

רשות ניירות ערך

עקרונות ראויים לפעילות חברות ייעוץ למוסדיים - נייר להערות הציבור

א. אקטיביזם מוסדי

ההכרה בחשיבותו של אקטיביזם מוסדי מקובלת כיום בשוקי הון ברחבי העולם. הקריאה לאקטיביזם מוסדי, אשר גברה מאז שנות התשעים של המאה הקודמת, באה על רקע גידול ניכר בשיעורי ההחזקות של משקיעים מוסדיים בחברות ציבוריות בארה"ב, באנגליה ובמדינות נוספות. היא משקפת עמדה לפיה פעילותם של משקיעים מוסדיים יכולה לשמש אמצעי לפיקוח אפקטיבי על חברות, המבוסס עדיין על התפישה הכללית בדבר עדיפות מנגנוני השוק על פני התערבות שלטונית.

ב. חובת ההשתתפות באסיפות הכלליות המוטלת על הגופים המוסדיים

ביטוי מובהק לתפישה בדבר אקטיביזם מוסדי ניתן למצוא בחובת ההשתתפות באסיפות הכלליות המוטלת על הגופים המוסדיים. המדובר בחובה שיזמה רשות ניירות ערך עוד בשנות התשעים, כחלק מחובת הזהירות הכללית של מנהלי קרנות הנאמנות כלפי בעלי היחידות, והיא עוגנה בסעיף 77 לחוק השקעות משותפות בנאמנות, תשנ"ד-1994. חובות דומות נקבעו מאוחר יותר לגבי קרנות הפנסיה, קופות הגמל וחברות הביטוח. אמנם יש הבדלים מסוימים בין החובות הקבועות בדברי החקיקה השונים, אולם באופן כללי המכנה המשותף היה כי חובת ההשתתפות נגזרת מיכולתם של הגופים המוסדיים להשפיע על החלטה שעל סדר היום, אשר יש בה כדי לפגוע בעמיתים או כדי לקדם את עניינם.

בתחילת שנת 2008, על רקע צמיחה משמעותית בהיקף הנכסים המנוהל על ידי הגופים המוסדיים בישראל, פרסמה הועדה לבחינת הצעדים הדרושים להגברת מעורבות הגופים המוסדיים בשוק ההון (להלן: "ועדת חמדני" או "הועדה") את ממצאיה והמלצותיה ביחס להיקף הראוי של חובת ההשתתפות מטעם הגופים המוסדיים באסיפות בעלי המניות ומחזיקי אג"ח. ועדת חמדני עמדה על חשיבותם של הגופים המוסדיים ועל הערך הרב במעורבותם באסיפות כלליות, לנוכח היקף החזקותיהם, משאביהם, מיומנותם והעובדה כי הם מנהלים כספי ציבור.

הועדה סברה כי יש לקבוע את היקף חובת ההשתתפות בהתחשב בטובת העמיתים, יכולת ההשפעה של הגופים המוסדיים ושמירה על אחדות בין הגופים השונים. בשל העובדה כי השתתפות פעילה באסיפות כלליות כרוכה בעלות, גרסה ועדת חמדני כי ראוי ליצור זיקה בין הנסיבות בהן תוטל חובה על הגופים המוסדיים להשתתף בהצבעה לבין ההחלטות לגביהן מעניק המחוקק מעמד מיוחד לבעלי מניות המיעוט. בהתאם, הועדה המליצה על קביעת חובת השתתפות של הגופים המוסדיים בהחלטות שלגביהן דורש החוק רוב מיוחס ובמקרים נוספים, ככל שהדבר מתחייב מן החובות של הגוף כלפי עמיתיו.

