

ממשל תאגידי חברות BVI

דצמבר 2018



מודל אנטרופי - בקצרה

- המודל הושק בשנת 2016 לאחר 4 שנות פיתוח בשיתוף עם צוות מקצועי חיצוני. תפקידו:
 - מצד אחד לייצר שיח בין המשקיעים למנפיקים בהיבט סיכון הממשל התאגידי
 - מצד שני להוות כלי מדידה והשוואה, ביחס לשוק ולמדד הרלוונטי וכן על פני תקופת זמן.
 - בנוסף, להוות כלי משלים למנהלי השקעות להחלטה ו/או דירוג ההשקעה גם בהיבט פוטנציאל סיכון הממשל התאגידי.
- המודל הינו ייחודי ומבוסס על דטא בייס של כלל החברות הציבוריות בישראל למשך של 5 שנים ומצטבר.
- למודל 4 קטגוריות עיקריות:

1 [דירקטוריון והנהלה](#)

2 [ביקורת](#)

3 [זכויות בעלי מניות ושקיפות](#)

4 [מדיניות תגמול](#)

5 [אנו משיקים השנה קטגוריה נוספת למודל \(מודל בתוך מודל\) העוסקת באחריות תאגידית](#)

למודל ארבע קטגוריות עיקריות כוללות כ- 100 פרמטרים שונים המותאמים לכל מגזר/מדד ונאספים ביחד לכל מנפיק.

Entropy דוח הערכת סיכון ממשל תאגידי (המשך)

השוואת ציפי החברה, לפי קטגוריות המודל, ביחס לכלל החברות/ענף/מדד

ציון קטגוריה ביחס לציון מקסי:			ציון קטגוריה ביחס לציון ממוצע:			משקל הקטגוריה	מעל הממוצע בסוף הממוצע מתחת לממוצע
מדה	ענף	כלל החברות	מדה	ענף	כלל החברות		
85%	80%	85%	—	—	—	22.5%	מבנה הדירקטוריון
75%	93%	75%	—	▲	▲	22.5%	כשירות והתאמת הדירקטוריון
81%	59%	55%	—	—	▲	20.0%	ביקורת
80%	70%	80%	—	—	—	25.0%	זכויות בעלי מניות ואתיקה
55%	54%	48%	—	—	—	10.0%	מדיניות תגמול
71%	105%	71%	▲	▲	▲	+5%	אחריות תאגידית

החל מעדכון החברות לשנת 2019 (דוחות 2018) תושק קטגוריה חמישית – אחריות תאגידית שתהווה פקטור של 5% לציון הכולל ותהווה מבט על בלבד על נושא אחריות תאגידית.

רקע על חברות מדווחות וקבוצת ה BVI

- מספר חברות מדווחות אשר הנפיקו חוב בישראל עומד על 33 חברות (מהן 32 חברות פעילות*).
- היקף החוב שגויס ברוטו הנו בסך כ- 27.4 מיליארד ₪, כיום נסחר חוב בהיקף של כ- 23.8 מיליארד ₪.
- משקלן של ה- BVI בכלל הנפקות האג"ח הסחיר עלה מכ- 8% בשנת 2014 לכ- 14% ב- 2017 וב- 2018 כ- 7% מכלל אג"ח החברות (סחיר).
- כ- 82% מהחברות גייסו לראשונה בשנים 2014-2017 (כ- 30% ב- 2017 - שנת השיא עד כה). משבר אורבנקורפ השליך לשלילה על היקף הפעילות ב- 2016, עם עצירה בהנפקות של כמחצית השנה.
- סה"כ בוצעו 104 סבבי גיוס (לרבות הנפקות פרטיות).
- מספר חברות שחזרו לשוק: 19 חברות ביצעו גיוס חוב נוסף מעבר להנפקה הראשונה**.
- החברות הוותיקות: לסר (כ- 10 שנים בשוק) וזראסאי (כ- 5 שנים), אשר חלקן בחוב כיום כ- 11% ובסה"כ גייסו כ- 5.0 מיליארד ₪ ברוטו (כ- 18% מכלל החוב ברוטו שגויס), ב- 22 סבבים סה"כ (13 לסר ו- 9 זראסאי). חלק מהחוב (של זראסאי) גויס לצורך החלפת סדרות.

