

אנטרופי ממשל תאגידי סקירת ממשל תאגידי בחברות שביצעו תהליך IPO בשנת 2020

שנת 2020, על אף היותה שנת משבר עולמי, "שנת הקורונה", אופיינה כשנה מאוד משמעותית בבורסה בתל אביב, כאשר 27 חברות רשמו את מניותיהן למסחר בתהליך IPO במהלך השנה (בהכללת ההנפקות שבוצעו עד לאמצע חודש ינואר 2021, נתן זה עומד על 32 חברות). מדובר בכמות משמעותית מאוד ביחס למספר החברות הציבוריות שמניותיהן נסחרות בבורסה, העומד נכון לסוף שנת 2020 על 455 (מתוך 575 חברות בכלל). הסכום שגויס במסגרת הנפקות ה - IPO שבוצעו בשנת 2020 עמד על 4.6 מיליארד ₪.

אופי החברות שהנפיקו בתהליכי IPO היו מגוון, גם מבחינת ענף פעילותן: נדל"ן, טכנולוגיה, ביומד, פודטק ועוד, גם במידת הבשלות שלהן: חברות מו"פ, צמיחה, בוגרות, וגם בצורת ההתאגדות המשפטית: שותפות, חברה בע"מ, ועוד. החברות נבחנו זו מזו גם בסוג השליטה שיהיה בהן לאחר הנפקתן: בעל שליטה או ללא בעל שליטה.

כידוע אנטרופי מסקרת את כלל החברות בבורסה בתל אביב, בהיבטי ממשל תאגידי ואחריות תאגידית וזאת באמצעות שני מודלים שפותחו על ידנו. במסגרת הסיקור השוטף שלנו את הממשל התאגידי של חברות ציבוריות, אנחנו גם מכסים חברות בסמוך למועד הנפקתן לראשונה בסקירות ייעודיות (סקירות אלו מופצות לגופים המוסדיים לאחר פרסום הטייטה על ידי המנפיק) הכוללות הערכת ממשל תאגידי למנפיק וכן השוואתו למנפיקים דומים.

ההערכות השונות נגישות ללקוחות המוסדיים בבואם לאמוד את מידת הסיכון של המנפיק והן מהוות גם כלי עבודה עבור המנפיקים עצמם, לצורך יצירת שיח ודיאלוג עם הגופים מוסדיים. הדבר אף מקבל משנה של חשיבות בבחינת השקעה במנפיקים טרם הנפקתם לראשונה. מהניתוח שנראה בהמשך ניתן לראות כי מרבית מהחברות שביצעו הנפקת IPO בשנה האחרונה, לוקות בחסר בהיבט ממשל תאגידי. הדבר אינו מפתיע כמובן, שכן בדר"כ מדובר בחברות בעלות די-אן-איי של חברות פרטיות. היבט נוסף הוא שלנוכח הביקוש הקיים בשוק ההון, נראה שיעקר העבודה שנעשית על ידי המנפיקים והיועצים מטעמם טרום ההנפקה, אינה מתרכזת בהיבטי ממשל תאגידי ונושאים אלו נדחקים מסדר היום ונשמרים ליום שלאחר ההנפקה (ואף למספר חודשים לאחר מכן).

כך לדוגמא, מניתוח שבצענו לחברות שביצעו תהליכי IPO, עולות הנקודות הבאות:	
במוצע 83% מהדירקטורים במועד ההנפקה הינם דירקטורים תלויים, ז"א דירקטורים שאינם מוגדרים על ידי החברה כבלתי תלויים.	✓
בחברות אלו מכהנים דירקטורים שהינם נושאי משרה.	✓
ב 66% מהחברות לא מכהנים דירקטורים חיצוניים במועד הנפקתן.	✓
ב 75% מהחברות לא מכהן מבקר פנימי.	✓
56% מהחברות קיבלו שירותים נוספים מרואה החשבון המבקר שלהם שאינם שירותי ביקורת (פוגע באי התלות).	✓
ב 88% מהחברות קיימות עסקאות בעלי שליטה תקפות סמוך למועד ההנפקה. ממוצע עסקאות בעלי השליטה עומד על 3.	✓
45% מהחברות אימצו מדיניות דיבידנד.	✓

בהקשר הזה נציין כי אנו מבצעים מעקב שוטף אחר המנפיקים ולאחר ההנפקה אנו מעדכנים את הסקירה של החברה לאחר רבעון וזאת על מנת לבחון האם בוצע חיזוק של ההיבטים השונים. גם בסקירה של החברות לאחר רבעון נראה שהיבט הממשל תאגידי אינו משתנה מהותית במרבית המקרים, והחברות מסתפקות במינוי דח"צים על פי הנדרש בחוק וגם במינוי פורמלי של מבקר הפנימי.

