

הנידון: תמצית פעילות אנטרופי שירותי מחקר כלכלי בתחום האספות לשנים 2016-2017

כחלק מפעילותה השוטפת של מחלקת מחקר אספות באנטרופי שירותי מחקר כלכלי בע"מ (להלן "אנטרופי"), אנו מתחילים השנה בעדכון שנתי ורבעוני לפעילותנו בתחום זה. מטרת המסמך הינה לרכז ולהציג בפניכם נתונים מצרפיים של פעילות האספות וכן להציג את עיקרי האירועים אותם אנטרופי סקרה ובחנה במהלך תקופת הדוח, כאשר חלקם עוד בטרם זומנו האספות הכלליות על ידי החברות הציבוריות.

במסגרת המסמך שלהלן ולאור פרסומו בפעם הראשונה אנו מציגים את היקף הפעילות של מחלקת האספות בשנים 2013 – 2017 ואת עיקרי האירועים אשר נדונו ונתחו בתקופה של כשנה ותשעה חודשים¹ ("התקופה הנבחנת") לצורך אומדן של תוצאות עבודתנו. במהלך תקופה זו, לצוות האנליסטים של מחלקת האספות התקיים שיח וממשק כלשהו עם נציגי החברות הנסקרות ("המנפיקים"), וזאת אגב שירותי ה-Proxy אותם מעניקה אנטרופי ללקוחותיה הגופים המוסדיים. דיאלוג מסוג זה מוביל לעיתים תכופות לשינויים בסעיפים השונים העולים לסדר היום של האסיפה הכללית והתאמתם למדיניות אנטרופי. נתונים אלו במקרים רבים אינם מודגשים במסגרת הדיווחים השונים של המנפיקים, ומשכך חשוב לנו להציג עבורכם ערך מוסף עקיף זה, אשר מושג לאחר התמדה ועבודה קשה של הגופים המוסדיים בתפקידם כשומרי סף וביחד עם נציגי אנטרופי.

נדגיש, כי הערכת אומדן החיסכון הנקוב במסמך להלן מתוקף פעילות האספות, הינו אומדן בלבד ויש בו להעריך ולכמת באופן "גס" בלבד את התיקונים שנעשו במסגרת דוחות הזימון המעודכנים, במידה ואכן הם ניתנים לכימות. מרבית האירועים משקפים חסכון שנתי (אולם, על אף שהאומדן להלן הינו ביחס לתקופה של כשנה ותשעה חודשים, יש להביא בחשבון כי קיימת לכך השלכה מצטברת רבת שנים) וחלקם בעלי אופי חד פעמי. כן, הדוח כולל גם ניתוח אירועים ונושאים אשר נדונו במסגרת השיח השוטף שמקיימת אנטרופי עם המנפיקים אולם לא ניתן בשלב זה להעריך ולכמת את התועלת הנובעת משיח כאמור, כאשר מרביתם נוגעים להיבטים של ממשל תאגידי.

עוד נדגיש, כי אין המדובר "ברשימה סגורה" וכי לצוות המחקר קשר שוטף ומתמשך עם המנפיקים בקשר לסוגיות שונות אשר ייתכן כי אינן מופיעות במסגרת דוח זה וחלקם אף לא הובאו לאישור האסיפה הכללית בעקבות דיון מקדים שקיימה אנטרופי עם נציגי החברות טרם פרסום דוח זימון לאסיפה כללית.

אנטרופי תמשיך להקפיד בכל עת ובכל דרך לשמירה ושיפור של מקצועיותה בהתאם לשינויים הרבים בשוק. תמיכתם של כלל הגופים המוסדיים המובילים בישראל (בכובעם כשומרי הסף של כספי הציבור) הינה חיונית לצורך עמידה במשימה חשובה זו של אנטרופי וכל זאת תוך חתירה להשאת ערך מוסף למכלול הגורמים המעורבים בשוק ההון הישראלי.