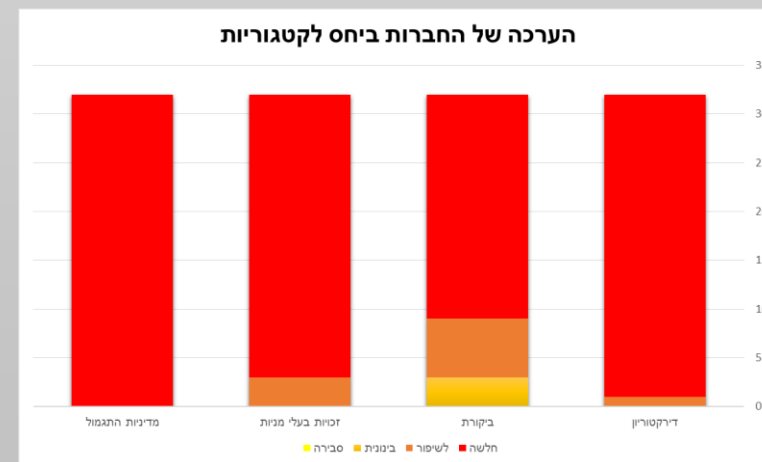
* לא כולל פננטפארק ומדלי (חברות BDC) שהנפיקו גם אקוויטי, ** בדומה למס' החברות שהנפיקו לראשונה עד 2016.

ADVANCED+	The level of Corporate Governance was estimated as Very Strong and above average , compared to market benchmark, therefore the probability of CG Risks occurrence are expected to be low .
ADVANCED	The level of Corporate Governance was estimated as Strong and above average to market benchmark, therefore the probability of CG Risks occurrence are expected to be low .
REASONABLE+	The level of Corporate Governance was estimated as Basic and average or above average compared to market benchmark, therefore the probability of CG risks occurrence are expected to be moderate .
REASONABLE	The level of Corporate Governance was estimated as Basic and mostly equal to market benchmark or lowest, therefore the probability of CG risks occurrence are expected to be moderate .
TO BE IMPROVED	The level of Corporate Governance was estimated as Low and mostly below average , compared to market benchmark, therefore the probability of CG risks occurrence are expected to be high .
NEGATIVE	The level of Corporate Governance was estimated as Very Low and mostly below average , compared to market benchmark, therefore the probability of CG risks occurrence are expected to be high .

כלל החברות מוערכות על ידי המודל בהערכה של NEGATIVE (הנמוכה ביותר) למעט חברה אחת שמוערכת ב TO BE IMPROVED (הערכה השנייה מלמטה).

הנקודות העיקריות המשפיעות על הדירוג הן:

- ← מבנה ותמהיל הדירקטוריון (בעל שליטה שמכהן כיו"ר ומנכ"ל, ריבוי בני משפחה, כהונת נושאי משרה הכפופים למנכ"ל/לבעל השליטה וכד').
- ← הנהלה המורכבת מבעלי שליטה ונושאי משרה בחברות פרטיות.
- ← ריבוי עסקאות בעלי עניין.
- ← שקיפות נמוכה וטעויות בדוחות, שיעור אחזקה נמוך בנכסים והיעדר מדיניות דיבידנד.



- גודל דירקטוריון ממוצע: 7, בדומה לממוצע של חברות האג"ח, ונמוך מחברות ת"א 35 (9) ות"א 125 (8).
- ב 21 מהחברות היו"ר מכהן כמנכ"ל.
- מספר דח"צים ממוצע הוא 2, בהתאם לקבוע בחוק (ישנה רק חברה אחת שבה מכהנים 3 דח"צים).
- מספר דירקטורים בלתי תלויים **ממוצע 2.9**, נמוך מחברות אגח (3.3) ת"א 35 (4.9) ות"א 125 (3.7).
- בממוצע יש 0.8 דירקטורים שהינו נושא משרה הכפוף למנכ"ל, גבוה מחברות אג"ח (0.6) וגבוה משמעותית מיתר החברות כ-0.1.
- שיעור הדירקטורים מטעם בעל השליטה **הוא 51% (בני משפחה, נושאי משרה בקבוצה)**, ביתר החברות השיעור הוא כ-30%.
- בממוצע יש 2 דירקטורים שהינם בני משפחה של בעל שליטה, גבוה מחברות אג"ח (1.7) וגבוה משמעותית מיתר החברות כ-0.9.



