים באשכולות של חברות עשויה להיות השלכה על הפצת ה"שפה" של הנהלים השונים הקשורים בנושא. דירקטורים בחברות-בנות, אשר נחשפים לתכנים אלה, עשויים להשפיע על אימוצם על-ידי דירקטוריונים אחרים שבהם הם יושבים, במיוחד אם מתקיימים הגורמים שסוקרו לעיל – שינוי רגולטורי, בחינת אפשרות של תקלות אפשריות או פרסום תשקיף.

נוספת לשונות הגדולה בפרקטיקה בין חברות בתחום זה. יחד עם זאת, צריך להתייחס לאפשרות ששינויים רגולטוריים ימריצו את הדירקטוריון לנקוט גישה פעילה לסוגיות ניהול הסיכונים. הדברים אמורים במיוחד לגבי שינויים אפשריים בהנחיות של רשות ניירות ערך, בשינויים בתקנות ניירות ערך או בתיקונים של חוק החברות. לדעת דירקטורים ואנשי רגולציה, שינויים אלה יהיו לאחד ממחוללי השינויים בעתיד, במיוחד בעידן של אכיפה מוגברת על-פי נורמות של ממשל תאגידי, על-ידי רשות ניירות ערך, או על-ידי פנייה של משקיעים לבית משפט.

הדוגמה אשר ניתנת בדרך-כלל להמחשת טענה זו היא הדרישה לכלול, במסגרת הדוחות של כל חברה ציבורית, טבלה ובה פירוט של סיכונים השוק – הרגישות של החברה לתנועות של ריביות ושערי החליפין – וזאת, במסגרת יישום המלצות "ועדת גלאי השנייה". דירקטורים שונים, וגם אנשי רגולציה, טוענים כי החברות והדירקטוריונים שלהן הפכו להיות מודעים יותר לסיכונים

אלה, ויישמו צעדי ניהול וגידור סיכונים בעקבות הדרישה הזו.

עם זאת, בשיחות עם דירקטורים הודגש כי בחלק מהחברות, הדירקטוריון מתייחס לדרישה זו, כמו

לדרישות אחרות של הרגולטור, כאל מטלה אשר חייבים לעשות את המינימום הדרוש כדי לציית לה. במספר חברות, מעבר לפרסום הטבלה, לא ננקטים מהלכים מקיפים יותר. גם כאשר החברה כן נוקטת פעולה מקיפה יותר ותגדר סיכונים שוק, לא בטוח שיהיה לכך השלכה על יתר הסיכונים שאליהם היא חשופה. באופן טבעי, הדירקטוריון יהיה רגיש יותר לסיכונים השוק ככל שהחשיפה של החברה לסיכונים אלה תהיה גדולה יותר.

גם דרישות אחרות של הרגולציה, כמו זו המחייבת לכלול פרק על ניהול סיכונים בדוח עסקי החברה, מקבלות תגובה דומה. במקרים אלה, הדירקטוריון עשוי לאשר נוסח אשר נכתב ונערך על-ידי סמנכ"ל הכספים, או על-ידי קבוצת מנהלים בראשות מנהל הכספים. הנוסח מפרט מספר סיכונים אשר להם חשופה החברה, אם כי אין הוא מתבסס על סקר מקיף, או על מתודולוגיה ברורה של זיהוי ומדידה של סיכונים.

נציין עם זאת, כי בקרב דירקטורים אחרים, וגם בקרב אנשי רגולציה, התחושה היא שהשינוי הרגולטורי אכן מחולל מפנה. במקרה של סיכונים שוק, למשל, הטענה היא שבמספר הולך וגדל של חברות במשק, הדירקטוריון מקים ועדה למעקב אחריהם, אשר יכולה להסתייע ביועץ חיצוני. אנשי רגולציה מניחים, כי בעתיד, ככל שיתגברו דרישות הגילוי על עסקי החברה, כך תגבר המודעות של מועצת המנהלים לנושא הסיכונים.

**דירקטורים בחברות החזקה מודעים
לכך שהם אחראים לפרופיל הסיכון
של הקבוצה כולה, על אף שלכל חברה
בקבוצה דירקטוריון משלה**



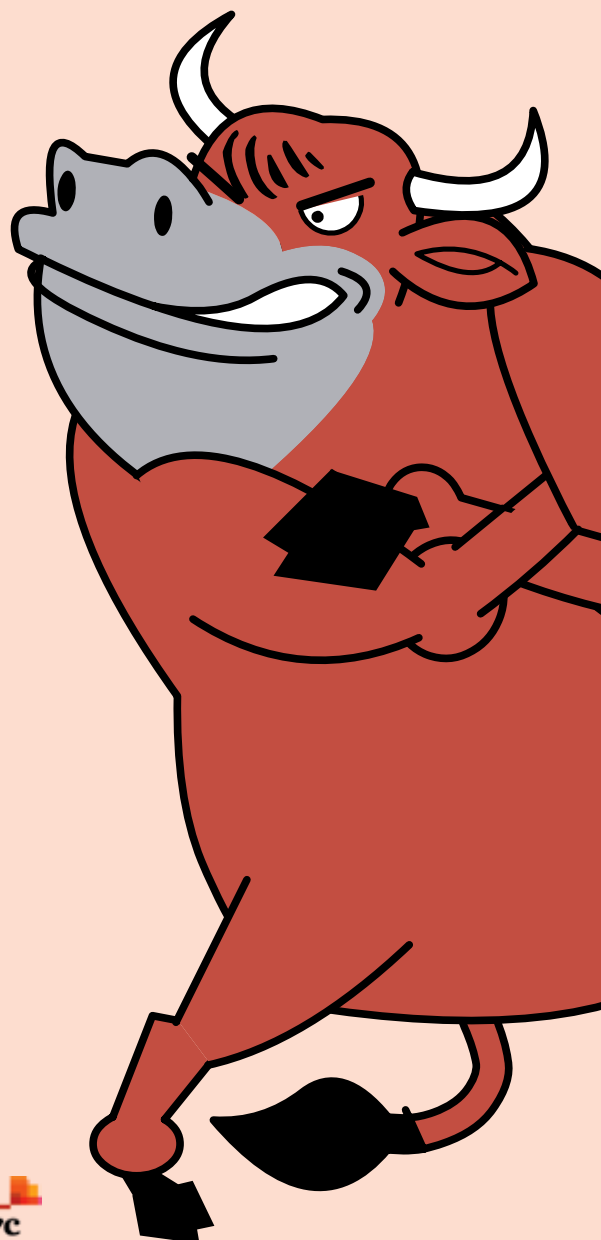
מנהל השקעות?