גם אם כך, השנה הראשונה לאחר הנפקת החברה הינה עדיין שנה מעצבת, בה החברה למעשה משלימה תהליכים שונים שנגזרים מהפיכתה מחברה פרטית לחברה ציבורית ומשכך גם במהלך שנה זו קיימת חשיבות רבה להשפעה של בעלי מניות מוסדיים על נושא הממשל תאגידי והמאפיינים והתשתיות השונות שיאמצו על ידי החברות בתקופה זו. למוסדיים שהמשתתפים בתהליך ההנפקה וגם לאלו שנכנסים להשקעה בחברה לאחר מכן, יש תפקיד חשוב בעיצוב הממשל תאגידי של חברות אלו.

אנו זמינים לרשותכם לכל דבר בנושא זה,

בברכה,
מתי אהרון, מנכ"ל
אנטרופי ממשל תאגידי

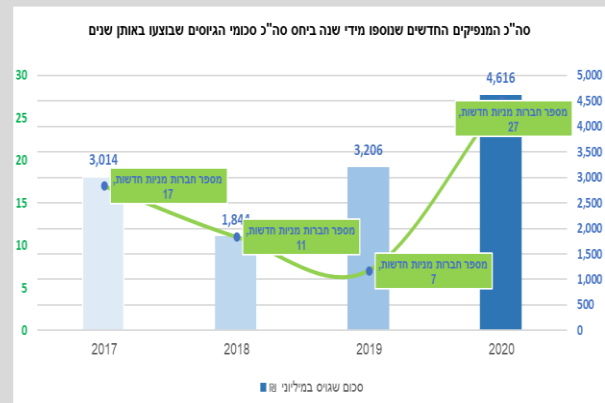
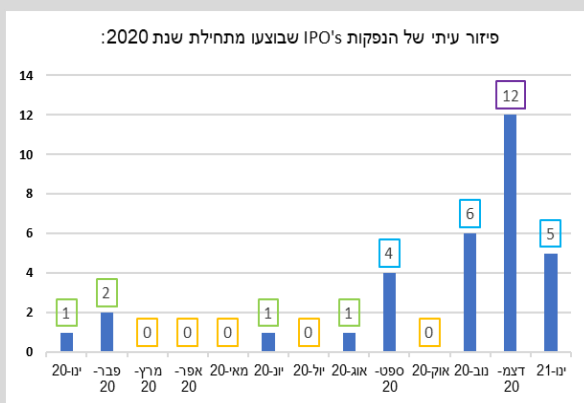
הנפקות IPOs בשנת 2020

הקדמה

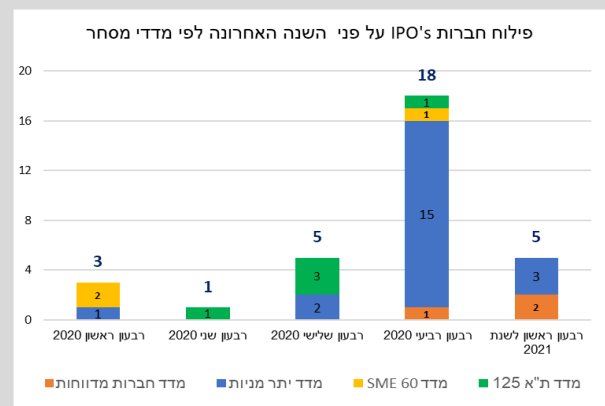
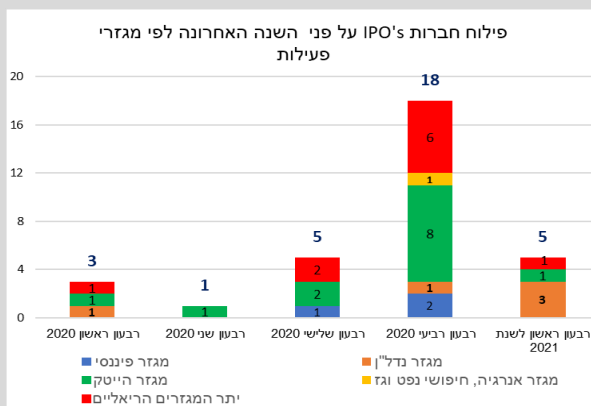
27 חברות רשמו את מניותיהן למסחר בתהליך IPO החל מתחילת שנת 2020, ועד לאמצע חודש ינואר 2021 התווספו עוד 5 חברות. על אף הקשיים שהשוק חווה בחודשים מרץ-מאי, ההתאוששות שחלה בשוק ההון הביאה לכך שברבעון הרביעי של השנה בוצעו 18 הנפקות.

