

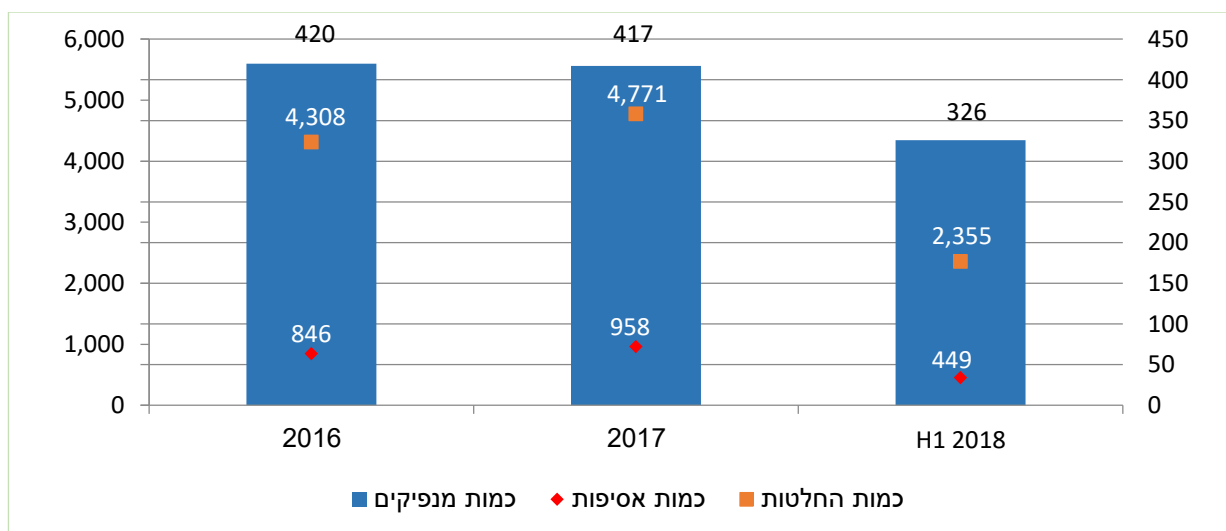
**תמצית פעילות אנטרופי שירותי מחקר כלכלי בתחום האסיפות למחצית הראשונה של שנת 2018**

**1. מבוא - היקף פעילות האסיפות**

לאורך השנים פועלת אנטרופי במגוון רחב של החלטות העולות לאסיפות הכלליות, חלקן דורשות ניתוח מקצועי וכלכלי מעמיק, כגון: עסקאות בעלי עניין, מדיניות תגמול, הסכמי שכר וכדומה. מגוון נוסף של החלטות הינן במסגרת החלטות ממשל תאגידי שוטפות, כגון: מינוי ר"ח, מינוי דירקטורים, מתן שיפוי ועוד.

**כמות האסיפות הכלליות שזומנו במחצית הראשונה של 2018, מייצג היקף שנתי של כ-900 אסיפות (ללא אסיפות אג"ח) הכוללות כ-4,700 החלטות שונות.** בנוסף נכחנו ב-50 אסיפות אג"ח בגינן אנו מדווחים על תמצית הנושאים שנדונו – ללא המלצות. 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. נושאים מסוימים מצריכים ניתוחים מעמיקים יותר לאור הנחיות רגולציה ומגמות בשוק, כאשר הדוגמא הטובה ביותר לכך הן אסיפות התגמול. 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 והשוואתם אל מול נתוני בנצי'מרק מתוך מאגרי המידע באנטרופי ותוך התייחסות לעבודות ייעוץ שמציגות החברות לרבות בנצי'מרק משלהן.