מדד אמון הצרכנים של ישראל

עכשיו גם פיננסי!

המדד המוביל מסוגו בישראל, שלו כושר ניבוי וחיזוי של מגמות כלכליות בעתיד, מתחדש. מעתה כולל המדד גם מידע אודות התנהגות המשקיעים בשוקי ההון. לראשונה בודק המדד את כוונות המשקיעים להגדיל או להקטין את ההשקעה במניות ובאיגרות-חוב בחצי שנה הקרובה.

היכנסו עכשיו ל globes.co.il/research
וקבלו את כל הנתונים, הפילוחים והפרשנויות בתחום



מדד ינואר
יצא לאור!

אסטרטגיה ותוכניות עבודה



מרכיבים ברורים של מתודולוגיה, של הליך, אשר יש לקיימם כדי להבטיח את טיב קבלת ההחלטות. אלא שמתודולוגיה זו לא יכולה לבוא במקום כישוריו ומיומנותו של הדירקטור. אחד המרואיינים ביטא זאת בדרך ציורית: **"תיאור מילולי של הדרך שבה מייקל ג'ורדן מטביע כדור עדיין לא יגרום למישהו להטביע כמוהו"**.

בהקשר זה, צריך להצביע על תופעה אשר עלתה בשיחות עם חלק מהדירקטורים. מדובר במעין חלוקת עבודה שבה יש דירקטורים אשר נוטלים על עצמם את הטיפול בענייני הנוהל, ומילוי דרישות רגולציה, לעומת דירקטורים אשר יעסקו, באופן מלא, בענייני מהות ובהתוויית אסטרטגיה עסקית. מטבע הדברים, חלוקת העבודה מתבטאת בהשתתפות בוועדות שונות.

קביעת אסטרטגיה והיחסים עם ההנהלה

חוק החברות מטיל על הדירקטוריון לפקח על ההנהלה ולהתוות את האסטרטגיה של החברה. בעניין אחרון זה, הפרקטיקה משתנה מאוד מחברה לחברה. אך בחברות גדולות כקטנות, הדירקטוריון הוא זה שבדרך-כלל מאשר תוכנית שמובאת אליו על-ידי הנהלת החברה – ובעיקר על-ידי המנכ"ל, כנציגו של בעל השליטה. במילים אחרות, גם בתחום זה, כמו בענייני דיווח, בקרה וניהול סיכונים, הדירקטוריון תלוי מאוד בטיב המידע המובא לשולחנו על-ידי ההנהלה.

בגלל אותה תלות, היחסים בין מועצת המנהלים לבין המנכ"ל הופכים להיות לא פעם מורכבים. דירקטורים רבים מסכימים, שבכל הנוגע לבחינת אישור עסקאות מהותיות לחברה, היחסים בין הדירקטוריון, או יו"ר הדירקטוריון, לבין המנכ"ל עשויים להיות מעין תמרור אזהרה.

ישנן חברות שבהן למנכ"ל יש גישה לעומתית לדירקטוריון, ועמדה זו מחלחלת כלפי מטה, לדרגי החברה האחרים. במקרים אלה, המגע בין הדירקטורים לבין בכירי החברה מצומצם, ולעתים נדרשים לא מעט מאמצים כדי להתגבר על בעיות תקשורת והיעדר אמון הדדי. במקרים אחרים, המנכ"ל, ובעקבותיו ההנהלה, עלולים להתייחס לדירקטוריון כאל מטרד נסבל, ומפנים שאלות מהותיות עקרוניות לבעל השליטה. בחברות אלה התהליך של הצגה ואישור של תוכנית אסטרטגית, או תוכנית עבודה, עלול להיות ממושך ורצוף עימותים.

בקצה האחר של הסקאלה נמצאים המנכ"לים אשר מתייחסים לדירקטוריון כאל משאב ידע, ומרבים להתייעץ עמו בשאלות מהותיות. בחלק מהמקרים מקפיד המנכ"ל, שבעלי תפקידים

קבוצה הרביעית של סוגיות שבהן עוסק הדירקטוריון היא תהליך קביעת אסטרטגיה ותוכניות עבודה. בהקשר זה קיימת חשיבות גדולה מאוד, אפילו דומיננטית, למיומנות, לידע, לניסיון ולשיקול-הדעת של הדירקטוריון.

כמו במקרה של ניהול סיכונים, החלטות הדירקטוריון בסוגיות אלה מתייחסות תמיד לעתיד. כלומר, הן תמיד מתקבלות בהקשר של אי-ודאות, וזו הסיבה לחיוניות של ידע וכישרון אצל הדירקטור. יתר על כן, בתחומים אלה הדירקטור הבודד תלוי הן בכישוריו והן גם בכישורי עמיתיו לדירקטוריון, הן במליאתו ובעיקר בוועדות השונות. הדירקטור חייב, לעתים, לקבל החלטות בנושאים שנמצאים מחוץ לתחום התמחותו. או אז נגזר עליו להסתמך על עמיתיו לדירקטוריון אשר יש להם כישורים או מומחיות באותו תחום. הדברים אמורים בעת הערכת תרחישים שונים הנוגעים לעסקי החברה בעתיד, או לכדאיותה של תוכנית מסוימת. פעמים רבות, יש צורך במאמץ קולקטיבי כדי לשפוט את טיב המידע שמתקבל מחברי הנהלה, מהיועץ המשפטי של החברה, מרואה-החשבון המבקר ומיועצים חיצוניים אחרים (ראו סוף פרק זה).