שנת 2020 התאפיינה כשנת שיא ביחס לשנים קודמות בהיבט זה. לשם השוואה בשנת 2019 בוצעו 7 הנפקות בלבד של חברות מניות חדשות, בשנת 2018 בוצעו 11 הנפקות ואילו בשנת 2017 בוצעו 17 הנפקות. ניתן לראות גם, שמדובר בכמות משמעותית מאוד ביחס למספר החברות הציבוריות שמנותיהן נסחרות בבורסה, העומד נכון לסוף שנת 2020 על 455 (מתוך 575 חברות בכלל).

הסכום שגויס במסגרת ההנפקות IPOs שבוצעו בשנת 2020 עמד על 4.6 מיליארד ₪.



החברות שהונפקו פועלות במספר רב של ענפים, אולם מרביתן חברות טכנולוגיה וביומד וזאת בשונה משנה קודמת אז עיקר ההנפקות התמקדו בחברות מתחום הפיננסים. לאחר הנפקתן, מרבית מהחברות נכללות בחברות היתר ורק מעט נסחרות במדדים מובילים כדוגמת מדד ת"א 125 ומדד 60SME.



תמונת מצב ממשל תאגידי

ניתוח תמציתי של היבטי ממשל תאגידי בחברות שהנפיקו בתהליך IPO

מניתוח של תמונת המצב הממשל תאגידי בחברות שהנפיקו מניות לראשונה ניתן לראות כי מרביתן מגיעות ברמת בשלות מאוד נמוכה ולאור כך נראה שיעקר ההתמקדות שלהן אל מול שוק ההון נעשית בהיבטים פיננסיים עסקיים הנוגעים למודל העסקי, בפעילות העסקית הנוכחית והעתידיה ובתמחור הכלכלי הנגזר מהן.

על מנת לקבל נקודת השוואה להיבטי ממשל תאגידי משמעותיים, השונו את הנתונים ביחס למספר קבוצות השוואה וביניהן כלל החברות בבורסה, לחברות יתר, ז"א אלו שאינן נכללות במדד ת"א 125 (שכן מרבית מהחברות הן חברות שאינן צפויות להיכנס למדד החברות הגדולות בבורסה) וכן ביחס לחברות שהנפיקו ונסקרו על ידינו מחדש לאחר רבעון.

להלן מוצגים מספר היבטים מעניינים הנוגעים לממשל תאגידי על בסיס [מודל הערכת ממשל תאגידי של אנטרופי](#):

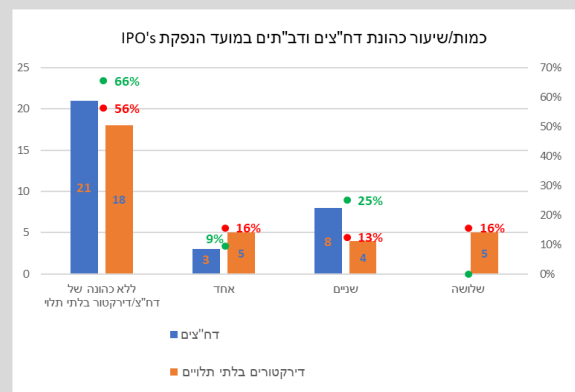
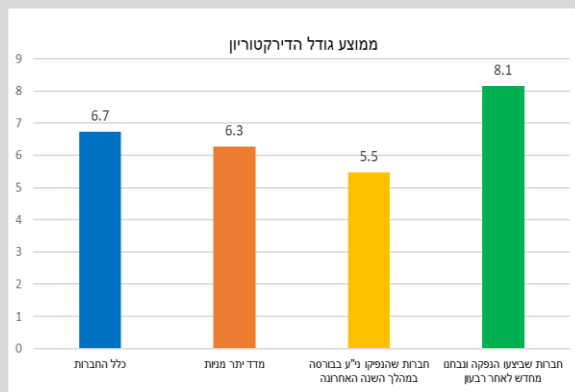
דירקטוריון