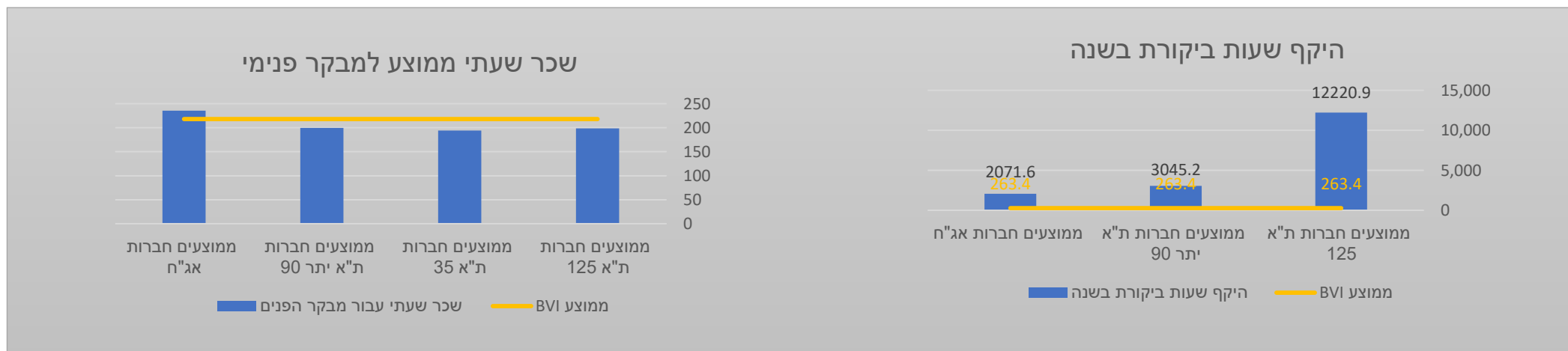
- ב 12 חברות התפטרו בשנתיים האחרונות דירקטורים ונושאי משרה. בחברות נוספות היו התפטרויות ומקרי של סיום כהונה טרם הזמן בטווחי זמן רחוקים יותר.
- הדירקטורים בחברות, לרבות הדח"צים, מתמנים על ידי בעל שליטה ואינם מובאים לאישור מידי שנה.
- בכלל החברות (למעט חברה אחת) כלל הדירקטורים הבלתי תלויים הם ישראלים המתגוררים בארץ והערכתנו היא שהם אינם מכירים לעומק את השוק בו פועלת החברה.
- קיים פער תרבותי בין החברה ובעל השליטה לבין הדירקטורים הבלתי תלויים.
- קיים מרחק פיזי. כך לדוגמא מרבית מהישיבות נערכות בדרך של שיחות ועידה.



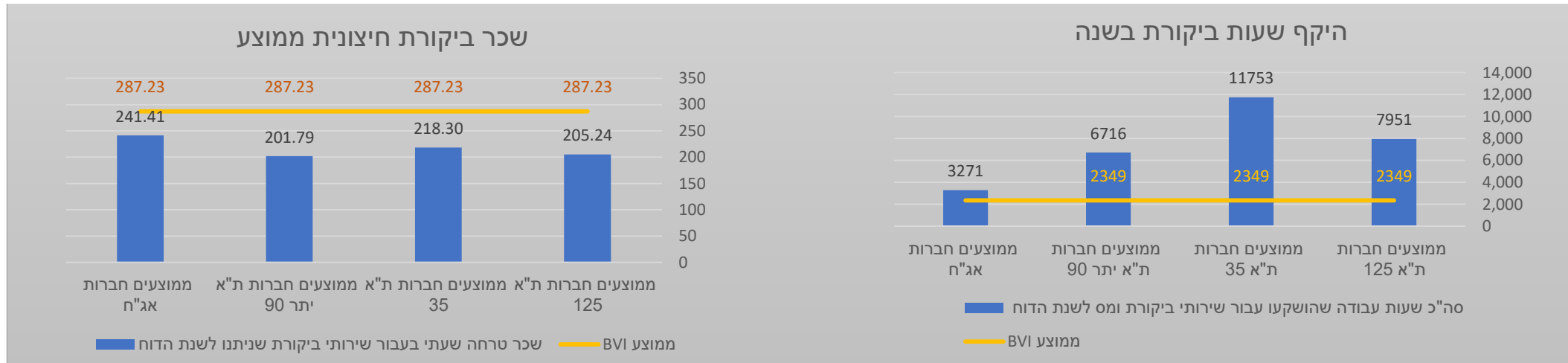
- בעלי השליטה מעמידים לחברה הסכם ניהול הכוללת את כלל הפונקציות הניהוליות הנדרשות (כספים, יעוץ משפטי, מזכירות חברה וכו').
- בממוצע 63% מנושאי המשרה בחברות הינם מטעם בעל השליטה (מכהנים בחברות ניהול, מועסקים על ידו, קרובי משפחה).
- ב- 2 מהחברות בני משפחה של בעל השליטה משמשים כשומרי סף (יעוץ משפטי ומזכירות חברה).
- ב- 22 מהחברות נושאי משרה המועסקים על ידי בעל השליטה משמשים כשומרי סף (15 מאותם חברות מדובר על שומר סף אחד, ב 6 חברות שני שומרי סף, ובחברה אחת שלושה שומר סף).