מנגנים ג'אז

הניסיון הקולקטיבי הזה הוא ששולט בדיוני הדירקטוריון שקשורים לסוגיות עסקיות, לקביעה של אסטרטגיה ולאישור של תוכניות עבודה. אחד המרואיינים דימה את הדיון הזה למפגש של נגני ג'אז מוכשרים אשר מתכנסים ל"מפגש אלתור". כל אחד מהם

מכיר את המנגינה על-פי תווים כתובים, אך מה שחשוב הוא האלתור האישי של כל אחד מהם, וכיצד

האלתורים כולם משתלבים לידי יצירה איכותית, אך כזו שלא ניתנת לשחזור.

זו הסיבה שיש הסכמה כמעט כללית בצורך בתמהיל ובגיוון בהרכב הדירקטוריון. לדברי חלק מהדירקטורים שהשתתפו בשיחות, לא מדובר רק בתמהיל של כישורים או ניסיון בתחומים עסקיים שונים, אם כי מגוון כזה הוא חשוב מאוד. מדובר גם במגוון במזגם ובגישתם של הדירקטורים. בכל עסקה יש צורך באותם דירקטורים אשר יסתכלו על ההזדמנויות והסיכויים לרווח, ולצדם כאלה אשר ישקלו יותר את הסיכון והמכשולים הצפויים.

קנה-המידה לבחון מה הוא דירקטוריון איכותי יהיה קשור ליכולתו להגיע ל"מנגינה" אשר תביא לידי ביטוי את האזון בין כל דירקטור ודירקטור וימזג את יכולותיהם.

אין זה אומר, שענייני הליך אינם חשובים. נהפוך הוא, כפי שיודגש להלן, בכל החלטה עסקית או אסטרטגית יש



בכל עסקה יש צורך באותם דירקטורים אשר יסתכלו על ההזדמנויות והסיכויים לרווח, ולצדם כאלה אשר ישקלו יותר את הסיכון והמכשולים הצפויים

ל"חברי דירקטוריון בעלי ניסיון". הערה זו מחזירה את הדיון למוקד המרכזי שלו: הדומיננטיות של שיקול-הדעת, אך כזה אשר נשען על מרכיבים של מתודולוגיה והליכים מסודרים.

תהליכי אישור תוכניות

נחזור עתה למשל על נגני הג'אז אשר הובא לעיל ונתרכז הפעם לא באלתור, כי אם דווקא ב"תווים" אשר משמשים כבסיס לתזמורת. הכוונה היא, להליכים ולמתודה אשר משמשים את הדירקטוריון כדי לבחון את התוכנית האסטרטגית, תוכנית העבודה או עסקה בעלת חשיבות, דוגמת רכישה, מיזוג, כניסה לשוק חדש וכיו"ב. הצורך בהקפדה על תכנון והליכים קשור קשר עמוק לעוד אחד

מתמרידי האזהרה שמופיעים אצל דירקטורים, במיוחד בעלי ניסיון אשר הספיקו לחוות כישלונות או בעיות בחברות אחרות, או שהיו עדים להם. הכוונה היא לצורך לשמור על עקביות בין האסטרטגיה העסקית של החברה או בין עסקאות בעלות חשיבות רבה לבין תהליכי ניהול סיכונים.

דירקטורים כאלה מציינים, כי חלק ממועצות המנהלים עדיין לא מביאות בחשבון את נושא החשיפות השונות, בבואן לאשר מהלכים מהותיים. הערה זו נוגעת, לעתים קרובות, להנחות שעליהן התבססה תוכנית העבודה שאושרה על-ידי הדירקטוריון, לרבות האסטרטגיה העסקית הגלומה בה.

אך קיים תמיד סיכון, שההנחות האלה שגויות או ששינויים חיצוניים לחברה יהפכו אותן ללא רלבנטיות. למשל, כאשר משתנים התנאים בשוק או בענפים הרלבנטיים. אפשרות נוספת היא, שיהיו סטיות מתנאי המימון שתוכננו. למשל, שינויים בשערי הריבית, או בשערי חליפין. אפשר גם שהעלויות בפועל יהיו שונות מהמתוכננות נוכח עלייה במחירי התשומות.

דוגמה נוספת לסוגי החשיפות היא סיכוני רגולציה וסיכונים משפטיים אשר יכולים להתעורר בטווח רחב של נושאים, כמו איכות סביבה או הגבלים עסקיים וחוקי ניירות ערך. סיכונים אלה יכולים לבוע מחקיקה קיימת או משינויי חקיקה בעתיד.

בחינת תרחישי קיצון

זו אמנם רק רשימה חלקית ולא ממצה של סוגי החשיפות השונות שדירקטורים אמורים להביא בחשבון, אבל היא מדגימה חלק מהלקחים שהופקו על-ידי דירקטורים

בכירים בחברה יהיו נוכחים בישיבות דירקטוריון שבהן נידונות שאלות שקשורות אליהם. דירקטורים בחברות אלה מגלים יחס של אמון כלפי ההנהלה, והדבר מקל, במקרים רבים, על אישור תוכניות עבודה או מהלכים אשר מוצגים בפני הדירקטוריון.

ההנחה הסבירה היא, שרוב החברות ממוקמות על הרצף אשר בין שני הקצוות. למעשה, חלק מהמרואיינים הסכימו כי מועצת המנהלים לא יכולה לשחק תפקיד סביל ביחסים שנרקמים עם ההנהלה, וכי היא, המועצה, יכולה לעצב קשרים טובים יותר בינה לבין ההנהלה, או לפחות ליצור כלים לנהל יחסים אלה.