דירקטורים מקרב בעלי שליטה או נושאי משרה: מאחר ומרבית מהחברות הינן חברות מו"פ או חברות שהינן פרטיות באופיין, קיים ריבוי של דירקטורים מכהנים מקרב גרעין שליטה וכן מטעם בעלי עניין נוספים במנפיק. בחלק מהחברות מכהנים דירקטורים שהינם נושאי משרה וביניהם גם כפופי מנכ"ל.

מינוי דח"צים ודירקטורים בלתי תלויים: אינו מבוצע טרם ההנפקה ולכן תמהיל הדירקטוריון ובכלל זה גם הרכבו לרבות זכות הדירקטורים החיצוניים, אינו שלם במועד ההנפקה ומשכך אינו נבחן על ידי המשקיעים. יתרה מכך, המשקיעים אינם מפעילים את משקלם על מנת להשפיע בנושא זה ומינויים של הדירקטורים הבלתי תלויים וקביעת זהותם נעשה רק לאחר ההנפקה. בחלק הארי של המקרים מינוי הדח"צים והדב"טים אינו נעשה בתהליך פורמלי, מסודר ושקוף.

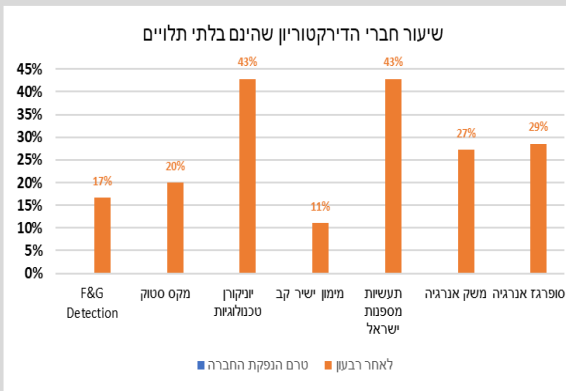
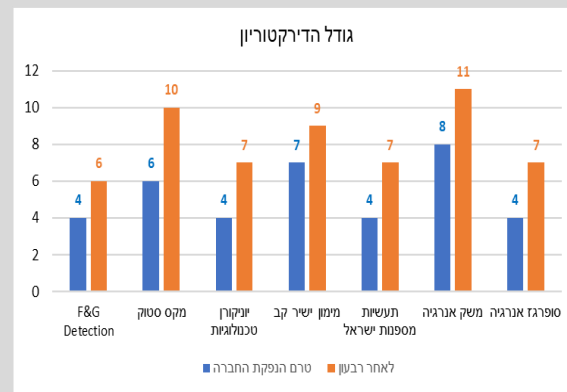
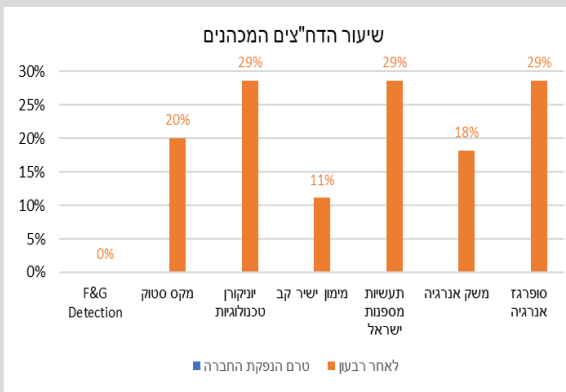
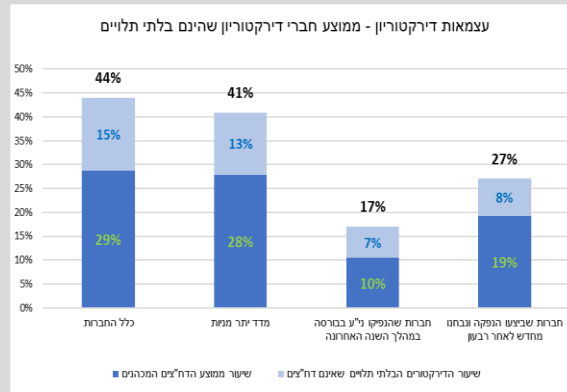
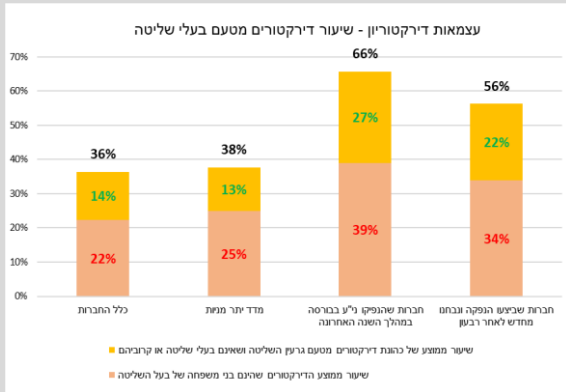
מספר נתונים מעניינים:

- גודלו הממוצע של הדירקטוריון בחברות אלו עמד על 5.5 דירקטורים טרם ההנפקה (וזאת כמעט ללא רכיב הדח"צים והבלתי תלויים) ועולה לממוצע של 8.1 דירקטורים לאחר מכן.
- ב 66% מבין החברות, במועד ההנפקה לא כיהנו בדירקטוריון דח"צים וב 56% לא כיהנו דירקטורים המוגדרים על ידי החברה כבלתי תלויים. הדבר אינו מפתיע כי על פי החוק לחברות קיימת אפשרות למנות דח"צים לאחר רבעון.



- ניתן לראות כי גם לאחר רבעון הנושא אינו משתפר משמעותית, שכן בבחינה של קבוצות חברות כרבעון לאחר הנפקתן, עולה כי שיעור הדירקטורים מטעם בעלי השליטה עדיין גבוה ביחס לממוצע בכלל החברות בשוק. הדבר מתבטא גם בגודל הדירקטוריון כאמור אשר גם לנוכח הרכבו התלוי, מאופיין בממוצע הגבוה ביחס לממוצע בשוק.





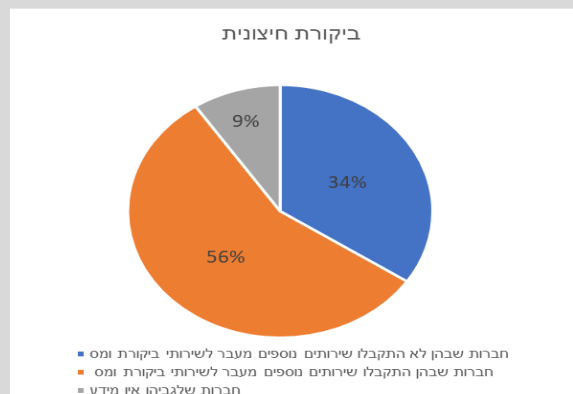
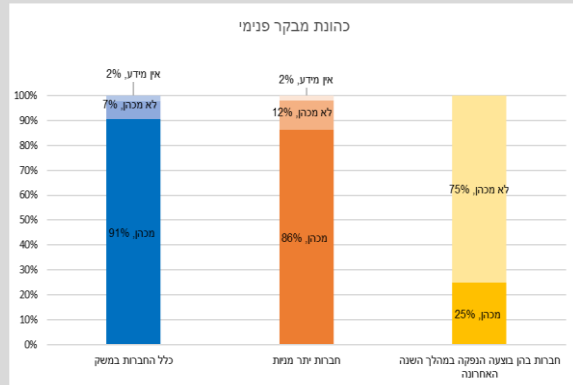
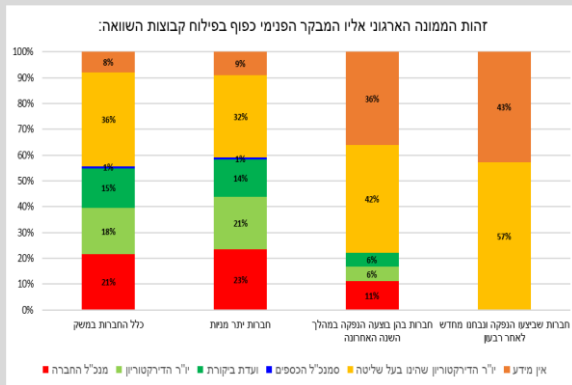
ביקורת