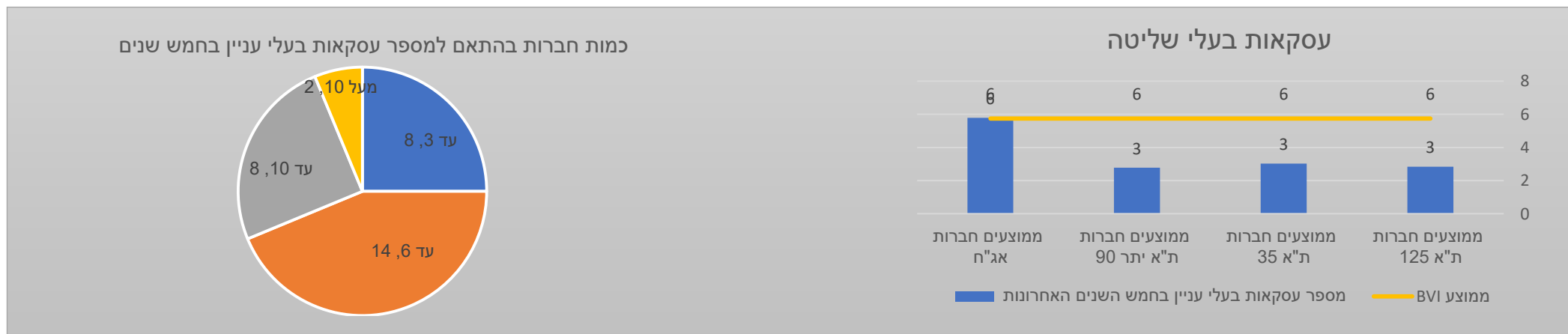
- ממוצע שעות הביקורת הפנימית בשנה בחברות הוא כ- 330 שעות, בהשוואה לכ- 2,260 בחברות אג"ח וכ- 3,061 בחברות ת"א (מנקה את מרבית מהבנקים והפיננסים).
- בשתיים מתוך החברות לא מכהן מבקר פנימי, בשתי חברות אחרות לא בוצעה ביקורת כלל.
- כלל המבקרים הינם נותני שירותים במיקור חוץ, מתחלק בין 7 משרדים.
- ב 9 חברות אין נתונים לגבי המבקר פנימי, לרבות שעות הביקורת הפנימית שבוצעו בחברה.
- שכר שעות ממוצע עומד על 218 ₪, בהשוואה לשכר שעות ממוצע של כ- 200 ₪ בחברות מדד ת"א 35 ות"א 125 ושכר שעות ממוצע של כ- 235 בחברות אג"ח.



- בשמונה חברות אין נתונים לגבי שכר הטרחה המשולם לרו"ח והיקפי השעות, וכן לגבי החלוקה הקיימת בין שירותי ביקורת לשירותי יעוץ.
- 2 חברות היקף התמורה שמשולמת לשירותי יעוץ גבוהים משמעותי מהיקפי התשלום לשירותי ביקורת. ביתר החברות (22) התמורה שולמה בגין שירותי ביקורת.
- בממוצע השכר השעתי לשירותי ביקורת בש"ח גבוהה ביחס לבנצ'ארק אולם נמוך משמעותית בהיקף (ממוצע).