במסגרת זו יכול הדירקטוריון לבקש מהנהלת החברה לקבל לידיו תוכנית אסטרטגית, אם אכן תוכנית כזו לא הוגשה ביוזמת הנהלת

החברות. דירקטורים אשר ביטאו את הצורך הזה ציינו, כי יש הקבלה בין תוכנית אסטרטגית לבין אותם הליכי בקרה ודיווח שעליהם הורחב הדיון לעיל. בשני המקרים מדובר בכלי שבו עושה שימוש הדירקטור כדי לבחון את ביצועי ההנהלה.

תוכנית אסטרטגית, או מסמך שמפרט את האסטרטגיה העסקית של החברה, יכללו יעדים כמותיים – שיעורי צמיחה, נתח שוק ורווחיות – לצד הצעדים שיידרשו כדי להגיע ליעדים אלה: מאמצי שיווק, מימון, פיתוח מוצרים או שירותים, מיזוגים ורכישות וכיו"ב. נתונים אלה מספקים לדירקטור כלים לבחינת ביצועי ההנהלה, וגם כדי לבחון את תוכנית העבודה שמוגשת לו מדי שנה.

דירקטור אשר התראיין לסקירה זו הגדיר באופן ברור את היתרונות שיש במעקב אחרי ביצועי החברה: **"בין ישיבות הדירקטוריון מתכתבים עם המנכ"ל, ומקבלים תשובות שוטפות לגבי התקדמות תוכניות שונות. בדרך זו משיגים מידה גדולה של הבנה על הנעשה בחברה"**.

דירקטור נוסף קישר את התוכנית האסטרטגית ואת תוכנית העבודה לתהליך אישור תקציב החברה. **"כאשר אין תוכנית עבודה מוגדרת מאוד, עלולים לצוץ חיכוכים בדרך אישור התקציב של החברה. יש הנהלות אשר יפרשו הצעות לשינויים בתקציב – למשל, הגדלה או הקטנה של תקציבי שיווק – כניסיון להתערב בעבודתן. כאשר קיימת תוכנית עבודה מגובשת וברורה, שמבוססת על אסטרטגיה מאושרת, הדירקטור יכול תמיד להשוות את התקציב לתוכנית, ולהציע שינויים"**.

חייבים להוסיף עם זאת, כי דירקטורים אשר התייחסו לסוגיה זו, העירו כי במקרים אלה, חברי הנהלה יקבלו בקלות גדולה יותר הערות והערכות כאלה מפייהם של מי נחשבים



"הדירקטוריון צריך לבחון תרחישים, גם שליליים, וכל דירקטור חייב לשאול שאלות מתאימות, כמו – מה יקרה אם הנחות מרכזיות לא מתקיימות, ומה הנזק אם משהו ישתבש?"

עם חברה אחרת, כניסה לשוק חדש, כניסה למיזם בעל חשיבות אסטרטגית וכיו"ב.

אחריות תאגידית - כבר לא רק תרומות

נושא האחריות התאגידית הוא יצור חדש יחסית מבחינת החברות הציבוריות בישראל. עד לפני שנים מספר הנושא נתפס בעיקר כקשור לתרומות, כספיות או אחרות, לקהילה. אך בשנים האחרונות החלה להתפתח בקרב החברות, לרוב בעקבות יוזמה של ההנהלות, וגם של הדירקטוריון, גישה אחרת המתייחסת לנושא זה באופן רחב יותר. כזה אשר נוגע בליבת העסקים של החברה. באותן חברות שבהן הדירקטוריון החל לעסוק בנושאים של אחריות תאגידית באופן רחב, הדיון התרכז ברובו בסוגיות הקשורות לאתיקה, לבחינת הדרכים שבהן ההנהלה פועלת בכל הקשור לנושאים כמו השפעת המוצרים על הסביבה או בריאות הלקוחות, כיבוד חוקים ונורמות ציבוריות, העסקת עובדים וכיו"ב. נציין, כי הדירקטורים אשר התייחסו לנושא הדגישו בצורה ברורה כי כל זה נעשה בכפוף למה שהדירקטוריון מגדיר כ"טובת החברה".

יש להניח, כי גל המחאה החברתית של קיץ 2011 יאיץ מאוד את התהליך של אחריות תאגידית. כך שדירקטוריונים יהיו מאוד מודעים למשמעות של המדיניות העסקית שלהם מבחינת האחריות כלפי לקוחות, עובדים, ספקים ושותפים אחרים.

עוד לפני פרוץ גל המחאה היו דירקטורים בחברות ציבוריות אשר רצו להרחיב את תחומי הפעילות של הדירקטוריון. כוונתם הייתה לא להסתפק רק ביישום של קוד אתי, אלא גם ליזום בדירקטוריון דיונים באופנים שבהם ניתן להגביר את נושא האחריות התאגידית, בעיקר בנושאים שבהם החברה עלולה להיות פגיעה.

בעניין זה נבהיר כי בשונה מסוגיות אחרות, הדירקטוריון לא מתמודד עם דרישות חדשות של רשות ניירות ערך או עם לחצים מצד משקיעים מהמיעוט. בתחומים של האחריות התאגידית, ההתמודדות היא דווקא עם דעת הקהל והלחצים שהיא מפעילה על כל חברה במשק.

המחאה החברתית והשלכותיה מעצימות מאוד את הצורך של הדירקטוריון ללכת בדרך זו – של התחשבות בנורמות חברתיות.

אחד המראיינים דיבר, עוד כאשר איש לא חשב על מחאה כה נרחבת, על הצורך להביא בחשבון הן את כיבוד החוק, והן גם את הנורמות החברתיות. לדבריו, האתגר טמון בכך שאותן נורמות משתנות כל העת, ואין הדירקטוריון יכול להתבסס על שגרה מדומה. **"חשוב לדעת לא רק מה קיים היום, אלא גם איזה תהליכים מתרחשים מתחת לשדה הראייה של הדירקטוריון"**.