גם רכיב זה אינו מתאפיין בחברות אלו במרכיב שהינו ברמה גבוהה שכן היבט הביקורת הפנימית אינו מוסדר בחברות, ומיקוד העשייה הקשורה לביקורת טרם ההנפקה מבוצעת במישור הביקורת הנוגעת לדיווח הכספי.

- **ביקורת פנימית:** ניתן לראות שב- 75% מהחברות זהות המבקר הפנימי נקבעת על ידי החברה רק לאחר ההנפקה, כך גם המשאבים שיוקצו לו, והיבטים הקשורים לתוכנית העבודה. במועד ההנפקה בדר"כ מפורט על ידי החברה שהמבקר הפנימי יהיה כפוף למנכ"ל החברה או ליו"ר הדירקטוריון שבמקרים רבים בעל השליטה. העדר מידע ושקיפות בנושא, אינו מאפשר למשקיעים להבין את מידת המשאבים שיושקעו בנושא הביקורת.

- **ביקורת חיצונית:** ב- 56% מהמקרים, פירמות ר"ח המבקר של החברות נתנו גם שירותי ייעוץ לחברה במהלך השנה טרם ההנפקה, זאת בנוסף על שירותי הביקורת ומס. 9% מהמנפיקים לא פרסמו מידע כלל לגבי נושא התמורה ששולמה לרואי החשבון. כידוע, באופן כללי ככל שהתמורה שמשולמת עבור שירותי ייעוץ שאינם שירותי ביקורת ומס הינה משמעותית יותר, כך היא מעלה את הפוטנציאל לפגיעה בנושא אי תלות ר"ח המבקר.

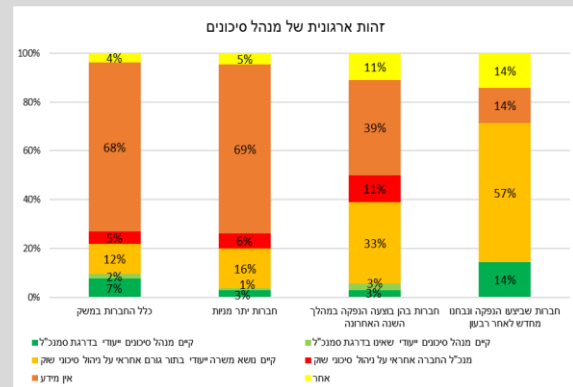
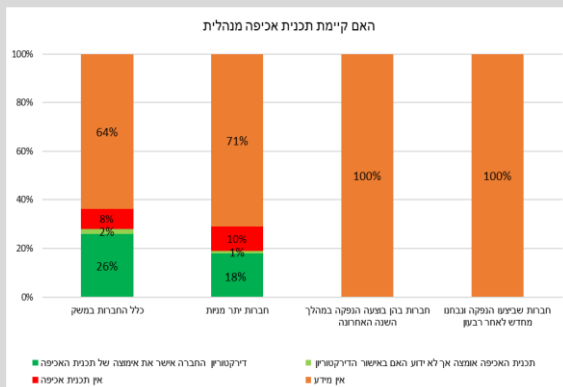
מעבר לכך, כלל החברות אינן מפרסמות ומספקות מידע נוסף הנוגע להיבטי הביקורת החיצונית, ובפרט לגבי השותף המטפל, צוות הביקורת והיבטים נוספים.