בברכה,

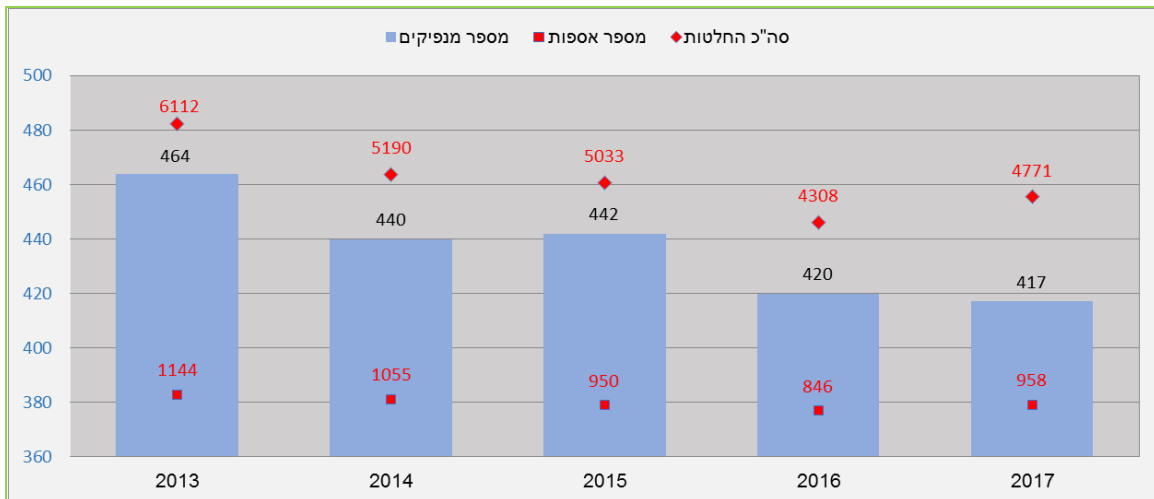
**אנטרופי אספות
כלליות**

¹ הדוח כולל אומדן כמותי לחסכון במסגרת פעילות האספות הכלליות בתקופה שבין ה-20/01/2016 ועד ל-07/11/2017

1. מבוא - היקף פעילות האספות בשנים האחרונות

לאורך השנים פועלת אנטרופי במגוון רחב של החלטות העולות לאספות הכלליות, חלקן דורשות ניתוח מקצועי וכלכלי מעמיק, כגון: עסקאות בעלי עניין, החלטות תגמול וכדומה וחלקן במסגרת החלטות ממשל תאגידי שוטפות, כגון: מינוי ר"ח, מינוי דירקטורים, מתן שיפוי ועוד². כמות האספות הכלליות אשר עומדות על כ- 990 אספות לשנה ואשר מייצגות כ- 5,100 החלטות שונות מושפעות ממספר משתנים, כגון: מספר המנפיקים, שינויי חקיקה, ראיית המוסדיים את פעילות החברות הציבוריות תוך מתן התייחסות לנקודות מסוימות (למשל בחירת דח"צים) וכן במידת התנהלות הארגון והיעילות של המנפיקים. לרוב, ככל שהיעילות והארגון של החברות גבוהה יותר (באופן אשר מצמצם ריבוי רב של אסיפות לאישור נושאים בודדים בלבד וריכוז כלל הסעיפים הרלוונטיים לכדי אסיפה כללית שנתית אחת) היקף האסיפות המזומנות הינו נמוך יותר. יצוין, כי נושאים מסוימים מצריכים ניתוחים מעמיקים יותר לאור הנחיות רגולציה ומגמות בשוק, כאשר הדוגמא הטובה ביותר לכך הן אספות התגמול אשר ברבות השנים הצורך בבחינה מעמיקה של נושאים אלו עלה (בהתאם לתיקוני החוק בנושא) ובכך גם הצורך של אנטרופי בבחינה מעמיקה להיקפי התגמול אל מול ביצועי החברה העתידיים וההיסטוריים והשוואתם אל מול נתוני בנצ'מרק מתוך מאגרי המידע באנטרופי.