בישראל בשנים האחרונות. מרואיין אחד סיכם זאת בדרך הבאה: **"הדירקטוריון צריך לבחון תרחישים, גם שליליים, וכל דירקטור חייב לשאול שאלות מתאימות, כמו – מה יקרה אם הנחות מרכזיות לא מתקיימות, ומה הנזק אם משהו ישתבש?"**.

אלא שכדי לדעת מה הן השאלות הרלבנטיות, ולהבין מה הם התרחישים השונים, יש צורך במתודולוגיה ברורה ובהליך של תכנון. בחברות גדולות, וברבות מהחברות הפיננסיות, התהליך של קביעת האסטרטגיה הוא מובנה: מרכיבים של מתודולוגיה ונוהל הם הרבה יותר מודגשים, לרבות קביעת לוחות-זמנים, סדרי פעולות ודיונים בוועדות השונות, שמגישות המלצות מפורטות, גם לגבי חלוקת עבודה בין הנהלה לבין הדירקטוריון, ושימוש ביועצים חיצוניים על-פי הצורך.

אך לאחר שהמתודולוגיה וההליך התכנוני הניבו מסמכים ותוכניות מפורטות, יש צורך תמיד לחזור ל"נגנים". המתודולוגיה יכולה להניב מסמכים מאלפים, ובדירקטוריון יכולים לשבת אנשים בעלי יכולות מרשימות, אך אלה עלולים לא להספיק עדיין. די להציץ ברשימת הנושאים שאמורים לעלות על שולחן הדירקטוריון.

גוף נכבד זה אמור להכריע בשורה של עסקאות בעלות אופי אסטרטגי או פעולות מהותיות, בתחומים של השקעה, רכש, שכר ותגמול, תפעול, בקרה, שיווק, מערכות מידע וכיו"ב. כל אחד מהמהלכים האלה כולל היבטים רבים, שאותם אמור הדירקטור להכיר ולנתח בטרם יכריע.

קשת של דעות

ההשקפה השולטת בקרב הדירקטורים מרואיינים היא, שגיוון בהרכבו האנושי של הדירקטוריון הוא תנאי כמעט הכרחי לבחינה מוצלחת של התוכניות. הכוונה היא, שהן האסטרטגיה של החברה, הן תוכנית העבודה, והן התקציב שמוגש לדירקטוריון, צריכים להיבחן מזוויות ראייה שונות. זאת, כדי להתגבר על פערי ידע בין הדירקטורים בתחומים השונים הנוגעים לתוכנית העבודה. ספק אם דירקטוריון "חד-גוני" – כזה שרוב מכריע של חבריו הם בעלי מקצוע ורקע דומים – יוכל להתמודד בהצלחה עם המטלה של חשיבה קולקטיבית.

עד כמה התיאור לעיל ישים לחברות בישראל? כפי שצוין בפרקים קודמים בסקירה, השונות בין החברות היא גדולה. חברות פיננסיות מתקרבות מאוד לדרך זו של פעולה – אם כי גם הן לא חסרו תקלות ובעיות בשנים האחרונות. גם חברות גדולות, על-פי העדויות הקיימות, ובעיקר על-פי העדות של הדירקטורים עצמם, נוהגות בדרך דומה.

אלא שככל שניתן להתרשם, התהליך בחברות בינוניות וקטנות הוא הרבה פחות מובנה או מוגדר, במיוחד במה שנוגע לשלבים ולמהלכים שנדרשים לאישורן של תוכניות אסטרטגיות או של עסקאות מהותיות כמו רכישה או מיזוג

יועץ משפטי

נוסף למנכ"ל ולסמנכ"ל הכספים של החברה, היועץ המשפטי שלה הוא בעל הפונקציה אשר בא במגע שוטף עם הדירקטורים בחברות רבות. אין זה מפתיע, מכיוון שהיועץ המשפטי חיוני להפעלה נכונה של שיקול-הדעת של הדירקטור הבודד ושל הדירקטוריון. ישנם לא מעט מקרים שבהם יש צורך בפרשנות ללשון החוק, או שקיימים תחומים אפורים במסגרת החוק עצמו, שטעונים הבהרה. קבלת החלטות במקרים אלה מחייבת ליווי צמוד של יועץ משפטי. לכן, שיקול-הדעת מתקיים באותם תחומים או סוגיות שבהן החקיקה אינה מספיק מפורשת או שאין פסיקה, או שאין נורמה מקובלת ומוסכמת של פעולה.

בחלק מהחברות, במיוחד בחברות גדולות, הייעוץ המשפטי הוא בעל אופי "אקטיביסטי". כלומר, היועץ המשפטי שלהן יוזם באופן עקבי ורציף פעולות הקשורות לשאלות של ממשל תאגידי, לחקיקה ולציות לחוק, ולתחומים אחרים שרלבנטיים לחברה. בתאגידים אחרים, הדירקטורים עצמם הם אלה שצריכים ליטול את היוזמה, ולהפעיל את הייעוץ המשפטי בתחומים ובסוגיות החשובים להם. מהשיחות שנוהלו לקראת כתיבת סקירה זו עולה, כי בדירקטוריונים ישנה ציפייה שהיועצים המשפטיים יאמצו את דפוס הפעולה הראשון.

ישנה הסכמה כי הייעוץ המשפטי חייב להיות זמין לכלל הדירקטורים, וכי יש ליזום הפצה שוטפת של עדכונים משפטיים בגין שינויי חקיקה, פרסום של תקנות או גילוי-דעת של רשות ני"ע וגם פסיקות רלבנטיות. במקרים מסוימים, על אגף הייעוץ המשפטי לערוך ימי עיון וכינוסים לכלל חברי הדירקטוריון, ולא רק לחברי ועדת הביקורת, שבהם יובהרו סוגיות משפטיות חשובות, ינותחו לעומק שינויים בחקיקה, וכן יובאו לידיעתם ההשלכות של פסיקה על עבודת הדירקטורים והדירקטוריון ועל פעולות החברה.