רשות ניירות ערך פעלה להתאמת ההסדר שבחוק להמלצות אלה. בשנת 2010 פרסמה הרשות טיוטא להערות הציבור של הצעת תקנות השקעות משותפות בנאמנות (השתתפות מנהל קרן

באסיפת מחזיקים ובהצבעה לאישור הצעת רכש מיוחדת), התש"ע-2010, ומאז פורסמה טיוטא נוספת לתקנות¹ (להלן: "הצעת תקנות השתתפות מנהל קרן באסיפה כללית"). הצעת החוק והתקנות ממתונות להבשלת סעיף ההסמכה מכוח חוק השקעות משותפות בנאמנות, ויקודמו לאחר שחקיקתו של זה תושלם. אגף שוק ההון, ביטוח וחסכון במשרד האוצר השלים את התאמת ההסדר בדינים שתחת פיקוחו להמלצות הוועדה: בחודש יוני 2009 פורסמו תקנות הפיקוח על שירותים פיננסיים (קופות גמל) (השתתפות חברה מנהלת באסיפה כללית), תשס"ט-2009 (להלן: "תקנות הפיקוח על שירותים פיננסיים"), שאימצו את המלצות ועדת חמדני ביחס לקופות גמל, קרנות פנסיה ומבטחים.

כמהלך משלים לקביעת חובת ההשתתפות בהחלטות שלגביהן דורש החוק רוב מיוחס, סברה ועדת חמדני כי יש לעודד את המשקיעים המוסדיים להיעזר בגורמים מקצועיים המתמחים בגיבוש המלצות הצבעה (להלן: "חברות הייעוץ"). זאת, בין היתר בשל יכולתן של חברות הייעוץ להזיל עלויות בפיקוח על חברות ציבוריות ולסייע בהתמודדות עם החשש מפני ניגוד עניינים.

הוועדה סברה כי ראוי לפעול בשני מישורים לעידוד פעילות חברות הייעוץ: ראשית, לאפשר לגוף מוסדי להסתמך בהצבעתו על ההמלצה של גורם מקצועי כאמצעי ראוי להתמודד עם חשש מניגוד עניינים, המהווה הפרה של חובות הגוף המוסדי כלפי עמיתיו. שנית, באמצעות מתן פטור חלקי מחובות הדיווח כאשר הגוף המוסדי מתקשר מראש עם גורם מקצועי כאמור.

עוד קבעה ועדת חמדני לעניין זה, כי במקביל לעידוד פעילות חברות הייעוץ בגיבוש המלצות הצבעה, יש להבטיח כי הגופים המוסדיים יקבלו החלטות ענייניות ואיכותיות. כן יהיה על הגופים המוסדיים לבחון כי חברת הייעוץ עצמה לא מצויה בניגוד עניינים ביחס להצעת החלטה אשר לגביה היא מגבשת המלצות.

המלצות אלו של ועדת חמדני אומצו בתקנה 5 לתקנות הפיקוח על שירותים פיננסיים. תקנה זו קובעת כי משקיע מוסדי רשאי לקבוע סוגי הצעות החלטה שלגביהן יתקשר עם גורם מקצועי לצורך גיבוש המלצות הצבעה, ובלבד שוועדת ההשקעות של המשקיע המוסדי אישרה את ההתקשרות לאחר שבחנה את כשירותו של הגורם המקצועי והשתכנעה כי הוא פועל לגיבוש המלצות הצבעה תוך השקעה המשאבים הנדרשים לבחינה איכותית של הצעות החלטה בהתאם לאמות מידה מקצועיות מקובלות, וכן השתכנעה כי הגורם המקצועי פועל לפי מדיניות כתובה המספקת מענה נאות לחשש מפני ניגודי עניינים של הגורם המקצועי. על ועדת ההשקעות של המשקיע המוסדי לקבוע גם מדיניות בדבר ההליך לבחינת המלצות ההצבעה של הגורם המקצועי. חוזר גופים מוסדיים 2009-9-11 של אגף שוק ההון, ביטוח וחסכון, הגדיל עוד את חשיבות פעילותן של חברות הייעוץ, בקובעו כי משקיע מוסדי יפרסם את אופן ההצבעה שלו בתאגידים שהוא בעל זכות הצבעה בהם, ויציין בין היתר אם ההצבעה היתה בהתאם למדיניות ההשקעות של ועדת ההשקעות שלו או של הגורם המקצועי עימו התקשר, תוך מתן הסבר לסיבות בעטיין לא פעל בהתאם לה. עוד נקבע כי הצבעה על פי המלצה של גורם מקצועי בכפוף לתנאים שנקבעו בתקנה 5 לתקנות הפיקוח על שירותים פיננסיים, תהווה אמצעי ראוי לדעת הממונה על שוק ההון, ביטוח וחסכון להתמודדות גוף מוסדי עם החשש מהצבעה בניגוד עניינים.