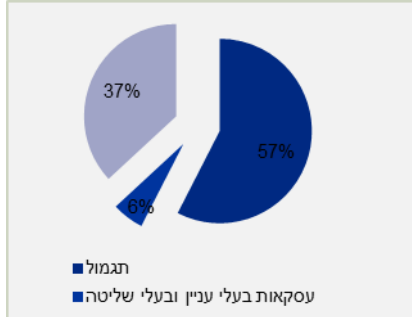
בניתוח כללי של כמות האספות השנתיות, החל משנת 2013, המוצג בתרשים שלהלן (תרשים מס' 1) ניתן לראות את מספר האספות הכלליות שהתקיימו מדי שנה, אשר זומנו על ידי חברות ציבוריות המונפקות בבורסה הישראלית וטופלו על ידי אנטרופי. ניתוח האספות שלעיל מתייחס לאספות אקוויטי בלבד וללא אספות אג"ח למיניהן.



תרשים מס' 1

² פירוט הנושאים המלאים לכל סעיף מצויים בטבלה בהמשך דוח זה

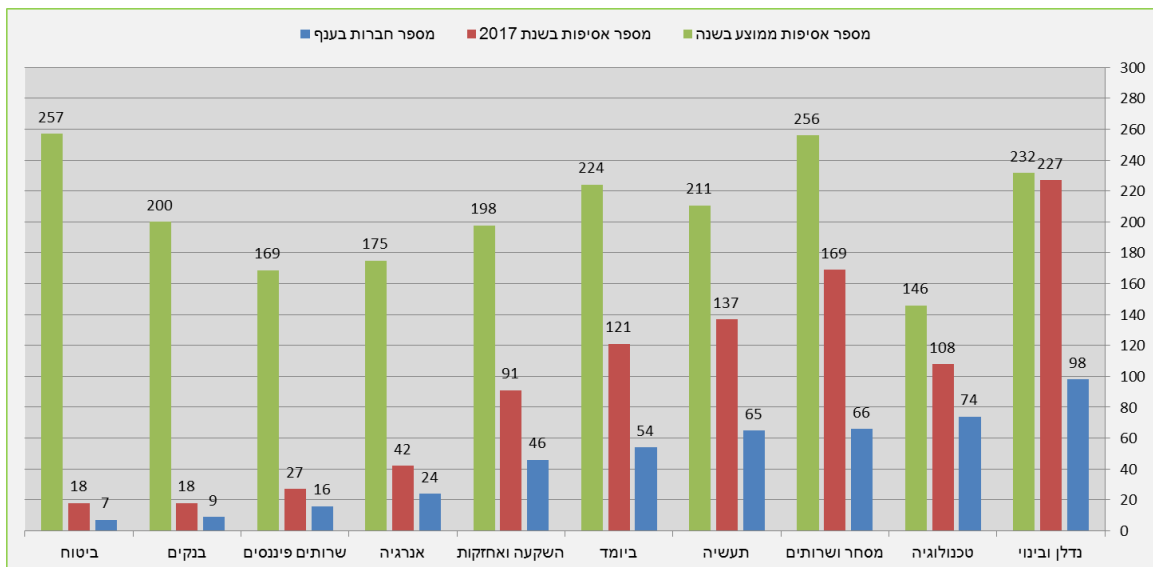
2. ניתוח סטטיסטי- סוגי האירועים אשר נותחו ונדונו בתקופה הנבחנת והתפלגותם