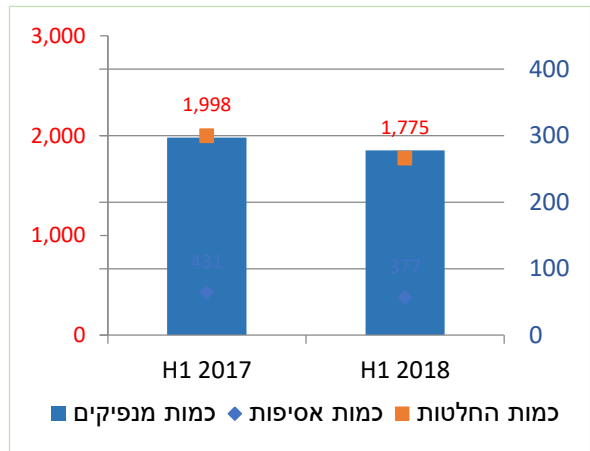
בניתוח מגמת היקף האסיפות בשלוש השנים האחרונות (2016-2018) כמוצג בתרשים, **נראה כי היקף האסיפות השנתי שומר על יציבות הן במספר האסיפות והן במספר ההחלטות.** כפי שהוצג בניתוח הקודם שלנו הרי שבשנים הקודמות 2013-2015, מספר האסיפות כמו גם מספר המנפיקים וההחלטות היה גבוה יותר משנת 2016 ובמגמת ירידה כך ששנת 2016 מהווה שנת שינוי מגמה.



תרשים מס' 1

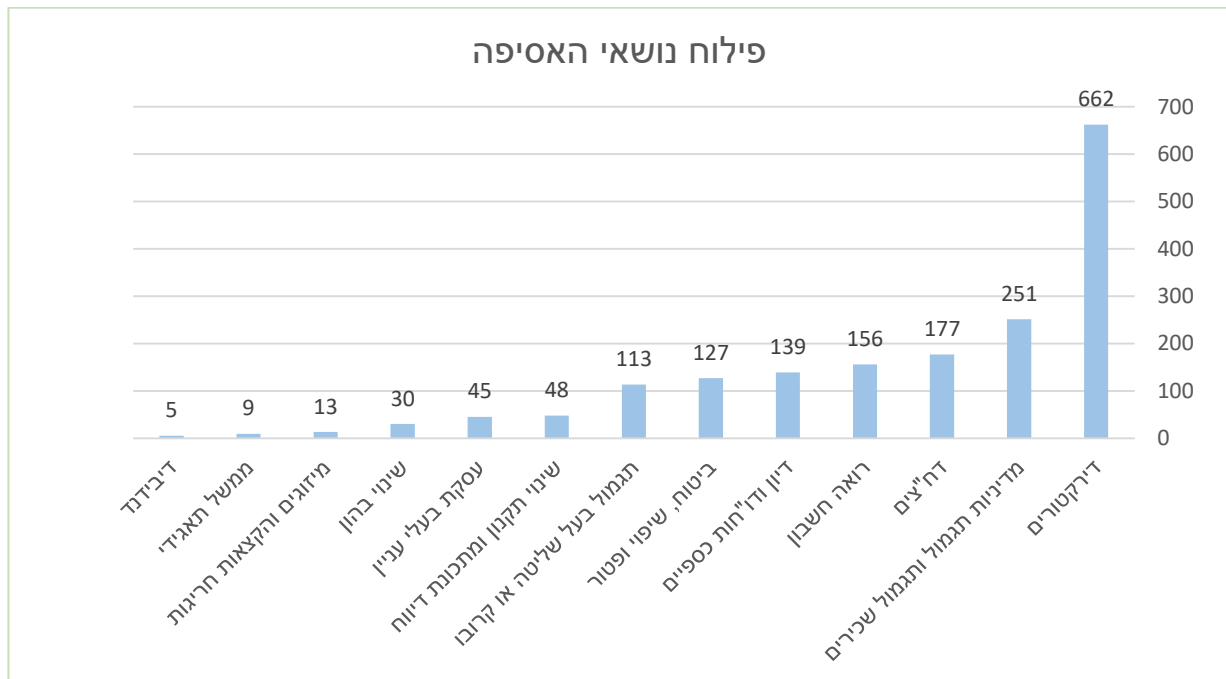
## 2. ניתוח סטטיסטי- סוגי האירועים אשר נותחו ונדונו בתקופה הנבחרת והתפלגותם

במחצית הראשונה של שנת 2018 זומנו 449 אסיפות, מתוכן ניתנה המלצה ע"י אנטרופי ל-377 אסיפות. בנוסף ניתנו המלצות עבור 15 אסיפות של חברות שאינן נסחרות בבורסה בת"א (אלה אינן מופיעות בניתוחים שלהן). יתרת האסיפות (72 אסיפות) בגינן לא ניתנו המלצות הינה במקרים בהם ללקוחותינו אין החזקות באותם מנפיקים ו/או מקרים בהם אסיפות בוטלו/נדחו לעיתים לאחר שיחות מקדימות איתנו ו/או עם הגופים המוסדיים.