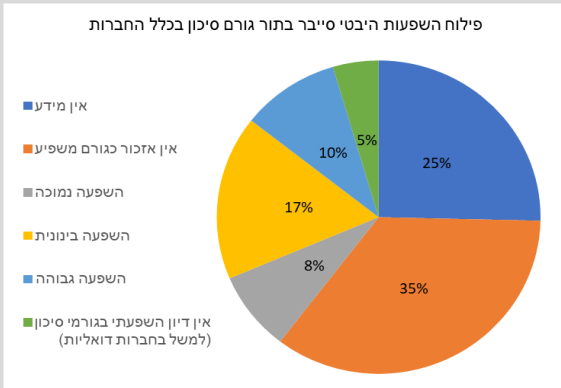
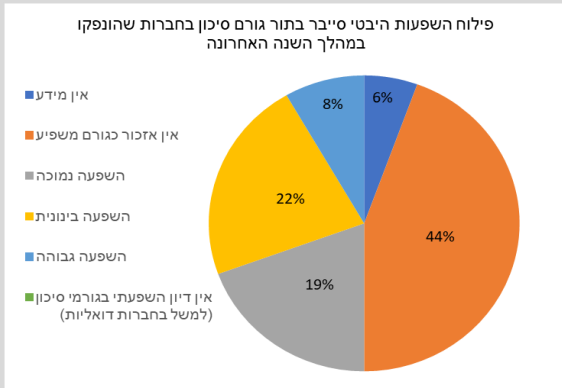


ניהול סיכונים, ציות ותוכנית אכיפה

מאחר והיבטי ממשל תאגידי בסיסיים כאמור אינם מבוססים בחברות אלו, אין זה מפתיע שגם נושא ניהול הסיכונים אינו מקבל את מקומו הראוי בסדרי העדיפויות של החברות המגיעות להנפקה. שלא במפתיע גם היבטי הציות והאכיפה אינם מקבלים ביטוי במידע שניתן למשקיעים טרם ההנפקה.

- **ניהול סיכונים:** בדומה למרבית מהחברות הריאליות בבורסה, גם במידע שניתן על ידי החברות במסגרת הליך IPO אין פירוט לגבי היבטי ניהול סיכונים ואימוץ מדיניות ופרקטיקת עבודה בהתאם וכן לגבי מינוי מנהל סיכונים ייעודי. חלק מהחברות מסתפקות באימוץ מדיניות הנוגעת לסיכונים הפיננסיים בלבד. נקודה נוספת מעניינית בהיבט ניהול סיכונים הרלוונטית לתקופה הנוכחית היא נושא של סיכון סייבר, סיכון משמעותי לכל ארגון בימים אלו. ניתן לראות כי 45% מהחברות אינן מתייחסות לנושא זה בתשקיף, לרבות לנושא מידת הסיכון לחברה ומדיניות בנושא וזאת בהשוואה לשיעור של 35% ביחס לכלל החברות.
- **ציות ואכיפה:** גם בהקשר של תוכנית אכיפה וציות, על אף שחברות אלו נכנסות לבורסה ולוקחות על עצמן סיכונים שונים הנלווים לכך אנחנו לא מתרשמים כי קיים אימוץ תהליכים מסודרים המפחיתים את הסיכונים השונים. ניתן לראות שכלל החברות אינן מדווחות על אימוץ תוכנית אכיפה ועל מינויו של ממונה אכיפה האחראי על נושא זה, ומשך ניתן אולי להסיק שנושא זה אינו מטופל על ידן טרם ההנפקה.





עסקאות בעלי שליטה ומדיניות דיבידנד

- **עסקאות בעלי עניין:** בהקשר של עסקאות בעלי עניין ניתן לראות שהחברות שהונפקו לראשונה בשנה האחרונה מאופיינות במספר רב של עסקאות בעלי עניין. הממוצע אומנם דומה לממוצע הקיים בכלל החברות ובחברות יתר, אולם יש לשים לב שתקופת הזמן "הנספרת" הינה קצרה ביחס לזו של קבוצות ההשוואה, כך שמדד זה משקף למעשה מאפיין בעייתי של ממשל תאגידי.
- **מדיניות דיבידנד:** מנגד בהקשר של מדיניות דיבידנד הרי ששיעור של אימוץ מדיניות דיבידנד בחברות שהנפיקו לראשונה, הוא גבוה ביחס למקובל לכלל החברות. נראה שנושא זה מקבל חשיבות בקרב המשקיעים ומביא את החברות לאמץ מדיניות כזו טרם הנפקה, כחלק מהדיאלוג עם.