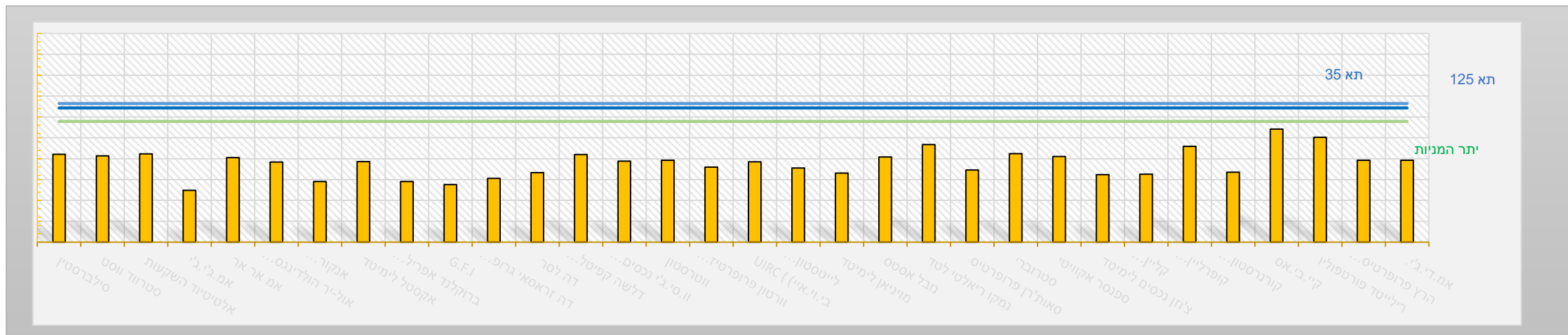


- רק בשלוש מהחברות קיימת מדיניות דיבידנד סדורה. אולם תשע חברות חילקו דיבידנד בשנים האחרונות (7 ללא מדיניות).
- 5 מהחברות לא מפרסמות מצגות עבור שוק ההון. 10 מהחברות לוקות בבעיות דיווח ושקיפות בדוחות (דיווחים רזים, חוסר שקיפות, דיווחים מטעים בדוחות, דיווחים מחדש ועוד).
- ב-3 מהחברות לבעלי השליטה יש עבר של דיפולט והסדרים מול נושים.
- יש ריבוי של עסקאות בעלי שליטה בכלל החברות. בממוצע 6 עסקאות (בחמש שנים), פי 2 ממוצע הקיים בחברות ת"א 35 ות"א 125. מדובר בהסכמי ניהול, הסכמים מול חברות פרטיות של בעלי השליטה או קרוביהם והסכמים מול נושאי משרה ודירקטורים.



- בדר"כ מדיניות התגמול מתבסס על הסכם הניהול של החברה מול חברות של בעל השליטה הכוללות את כלל שירותי הניהול, בתמורה לתשלום קבוע.

- ניתן לראות בוודאות כי מנפיקי החוב בכלל וחברות ה BVI בפרט מגלמות סיכון ממשל תאגידי גבוה (קצר/ארוך).
- סיכון זה נובע מחוסר חובת רגולציה קפדנית בהתאם לכללי ממשל תאגידי מקובלים ואימוץ עצמי נמוך של סטנדרטים ניהוליים ודיווחיים מקובלים.
- אין הדבר אומר כי השקעה בתחום זה (כחוב - Asset Class) אינו לגיטימי אך כן מחייב את מנהלי ההשקעות ו ועדות ההשקעה לגלם ולשקלל סיכון זה בהחלטות ההשקעה ובדירוג ההשקעה אל מול כלל התיק ואל מול התשואה בסיגמנט ההשקעה של ה asset class הזה.
- בנוסף, על הגופים המוסדיים לפעול בצורה אקטיביסטית יותר, אל מול החברות והחתמים, בדרישה להעלאת רמת הממשל התאגידי כתנאי השקעה בטווח הבינוני והארוך.



תודה רבה