תרשים מס' 2

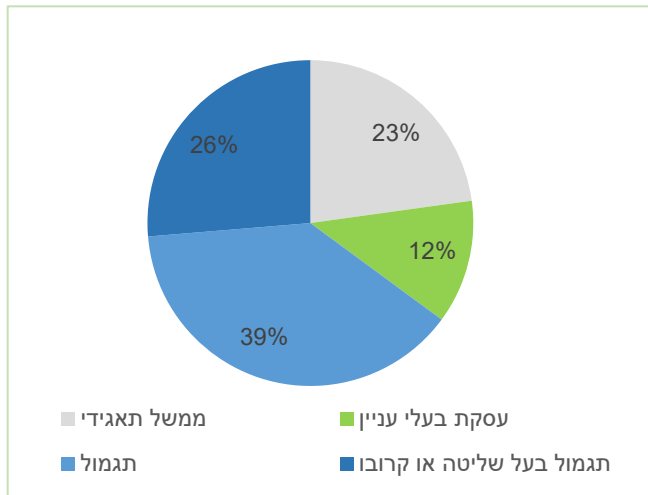
בתרשים שלהלן (תרשים מס' 3) ניתן לראות את סעיפי האסיפות השונות בחלוקה עפ"י נושאים. כ-30% מסעיפי ההצבעה עסקו בנושאי תגמול – תגמול נושאי משרה, תגמול בעלי שליטה וקרוביהם, ביטוח, שיפוי, פטור ומדיניות תגמול (נציין כי נושאי שיפוי/פטור יכולים להיכלל הן במסגרת הסכמי תגמול והן כחלק מהיבטי הממשל התאגידי). כ-51.3% נוספים עסקו במינוי דירקטורים ודח"צים – בהקשר זה נדגיש כי אנו רואים חשיבות רבה לנושא זה ובעיקר במינוי דח"צים כמפורט בהמשך. הן סעיפי מינוי הדירקטורים למינהם והן הסעיפים העוסקים בכתבי שיפוי ופטור הינם סעיפים בעלי השפעה על הממשל התאגידי המתקיים בחברה.



תרשים מס' 3

### 3. אמדן כמותי וערך מוסף הנובע מהמשק של אנטרופי עם החברות הציבוריות

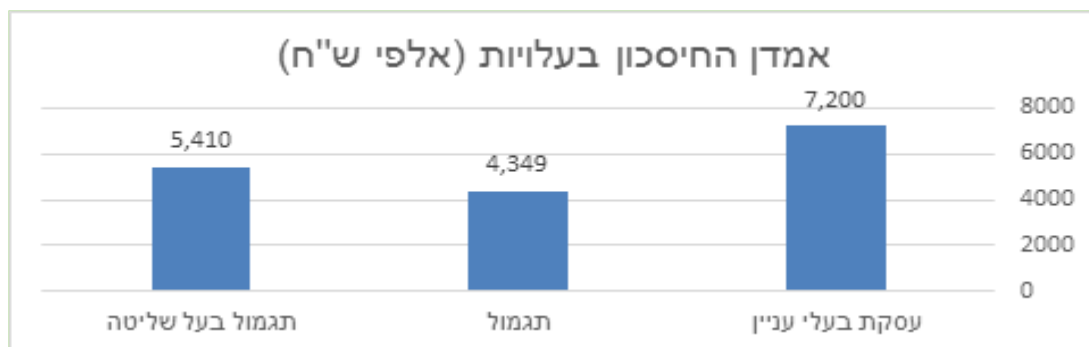
אנטרופי מקיימת מעת לעת שיח ודיאלוג עם החברות הציבוריות, בראי אסיפות כלליות, כאשר במסגרת הדיאלוג אנו מציגים את גישת לקוחותינו, בהתאם למדיניות ההצבעות והמשובים שאנו מקבלים מלקוחותינו המוסדיים, ובהתאם לכללי ממשל תאגידי נאותים. לעיתים רבות, שיח זה אינו מובא לידי ביטוי בתוצאות האסיפה שכן החברות נערכות מראש 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, בחוזר "עקרונות ראויים לפעילות חברות ייעוץ בנוגע להצבעה באסיפות כלליות". הגרף שלהלן (תרשים 4) מפלח לקטגוריות עיקריות, את הסעיפים בהם נערכו שינויים אגב ממשק ושיח שהתקיים בין המנפיקים לבין אנטרופי והחלוקה ביניהם.