ועדת הביקורת

בכל דירקטוריון של חברה ציבורית חייבת לפעול ועדת ביקורת, שבה יש רוב לדירקטורים-חיצוניים ובלתי תלויים. היוזמות של מערכת ההסדרה בשני העשורים האחרונים תורגמו לעוד ועוד משימות לאנשי ועדת הביקורת. כך שהוועדה הפכה למאוד חשובה עד שפעולותיה נחשבות לחיוניות להבטחת ההצלחה של עבודת הדירקטוריון.

אישור ועדת הביקורת הוא תנאי מוקדם להמשך תהליך אישור עסקאות מהותיות עם בעלי עניין או בעלי שליטה. רק לאחר אישור הוועדה יכולים הדירקטוריון והאסיפה הכללית לדון בעסקאות אלה. הדברים אמורים גם לגבי עסקאות אחרות שבהן מתקיים ניגוד-עניינים בכוח של נושא משרה בחברה. הוועדה היא הגוף המוסמך להחליט כי עסקה מסוימת נכללת בין קטגוריות אלה.

לוועדת הביקורת ישנו מוקד פעילות נוסף – בחינת תהליכים עסקיים. היא הגוף שאמור לזהות ליקויים בניהול העסקי של החברה. דירקטורים שונים ציינו שהדבר מקנה לה חשיבות רבה, שכן הוא הופך את הוועדה לצומת שמקשר בין רואה-החשבון-המבקר לדירקטוריון, ובין מבקר-הפנים לדירקטוריון. ועדת הביקורת היא זו שאמורה להנחות את מליאת הדירקטוריון כיצד עליה לפעול לשם תיקון הליקויים, שלגביהם ניתנת התרעה, בחלק מהמקרים על-ידי מבקר-הפנים או רוח"ח המבקר.

במקביל לעליית קרנה של ועדת הביקורת, ניכרת מגמה מובהקת של גיבוש נהלים כתובים אודות דרכי עבודתה. כלומר, חברי ועדת הביקורת במרבית החברות צריכים לצפות ליותר הסדרים פורמליים של דרך הפעולה שלהם, ואלה יהיו חלק מכללי התנהלות ברורים ומתועדים.

החוק מטיל על ועדת הביקורת סדרה של מטלות בתחום הדיווח הכספי, ובתחומים אחרים של הניהול העסקי. בפועל, ועדת הביקורת כגוף, וכל אחד מחבריה, חייבים לתרגם את הוראות החוק לשפת מעשה, בין אם מדובר בחובות שמוטלות עליהם מכוח תקנות של הרגולציה, ובין אם מדובר בדפוסי עבודה שעוצבו במשך הזמן.

מכיוון שמדובר בתהליך בהתהוות, בדומה לרוב הנושאים שקשורים לממשל תאגידי, נדגיש כי הגדרת רשימת הנושאים שבהם תעסוק ועדת הביקורת, והמינון שלהם, משתנים מחברה לחברה, ועדיין אין דפוס אחד שייחשב ל"אמת-מידה" מבחינת הדירקטוריונים.

מהשיחות עם דירקטורים עולה, שחברי ועדות הביקורת נוטים מצדם לשים את הדגש על טווח די רחב של נושאים, ובהם:

- חריגות מהותיות מהמגבלות או מהמדיניות, שעליהן החליטו ההנהלה או הדירקטוריון, לרבות חריגות אפשריות בתקציב המאושר של החברה;
- שמירה על נכסים של החברה;
- יעילות תפעולית;
- הקטנת הסיכוי לטעות בדיווח החשבונאי;
- הבטחת תקינות תהליכים – רכש, מכירות, תחזוקה וכיו"ב – לרבות ניהול סיכונים שלהם חשופים תהליכים אלה;

להניח, כי אט-אט עניין זה יזלוג לחברות אחרות, ועשוי להפוך להיות מעין נורמה בחברות ציבוריות, לא מעט גם בשל לחץ של משקיעי מיעוט. כפי שעולה מהדוגמה לעיל, התמריץ לקבוע מראש קריטריונים ברורים לאישור, או לדחייה, של מהלכים מסוימים, ילך ויגדל עם הזמן. זאת, במיוחד אם יחושו דירקטורים שגדלה חשיפתם לסיכונים משפטיים. במקביל, ועדת הביקורת אמורה לקבוע נהלים קבועים אשר יבטיחו כי כל המידע הרלבנטי לפעולה או לעסקה מסוימת, אשר יש בהן פוטנציאל של ניגוד-עניינים או פגיעה בחברה, יובא לידיעת הדירקטוריון מבעוד מועד.

- הגנה על מערכות מידע ובסיסי נתונים;
- מעקב אחרי חריגות בתקציב החברה.

נוכח רשימה זו ונוכח המטלות שהולכות ומתגברות שמוטלות על הוועדה, מובן כי הדרישה של תיעוד, רישום, בחינה והקפדה על טובת החברה תביא להטלת עומס גדול יותר על חברי ועדת הביקורת. הוועדה הופכת להיות המקום ה"טבעי" להבטחת אינטרס החברה, ולכן חשיבותה תלך ותתעצם עוד יותר. בהקשר זה יצוין, כי על-פי המלצת ועדת הריכוזיות, בעתיד יוטל על ועדת הביקורת של "חברות פער" לאשר ולפקח על עסקאות עם בעל השליטה אשר אינן חריגות, אך אינן זניחות מבחינה פיננסית. גם פה אפשר

מבקר-הפנים

על תהליכי קבלת ההחלטות בדבר היקף עבודת מבקר-הפנים.