תרשים מס' 2

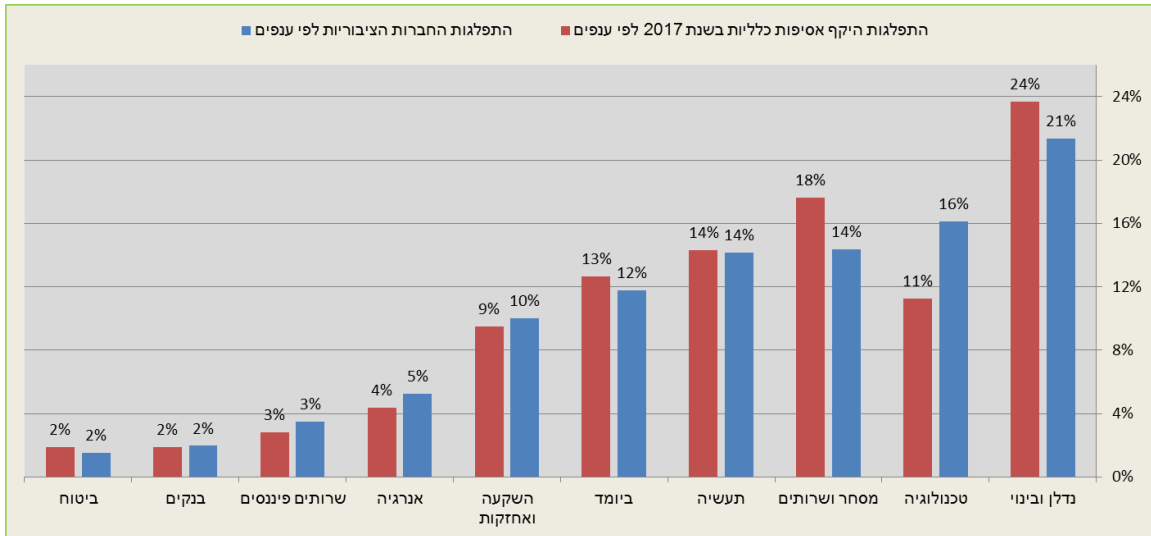
הגרף שלהלן (תרשים 2) מציג את היקף האירועים אשר נותחו בתקופה הנבחנת, תוך פילוח לקטגוריות עיקריות, בהם נערכו שינויים אגב ממשק ושיח שהתקיים בין המנפיקים לבין מחלקת מחקר אסיפות של אנטרופי ושיעור ההתפלגות ביניהם. מתוכם, 57% אחוז עסקו בהסכמי תגמול, 6% בעסקאות בעלי שליטה והיתרה בסוגיות שוטפות של ממשל תאגידי (לרבות בנושאים כגון: מינוי דירקטורים, מינוי ר"ח מבקר, כתבי שיפוי, כפל כהונה וכדומה). נציין כי בשנת 2017 נושא מינוי הדח"צים קיבל משנה תוקף בפעילות האספות ובכך התקיימו מספר אספות אשר בהן אנטרופי עודדה ותמכה בלקוחותיה אשר הציעו מועמדים בלתי תלויים לתפקידי דח"צים בחברות שונות.

בתרשים שלהלן (תרשים מס' 3) ניתן לראות את חלוקת עומסי הפעילות לפי מגזרי פעילות.



תרשים מס' 3

התרשים שלעיל מתאר את מספר החברות הציבוריות הנסחרות בבורסה בתל אביב תוך התפלגות לענפים השונים. כן, התרשים מציג את היקף האסיפות הכלליות שהתקיימו בשנת 2017 וטופלו על ידי מחלקת מחקר אסיפות של אנטרופי ואת מספר האספות הממוצע ביחס לכל ענף (לפי 100 נקודות בסיס), כאשר מספר האסיפות הממוצע בשנה לכל חברה נע בטווח של בין 1.46 במגזר הטכנולוגיה לבין כ-2.5 אסיפות בשנה בענפי המסחר ושרותים, נדל"ן ובינוי וביטוח.