תרשים מס' 4

כפי המוצג, 39% עסקו בהסכמי תגמול, 38% בעסקאות בעלי שליטה לרבות תגמולים לבעלי שליטה וקרוביהם והיתרה בסוגיות שוטפות של ממשל תאגידי (לרבות בנושאים כגון: מינוי דירקטורים, מינוי רו"ח מבקר, כתבי שיפוי ופטור, כפל כהונה וכדומה). נושאים אלו שהינם בלב העשייה של אנטרופי נוגעים בהיבטים של ניהול איכותי ומחוייב לכללי ממשל תאגידי מחד והקפדה על הוגנות ואפקטיביות של הסכמי תגמול והסכמים עם בעלי השליטה מאידך.

בהתאם לאומדן פנימי של אנטרופי, מסתכם היקף החיסכון בעלויות, שהושג במסגרת השיח עם החברות הציבוריות במחצית הראשונה לשנת 2018, בכ- 17 מליון ₪. מרבית ההוצאות שנחסכו הינן שנתיות ויחזרו על עצמן בשנים הבאות וחלקן חד פעמיות. חלוקת העלויות מוצגות בתרשים מס' 5 להלן.



תרשים מס' 5



אומדן החיסכון המוערך מתפלג ביחס של כ-74% בנושאי עסקאות בעלי עניין ותגמולי בעלי שליטה וקרוביהם ו-26% בנושאי תגמול נושאי משרה שכירים. חיסכון זה מתווסף לאומדן חיסכון של כ-63 מיליוני ₪ שהושג בשנים 2016-2017 (כפי שדווח בדוח המסכם הקודם). נוסף כי קיימים מספר מקרים נוספים, המגלמים חיסכון נוסף אשר הדיון בהם לא הסתיים במחצית הראשונה ולכן לא נכלל באומדן שלעיל.

מעבר לחיסכון הכספי, אנו מקפידים על גיבוש הסכמי תגמול מותני ביצועים כך שיהוו תמריץ אפקטיבי לשיפור התוצאות העסקיות ומתן ערך לבעלי המניות. כאמור, הערך המוסף בתחומי הממשל התאגידי תורם גם הוא בעקיפין לצמצום סיכונים מחד וחיזוק איכות הניהול מאידך ובדרך זו מביא גם הוא ערך לבעלי המניות.

#### 4. ערך מוסף – דגשים בעבודת אנטרופי

▪ **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. בשנים 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 המרביים. בהמשך לכך, גם במחצית הראשונה של 2018 המשיכה אנטרופי להביע את הסתייגותה ממינויים של מועמדים שאינם מתאימים. ההסתייגות נבעה לעיתים מחוסר התאמה או חוסר ניסיון נדרש של המועמד למול צרכי החברה ולעיתים כתוצאה מזיקה לנושאי המשרה בחברה, לחברה או לבעל השליטה בה.