עם זאת, הרגולציה, אשר רואה במבקר-הפנים את אחד משומרי הסף העיקריים בחברה, תדחוף בכיוון של מימון מלא של פעילות הבקרה הפנימית. תיקוני החקיקה האחרונים מחייבים את ועדת הביקורת לבחון את מערך הביקורת הפנימית של החברה, את תפקודו של מבקר-הפנים, וכן לבדוק אם עומדים לרשותו המשאבים והכלים הנחוצים לו לצורך מילוי תפקידו, על-פי צורכי החברה וגודלה. אפשר לראות בכך סימן לבאות. סוגיה נוספת קשורה לממצאי הביקורת הפנימית. בעניין זה, קיימת הסכמה גדולה יותר בין דירקטורים שהם חברי ועדת הביקורת. הדירקטורים ציינו, כי חברי הוועדה מודעים בדרך-כלל לכך שהם חייבים לנקוט צעדים מעשיים כדי לוודא שליקויים יתוקנו במהירות אפשרית, כך שתקלות מהותיות יימנעו מבעוד מועד.

בסיכומי של דבר, וככל שניתן לשפוט בעניין, השונות בין החברות בנושאי בקרת-פנים היא לא קטנה. ישנן חברות שהסתגלו במהלך השנים לשינויים שהרגולציה מבקשת ליישם. בחלק מהמקרים אף נוסח נוהל מחייב על-ידי החברות עצמן. במקרים אחרים, כמו הבנקים, הרגולטור פרסם נוהל כזה והוא עוקב אחרי יישומו. אלא שלגבי חלק מהחברות במשק, ציפיות הרגולציה "עוקפות" את דפוסי הפעולה בפועל, גם אם חלות התאמות נדרשות בציפיות אלה, כדי להתאימן לגודלן של החברות. משמעות הדבר היא, שהיענות ומילוי הדרישות החדשות של הרגולטור יחייבו שינוי גדול בדרך יישום הביקורת הפנימית בחברות שונות.

דירקטוריון החברה ממנה את מבקר-הפנים על-פי הצעת ועדת הביקורת. תפקידי המבקר כוללים בקרה על ניהול העסקים התקין של החברה ועל הציות לחוק. מבחינה ארגונית, המבקר כפוף למנכ"ל או ליו"ר הדירקטוריון, ותוכנית עבודתו – שנתית או תקופתית – מאושרת על-ידי הדירקטוריון או ועדת הביקורת. יו"ר הדירקטוריון, או יו"ר ועדת הביקורת, יכולים להטיל על המבקר לבדוק גם נושאים שהם מחוץ לתוכנית העבודה. מהשיחות עם דירקטורים עולה, שחברי ועדות הביקורת נוטים לשים דגש על טווח של נושאים אשר נמצאים בדרך-כלל במוקד העניין של הוועדה (ראו התייחסות לוועדת הביקורת).

למבקר-הפנים חייבת להיות גישה למוקדים השונים בחברה ולמסמכים שקשורים בהם. ואכן, בחלק מהחברות ישנם דירקטורים שמבקשים לראות במבקר-הפנים אדם שישאיר את חותמו על החברה, ובביקורת-הפנים כלי שיסייע לניהול תקין של החברה. מנגד, יש דירקטורים המבקשים לסמן "גבולות גזרה" ברורים, מחשש שתהיה מעין "פלישה" של המבקר לתחומי ניהול טהורים. סוגיות אלה קשורות בדרך-כלל גם לנושא עצמאותו של המבקר מההנהלה, או תלותו בה. האם טוב יותר להעסיק מבקר-פנים חיצוני, אשר לא יהיה תלוי במנכ"ל, או האם עדיף מבקר-פנים שיהיה חלק מהחברה, וניתן יהיה לעמוד על כישוריו? בסוגיה זו נראה שאין הסכמה כללית, ונמצאו דרכים שונות של העסקת מבקר-פנים.

נקודה נוספת אשר בה לא שוררת תמיד הסכמה בעניין מבקר-הפנים היא העלויות הכרוכות בהעסקת מבקר. הוזכרו לא מעט מקרים שבהם שיקולי העלות השפיעו

PwC Israel The leading Transaction Partner

משרדינו פרוסים בארבעה סניפים ברחבי הארץ:
תל אביב, חיפה, ירושלים ועומה.

הפירמה מעניקה שירותים פיננסיים מקצועיים
לחברות מכל ענפי המשק.

אנו מטפלים בחברות במגוון רחב, החל מחברות
הזנק ועד לחברות בוגרות וגלובליות. אנו מלווים
אותן בכל אבני הדרך, החל בשלב היזמות דרך
IPO וגיוס משקיעים ובהמשך סיוע בביצוע
שילובים עסקיים שונים.

לרשותנו עומדים הידע, הקשרים והכישורים של
רשת PwC כולה, ומשאבים אלה מאפשרים
לנו לסייע ללקוחותינו לפתור בעיות עסקיות
מורכבות, לבוא לעזרתם בניהול תהליכים
וסיכונים וכן לשפר את ביצועיהם.

הודות לגודלה של הרשת הבינלאומית,
לפריסתה ברחבי העולם ולידע הרחב שנצבר
בתחומים השונים, ביכולתנו לתמוך בלקוחותינו
בכל מקום בו מתעורר הצורך, בזירה המקומית
או הבינלאומית.



הרשת הבינלאומית PwC

פירמת PwC Israel מסייעת לחברות,
לארגונים ולפרטיים להפיק את הערך המוסף
שהם מעוניינים להשיג. אנו חברים ברשת
PwC הגלובלית הכוללת פירמות ב-158 מדינות
ועם 169,000 עובדים, מנהלים ושותפים. אנו
מחויבים לספק שירותים איכותיים בתחומי
הביקורת, המס והייעוץ וזאת לפעילויות בארץ
וברחבי העולם, תוך התאמת השירותים לצרכים
ולרצונות של כל לקוח. לפרטים נוספים, בקרו
באתר שלנו בכתובת www.pwc.com/il.