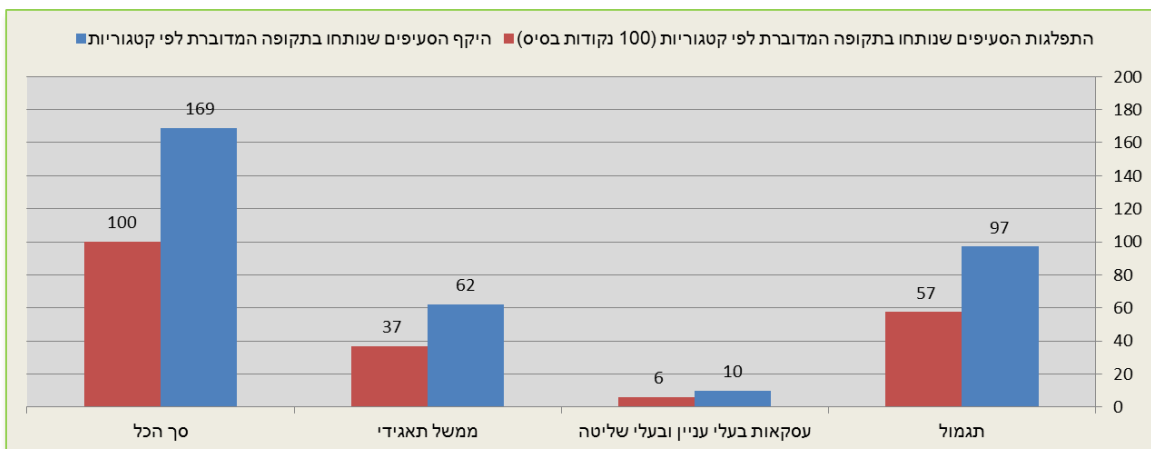


תרשים מס' 4

התרשים שלעיל מציג את התפלגות החברות הציבוריות הנסחרות בתל אביב לפי ענפים וכן את התפלגות היקף אסיפות שהתקיימו בשנת 2017 וטופלו על ידי מחלקת מחקר אסיפות של אנטרופי הכלליות לפי ענפים. ניתן לראות כי קיימת קשר חזק (וטבעי) בין היקף האספות המזומנות בכל ענף לבין חלקו של הענף מתוך סך הכל החברות הנסחרות. עם זאת, ניתן לראות כי קיימת חריגה ביחס לחלקם בשוק של החברות המשתייכות לענף ה"נדלן", מסחר ושרותים וביומד.

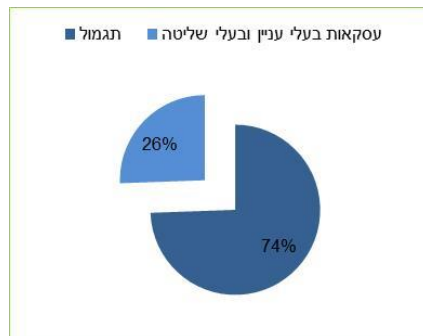
3. אמדן כמותי לתוצאות ממשק ושיח של אנטרופי עם החברות הציבוריות

כאמור לעיל, אנטרופי מקיימת שיח ודיאלוג עם חברות ציבוריות, בראי אספות כלליות, כאשר מעת לעת במסגרת הדיאלוג אנו מציגים את גישת לקוחותינו, בהתאם למדיניות ההצבעות, ובהתאם לכללי ממשל תאגידי נאותים. לעיתים רבות, שיח זה אינו מובא לידי ביטוי בתוצאות האספה שכן החברות נערכות מראש לפרסום דוח זימון המשקף את מדיניות אנטרופי ובהתאם לרוח הדברים שהוצגו במסגרת השיח המקדים. הדיאלוג שאנו מייצרים מול החברות נעשה כמובן בהתאם לנהלי עבודה מוגדרים, על בסיס מדיניות ההצבעה ולפי הנחיית הרשות בנושא: בחזר "עקרונות ראויים לפעילות חברות ייעוץ בנוגע להצבעה באסיפות כלליות" – ("...אין מניעה כי במסגרת עבודתה תהיה חברת הייעוץ בקשר עם החברה שזימנה את האסיפה הכללית, הן קודם למועד זימון האסיפה הכללית הן לאחריו. קשר זה יכול שילול קבלת הסברים מהחברה לגבי נושא ההמלצה, הצגת תנאים מצד חברת הייעוץ לצורך מתן המלצה חיובית, וכדומה...")