נחדד כי הבחינה השמרנית של אנטרופי הינה מעבר לדרישות החוק ולפיכך לדוגמא, מקרים בהם מועמד למינוי דח"צ/דב"ת שימש בעבר כבעל תפקיד בחברה קשורה, או שימש כדירקטור מטעם בעל השליטה, גם אם עברו מעל לשנתיים ממועד הזיקה, אנטרופי תיטה להסתייג מהמינוי. השמרנות בהקשר למשך תקופת הצינון מתגבשת לאחר בחינת כול מקרה לגופו. 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 בהתאם להתייחסות החברות הציבוריות.

▪ **מינוי דירקטורים בבנקים ללא גרעין שליטה** - במחצית הראשונה התקיימה הצבעה על מינוי דירקטורים בבנק דיסקונט ואילו בהמשך השנה צפויה הצבעה למינוי הדירקטורים בבנק לאומי ובבנק דקסיה שהינם בבנקים ללא גרעין שליטה. השנה, בשונה מהעבר, שמנו לעצמנו מטרה לבחון ביתר דקדקנות את התאמת הדירקטורים המוצעים לפרופיל הדירקטוריון הנדרש לבנק בהתאם ליעדים האסטרטגיים שלו ולמול הדירקטורים שכבר מכהנים. בהתאם, אנו נציג ניתוח איכותי של הדרישות ונפעל להצגת תיעדוף אפשרי בבחירת הדירקטורים, דבר שהתחלנו בו כבר בהמלצתנו לגבי בנק דיסקונט.

■ **הערכת איכות הממשל התאגידי** - 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. ציון הממשל התאגידי מבוסס על מתודולוגיה מפורטת המיושמת על ידי חברת אנטרופי ממשל תאגידי. לתפיסתנו, ככול שהערכת הממשל התאגידי גבוהה יותר, הרי שניתן לתת משקל גבוה יותר לתהליכי הבחינה הפנימיים והמלצות הדירקטוריון לאסיפה הכללית. הצד השני של המטבע הינו הקפדה יתרה על נושאים רגישים כאשר ציון הממשל התאגידי של החברה חלש.

■ **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. נזכיר כי ככלל אנו נתנגד לעסקאות עם בעלי השליטה, אלא אם יוכח כי קיים ערך מוסף משמעותי בהתקשרויות אלו.

■ **עסקאות מיזוג מהותיות** – לאחרונה המלצנו במסגרת עסקת מיזוג של חברת אורבוטק, כאשר סברנו כי העסקה הינה לטובת בעלי מניות המיעוט ולפיכך גם תמכנו בה. בחודש אוגוסט עלו להצבעה שתי עסקות מיזוג משמעותיות נוספות – עסקת פרוטרם-IFF ועסקת קסטרו-הודיס. בשתי עסקאות אלו, לאחר מגעים עם החברות המובילות (פרוטרם וקסטרו), הגענו להסכמה על ביצוע הערכת הוגנות נוספת ובלתי תלויה על ידי מומחה חיצוני, שבוצעה על חשבון החברות לשם ניתוח מנקודת מבטם של בעלי מניות המיעוט.

■ **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. אנטרופי שמה דגש על בחינת קבוצת השוואה רלוונטית ותגמול הוגן מותאם ביצועים.