PwC Israel

PwC Israel היא פירמת שירותים פיננסיים
מקצועיים מובילה בשוק הישראלי ופעילה מאז
שנת 1924. הפירמה מונה כ-50 שותפים ומעל
ל-1,000 עובדים, בהם רואי חשבון, כלכלנים,
משפטנים, מוסמכים במינהל עסקים, אנשי
תוכנה, מנתחי מערכות, מהנדסים ועוד.
כנהוג ברשת הבינלאומית, שירותינו נחלקים
לשלושה תחומים עיקריים, אשר לכל אחד
מהם מערך של התמחויות, והם ערוכים לענות
על דרישות לקוחותינו, אשר פעילים בשווקים
הגלובליים בתחומים הבאים:

- ביקורת ודיווח כספי
- ייעוץ מס
- ייעוץ עסקי

ביקורת ודיווח כספי

שירותי הביקורת שלנו תפזרים ומותאמים לסוג הלקוח, אופיו ותחום עיסוקו ומתבססים על שימוש במתודולוגית ביקורת אחידה בסטנדרטים הגבוהים ביותר, כפי שנהוגים בכל פירמות PwC ברחבי העולם. צוותי הביקורת שלנו מתאימים את שיטת עבודתם לסביבת הביקורת של כל לקוח וכך מובטחים האיכות והיעילות. במידת הצורך, אנו מפעילים צוותי ביקורת רב-לאומיים, תוך שילוב צוותי הביקורת של פירמות PwC השונות ברחבי העולם. אנו בעלי ניסיון רב בטיפול בסוגיות חשבונאיות מורכבות, במסגרת פרויקטים רבים שביצענו עבור ארגונים מובילים בארץ ובחו"ל. אנו מתמחים בכללי החשבונאות המקובלים בישראל, לרבות תקנות ניירות ערך, כללי החשבונאות המקובלים בארה"ב (US GAAP) לרבות תקנות רשות ניירות ערך האמריקאית (SEC), תקני חשבונאות בינלאומיים (IAS/IFRS), כללי חשבונאות של מוסדות ללא כוונת רווח ועוד.

ייעוץ מס

אנו מציעים לקהילת העסקים את שירותי מחלקת המסים המובילה במשק הישראלי. אנו מספקים פתרונות מס יצירתיים וחדשניים לרבות מן החברות המובילות בישראל, כמו גם ללקוחות רבים מצמרת העסקים בעולם. מחלקת המסים שלנו בולטת בכך שהיא מציעה את כל קשת שירותי המס הן בתחום המס הישראלי והן בתחום הבין-לאומי, ובכך היא "One-Stop-Shop" לשירותי מס. אנו עובדים בשיתוף פעולה הדוק עם מומחי המס ברשת PwC על מנת לספק שירותי מיסוי גלובליים ומקצועיים ללקוחותינו השונים. בסביבת המס הישראלית, רווית הרפורמות והמשתנה ללא הרף, ולמול השינויים בנוף הכלכלי העולמי, בולטת מחלקת המסים שלנו ביכולתה להעניק ללקוחותינו שירותים מרחיקי ראות ובעלי מעוף, במטרה לתת מענה לצרכים המורכבים והייחודיים של כל אחד מלקוחותינו. אנו מספקים מעטפת שירותים כוללת על ידי מערך של מחלקות ייעודיות, בהתאם לדרישת לקוחותינו: מיסוי חברות, מיסוי בינלאומי, מיסוי אמריקאי, מיסוי מקרקעין, מיסוי פרט, מיסוי עקיף, שירות מוקד שע"מ (שירות עיבודים ממוכן).

ייעוץ עסקי

קבוצת הייעוץ שלנו מעמידה לרשות לקוחותיה צוותי ייעוץ רב-תחומיים, בעלי ניסיון עשיר וידע בינלאומי, שמספקים את הכלים הדרושים לקבלת החלטות ניהוליות מושכלות. היעצנים שלנו מספקים מעטפת שירותים כוללת, בהתאם לדרישת לקוחותינו: ליווי עסקאות מיזוגים ורכישות (Transactions Services), ייעוץ כלכלי, ניהול סיכונים ואקטואריה, מערכות מידע, ביקורת פנים ו-SOX, ממשל תאגידי ואתיקה כולל בניית תוכניות תגמול לעובדים ומנהלים, מחלקת תמריצים, ייעוץ בתחום ה-Forensics ושירותי נאמנות.

קוד ההתנהגות של PwC Israel

אנו מחויבים לקוד ההתנהגות של הרשת הבינלאומית המוטמעת בקרב עובדינו. קוד ההתנהגות שלנו מחייב את שותפינו ועובדינו, לעבודה לפי כללי מוסר ואתיקה. כללים אלה חלים עליו בשלבי ההתקשרות והעבודה השוטפת עם לקוחותינו, בקשרים שלנו עם הזולת ובעזרה לקהילה. כפרימה מובילה בארץ ובעולם אנו מאמינים, כי מחויבות חברתית היא הבסיס לשיפור ערכי ההתנהגות ודרכי פעולתנו בעולם העסקים.

PwC Israel וקהילה

PwC Israel מקיימת פעילות ענפה של תרומה לקהילה. פעילותנו זו מתבצעת מתוך הבנה עמוקה של חשיבות הסיוע לשכבות החלשות ומעורבות בקהילה. מטרת הפרויקטים לפתח, לטפח ולשפר את נקודת הזינוק אל העתיד, ובטווח הקצר להקל על מצוקות היום יום. אנו שמים דגש על התנדבות אישית של שותפים, לצדן של מנהלים ועובדים מכל השכבות בארגון.

PwC Israel

אנו מחויבים לספק ללקוחותינו את השירות הטוב ביותר ולהעניק שירות מהשורה הראשונה באיכות ללא פשרות. אנו מעמידים לרשות לקוחותינו צוות זמין ונגיש, אשר הינו שותף לכל אורך הדרך, ומסייע בהתמודדות עם כלל האתגרים וההזדמנויות.

פרטים ליצירת קשר

טל. 03-7954555
דוא"ל: pwcisrael.marketing@il.pwc.com