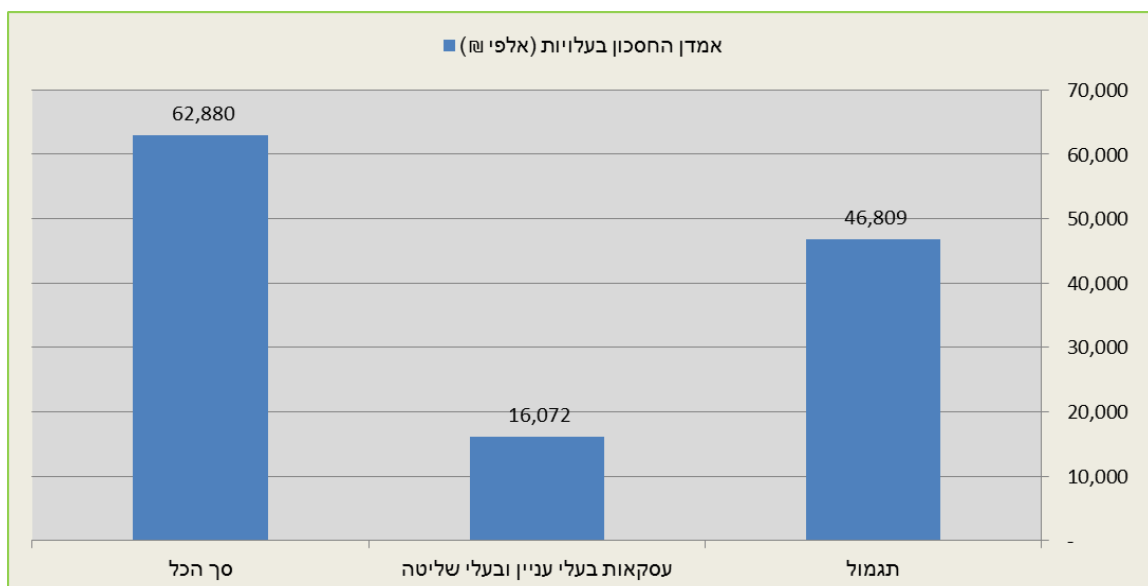
תרשים מס' 5

התרשים שלעיל מתאר את היקף האירועים אשר נותרו בתקופה הנבחנת כהגדרתה לעיל, תוך פילוח לקטגוריות השונות, בהם נערכו שינויים אגב ממשק ושיח שהתקיים בין המנפיקים לבין מחלקת מחקר אסיפות של אנטרופי ושיעור ההתפלגות ביניהם.



תרשים מס' 6

ניתן לראות כי בהתאם להערכת ואומדן אנטרופי, להיקף החיסכון בתקופה הנבחנת (מינואר 2016 ועד נובמבר 2017) בסעיפי האספות השונים עולה כי בעקבות שיח וממשק שקיימה אנטרופי עם המנפיקים נחסכו עלויות תוספתיות לחברה או הפחתו עלויות קיימות בהיקף המוערך בסך של כ-63 מיליון ₪ כאשר מרבית ההוצאות שנחסכו הינן שנתיות וחלקן הינן חד פעמיות. חלוקת העלויות מוצגות בתרשים מס' 7 להלן. על אף שהאומדן המתואר מתייחס לתקופה של כשנה ותשעה חודשים יש להביא בחשבון כי הערכתו היא כי קיימת לכך השלכה מצטברת רבת שנים. אומדן החיסכון המוערך מתפלג ביחס של כ- 74% בנושאי תגמול ו- 26% בנושאי עסקאות בעלי עניין.



תרשים מס' 7

4. נקודות נוספות לציון ודגשים

■ **מינוי דירקטורים חיצוניים ודירקטורים בלתי תלויים** - אנטרופי מייחסת חשיבות רבה למינויים של דירקטורים בלתי תלויים ודירקטורים חיצוניים אשר הינם בעלי הכשירות הנדרשת לצורך מילוי תפקידים אלו ואשר הינם חפים מכל זיקה לבעלי השליטה, לחברה או לנושאי המשרה בה עובר למינויים. בשנתיים האחרונות אנטרופי שמה לה לדגש את נושא העדר הזיקה מעבר לדרישות הבסיסיות הקיימות בחוק, וזאת מתוך אמונה והבנה כי תפקידיהם של הדירקטור הבלתי תלוי ושל הדירקטור החיצוני כשומרי סף הינו רגיש וחשוב ומשכך חשוב שיבחן ברמת הזהירות והשמרנות הנדרשים. בהמשך לכך, אנטרופי הביעה את הסתייגותה ממינויים של מועמדים להם היתה זיקה לנושאי המשרה בחברה, לחברה או לבעל השליטה בה או קשר אחר אשר עשוי לדעתה של אנטרופי להעלות חשש לזיקה, אף אם בחינה משפטית העלתה כי הקשר לא עולה לכדי זיקה או שמא עברה תקופת הציון הנדרשת, וזאת לאחר בדיקה ובחינה של כל מקרה לגופו של עניין.