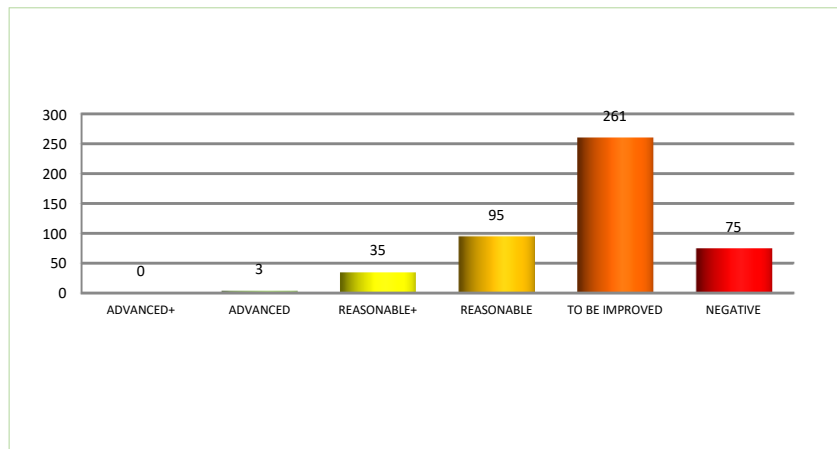
■ **מבנה הדירקטוריון** - אנו שמים דגש רב על מבנה הדירקטוריון ופועלים ע"פ הקווים המנחים במדיניותנו בנושאים כגון שיעור בני משפחה מסך הדירקטוריון וכפל כהונה של נושאי משרה כדירקטורים וזאת לצורך יישום והטמעה של כללי ממשל תאגידי הולמים. אף שנושא מינוי הדירקטורים עובר את האסיפה הכללית ברוב רגיל, כאשר במרבית החברות קיים בעל שליטה, כך שדה פקטו אין לבעלי מניות המיעוט השפעה על ההחלטה, אנו סבורים כי להצבעה נגד אף במקרים שידוע כי המינוי יאושר ע"י האסיפה הכללית קיימת חשיבות הצהרתית ביחס למבנה הדירקטוריון הנכון ולהטמעת כללי ממשל תאגידי.

בחברות ללא גרעין שליטה, הרוב הרגיל והרוב המיוחד הינם זהים, ולכן נבחן ביתר זהירות החלטות בנושא מינוי דירקטורים, לרבות השפעת סיום כהונתו של דירקטור בידי האסיפה. בהקשר זה נציין את הסתייגותינו מדירקטוריון מדורג, אך תוך בחינת כל מקרה לגופו, ובחינת הקלה עבור חברות הנעדרות גרעין שליטה בדגש על חברות דואליות בתחומי ההייטק והביומד, וזאת על רקע חשיבות שימור הידע בדירקטוריון (בדומה לבנקים ללא גרעין שליטה בהם קבע המחוקק קיומו של מנגנון מדורג).

כחלק מהראייה ההוליסטית של אנטרופי את מרכיב הממשל התאגידי בחברות ציבוריות, אנו פועלים גם במסגרת חברת אנטרופי ממשל תאגידי ביישום ממשל תאגידי נאות והולם את צורכיהם. כאמור, לאורך השנים בפעילותינו באסיפות נוכחנו לדעת כי מושג הממשל התאגידי מקבל לעיתים פרשנות שגויה בצד החברות הציבוריות ולפיכך אנטרופי ממשל תאגידי פועלת להתאמת הממשל התאגידי באופן ייחודי לכל חברה על בסיס מודל סדור ומקצועי. מודל הממשל התאגידי פותח החל מ- 2013 במהלך שלוש שנים ובליווי גורמים מקצועיים מובילים ומטרתו לשקף את רמת סיכון הממשל התאגידי בחברות ציבוריות בהתאם למרכיבי המודל: מבנה וכשירות הדירקטוריון, רמת הביקורת הפנימית והחיצונית, שומרי הסף ברמת ההנהלה, שקיפות מול משקיעים ומרכיבי התגמול.

הערכת דירוג הממשל התאגידי מפורסם בכל חו"ד לאסיפה כללית ואף נשלח עבורכם באופן ישיר ברמה מפורטת יותר.

אנו נעזרים בציוני הממשל התאגידי ובהערכת רמת הסיכון שנערכת באופן בלתי תלוי ע"י חברת ממשל תאגידי גם כמרכיב בשיקול הדעת באסיפות כלליות. הערכה זו נעשית על בסיס מודל סדור ונהלי עבודה אשר הובאו לאישור הרשות לניי"ע בטרם פרסום המודל. תרשים מס' 6 מציג את התפלגות ההערכות איכות הממשל התאגידי



תרשים מס' 6

סה"כ נסקרו 504 חברות ציבוריות המתפלגות בהתאם לתרשים שלעיל. ניתוח מעמיק של מאגר דירוג הממשל התאגידי נשלח אליכם בנפרד.

6. להלן דוגמאות לסעיפים שהיו עשויים להיבחן ביחס לכל אחת מהקטגוריות:

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

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 איננו 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 לייעוץ 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 לנוק 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.