■ **תהליך איתור ומינוי של דירקטורים בחברה** - אנו מפנים את תשומת לבכם כי במסגרת חוות הדעת של אנטרופי בחלק "ממשק עם החברה" ניתן גילוי, במידה וקיים, אודות הליך האיתור בפועל ונוהל הליך האיתור הקיים בחברות ציבוריות למינויים של הדירקטורים הבלתי תלויים והדירקטורים החיצוניים.

■ **עידוד מינוי דירקטורים בלתי תלויים ודירקטורים חיצוניים** - ממועד עדכון מדיניות אנטרופי לשנים 2017 ו-2018 כפי שפורסם במאי 2017, במסגרתו נקבע, בין היתר, כי אנטרופי תעודד את מינויים של דירקטורים חיצוניים ובלתי תלויים על ידי גופים מוסדיים חלו מספר רב של מקרים בהם גופים מוסדיים היו מעורבים במישרין ובעקיפין בהצעת מועמדים לתפקידים אלו.

■ **שאלונים** - אנו מפנים את תשומת לבכם כי במסגרת חוות הדעת של אנטרופי בחלקו של "הנספחים" מצורפים שאלונים אשר הוכנו על ידי אנטרופי ומיועדים לדירקטורים החיצוניים ולדירקטורים הבלתי תלויים כחלק ממידע משלים אותו אוספת אנטרופי כשרות ללקוחותיה וכבסיס לגיבוש ההמלצה. השאלונים כוללים מידע והתייחסות לקריטריונים אשר בחלקם אינם כלולים בהצהרות של הדירקטורים החיצוניים לרבות קשרי זיקה שאינם מוגבלים בזמן, תיאור ההליך האיתור של המועמד מנקודת מבטו שלו, הערכתו ביחס לתרומתו לדירקטוריון, מידת זימנתו וכו'.

■ **ציון ממשל תאגידי** - לנוחיותכם, במסגרת חוות הדעת של אנטרופי ניתן גילוי לציון הממשל התאגידי של החברות הציבוריות הנסקרות וזאת כמידע משלים אשר יהיה בו כדי לסייע לכם בקבלת ההחלטות ביחס לכלל הנושאים העולים לסדר היום.

■ **אישור עסקאות בעלי עניין ובעלי שליטה** - אנטרופי תמשיך לתת דגש לבחינת עסקאות אלו בהתאם למתכונת של "כל מקרה לגופו של עניין" לאחר שצוות האנליסטים של אנטרופי בחן את הליך אישור העסקאות בהיבט המשפטי והאם נעשה באופן נאות (כתנאי בסיס) וכן את ההיבט הכלכלי והעסקי בעסקאות מסוג זה וטובת החברה וכלל בעלי מניותיה.

■ **תגמול** - אנטרופי תמשיך לתת דגש לקביעת מנגנוני תגמול המשקפים קשר חזק והדוק בין התגמול לבין ביצועי החברה, היקף פעילותה, שוויה ומורכבותה ובהתאם למתודולוגיה סדורה ופרקטיקה מקובלת.

5. להלן דוגמאות לסעיפים שנבחנו ביחס לכל אחת מהקטגוריות:

עסקאות בעלי עניין	ממשל תאגידי	תגמול
<ul style="list-style-type: none"> ▪ עסקאות מיזוג ▪ הקצאות פרטיות ▪ התקשרויות עם בעל שליטה למכירת או רכישת נכסים ▪ הסדרי חוב ▪ מתן/קבלת הלוואות ושינויים בתנאיהן ▪ הסכמי חכירה ושכירות 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ מגבלות ביחס לכתבי שיפוי ▪ מגבלות ביחס להענקת כתבי פטור ▪ הגבלות ביחס למינויים של נושאי משרה הנמנים על בעל השליטה או קרוביו לתפקיד של שומר סף ▪ הגבלה ביחס למינויים של דירקטורים ▪ חיצוניים בעלי זיקה לבעל השליטה במקרים מסויים אף אם חלפה תקופת הצינון הנדרשת לפי החוק ▪ דרישה לשיעור השתתפות מינימאלי של 75% בישיבות הדירקטוריון ▪ הגבלה ביחס להיקף הדירקטורים המהותיים בהם יכול לכהן דירקטור במקביל כך שלא יעלה על 6 ▪ הגבלת תקופת ההתקשרות ▪ הגבלות ביחס לכפל כהונה של מנכ"ל כיו"ר ▪ הגברת השקיפות ופרסום מידע משלים ▪ הגבלות ביחס למבנה הדירקטוריון ושיעור הדירקטורים הבלתי תלויים המינימאלי ▪ הוספת מנגנוני בקרה בהתקשרויות ארוכות טווח ▪ שמירה על זכויות וכוח בעלי מניות המיעוט בתקנות התקנון 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ אישור מדיניות תגמול ▪ אישור הסכם העסקה של מנכ"ל ביחס לרכיבי התגמול השונים (קבוע, משתנה, הוני, חד פעמי) ▪ אישור הסכם העסקה של יו"ר ביחס לרכיבי התגמול השונים (קבוע, משתנה, הוני, חד פעמי) ▪ אישור גמול לדירקטורים ▪ הקצאות הוניות לנושאי משרה ודירקטורים ושינוי בתנאי ההקצאה ▪ אישור הסכמי העסקה של בעל השליטה ו/או קרוביו ▪ הסכמי ניהול ▪ מענקים מיוחדים

מסמך זה מיועד אך ורק ללקוחות אנטרופי שירותי מחקר כלכלי בע"מ. העברתו או העברת חלקים ממנו לאחרים, או פרסומו בדרך כלשהי ללא קבלת אישור מראש ובכתב מאנטרופי שירותי מחקר כלכלי בע"מ הינה אסורה.

הניתוח הכלול בדו"ח זה הינו בגדר מידע נלווה ואין לראות בו הצעה או ייעוץ. הניתוח מתבצע בהתבסס על מידע אשר פורסם לכלל הציבור ומידע אחר, לרבות מידע שפורסם על ידי החברה עורכת האסיפה הכללית ואשר אנטרופי שירותי מחקר כלכלי בע"מ מניחה שהינו מהימן וזאת מבלי שביצעה בדיקות עצמאיות לשם בירור מהימנות המידע. המידע המופיע בדו"ח זה אינו מתיימר להוות ניתוח מלא של כל העובדות והפרטים המופיעים בו. ניתוח זה משקף את הבנתנו ביום עריכת הדו"ח. דו"ח זה אינו מהווה תחליף ליעוץ מקצועי לרבות ייעוץ משפטי ולפיכך אין להסתמך על המידע הכלול בו ואין בו כדי להחליף שיקול דעת עצמאי וקבלת יעוץ מקצועי ומשפטי המתחשב בנתונים ובצרכים המיוחדים של כל אדם. אנטרופי שירותי מחקר כלכלי בע"מ, עובדיה וכן בעלי מניותיה ועובדיהם לא יהיו אחראים בכל צורה שהיא לנזק ו/או הפסד שיגרם משימוש בדו"ח זה, אם יגרמו, וכן אינם יכולים לערוב או להיות אחראים למהימנות המידע המפורט בדו"ח זה. דו"ח זה מיועד אך ורק לנמען ששמו מופיע לעיל, והעברתו או העברת חלקים ממנו לאחרים, או פרסומו בדרך כלשהי ללא קבלת אישור מראש ובכתב מאנטרופי שירותי מחקר כלכלי בע"מ הינה אסורה.