¹ תקנות השקעות משותפות בנאמנות (השתתפות מנהל קרן באסיפת מחזיקים ובהצבעה לאישור הצעת רכש מיוחדת ומלאה ולאישור עסקה עם בעל ענין), התשע"א-2011.

תקנה 5 להצעת תקנות השתתפות מנהל קרן באסיפה כללית מיועדת להסדיר את אופן ההתקשרות הראוי של מנהל קרן עם גורם מקצועי והצבעה לפי המלצתו, ולהחיל הנחיות דומות ביחס למנהלי קרנות הנאמנות בדבר הצורך בבחינת כשירותו, מקצועיותו ואי תלות הגורם המקצועי, עובר להתקשרות עמו.

ג. ההסתייעות בחברות ייעוץ למוסדיים - יתרונות וחסרונות

הגופים המוסדיים, בהיותם משקיעים פיננסיים, מחזיקים בהחזקות קטנות יחסית בחברות הציבוריות, ובמספר רב של חברות, כך שהתרומה לרווחיות הצפויה להם מהצבעה עבור כל גוף מוסדי בנפרד הינה זניחה. זאת ועוד, ההשתתפות בהצבעות הינה מטלה מורכבת המצריכה מהגוף המוסדי השקעת משאבים רבים. מצב דברים זה מוביל גופים מוסדיים רבים לשכור את שירותיהן של חברות ייעוץ.

תפקידן המרכזי של חברות הייעוץ הוא גיבוש מתודולוגיה לקביעת המלצות, ניתוח ההחלטות הספציפיות המובאות לאישורן של האסיפות הכלליות, וגיבוש עמדה מושכלת (בעד או נגד) עבור לקוחותיהם, המשקיעים המוסדיים.

יש ערך בפעילות חברות הייעוץ נוכח היתרונות הגלומים בה עבור הגופים המוסדיים: חברות הייעוץ הן בעלות מומחיות המאפשרת להם לקבל החלטה מושכלת בדבר אופן ההצבעה; הצבעה בהתאם להמלצה של גורם מקצועי ניטרלי, מהווה אמצעי להתמודדות במצבים בהם מנהל קרן מצוי בפוטנציאל ניגוד עניינים; הסתייעות בחברות הייעוץ עשויה להזיל עבור הגופים המוסדיים את העלויות הכרוכות במילוי תפקידם על פי חוק.

יחד עם זאת, ישנם מספר סיכונים פוטנציאליים הכרוכים בפעילות הייעוץ: חשש לחוסר מקצועיות או השקעת תשומות בלתי מספקות; חשש להעדר שקיפות; וחששות בדבר ניגודי עניינים שונים בפעילותן של חברות הייעוץ.

סיכונים אלו, לצד שאלות המתעוררות מצד מנהלי הקרנות באשר לאופן ההסתייעות הראוי בחברות הייעוץ, מחייבים חשיבה בנוגע להסדרת התחום. הצורך בבחינה האם ובאיזו מתכונת יש להסדיר את פעילות חברות הייעוץ מתחדד בישראל על רקע חובות ההשתתפות הקבועות בדיון, ההשלכות המשמעותיות של אופן יישום חובות אלו על התנהלות התאגידים המדווחים, וכן לנוכח המבנה הריכוזי בשוק הייעוץ למוסדיים, כפי שיפורט להלן.

ד. שוק חברות הייעוץ בישראל, מדיניות ההצבעה ואופן התגמול

ראשיתו של שוק חברות הייעוץ בישראל במתכונתו הנוכחית בפעילותה של חברת פועלים סהר, חבר בורסה וחברה בת של בנק הפועלים, שנתנה שירותים שונים למשקיעים מוסדיים, לרבות שירותי פרוקסי (שירותי הצבעה באסיפות) ושירותי ייעוץ בדבר אופן ההצבעה. פעילותה של פועלים סהר בתחום הייעוץ למוסדיים נמכרה לחברת אנטרופי יועצים בע"מ.

אנטרופי יועצים בע"מ, באמצעות חברת בת בבעלותה המלאה "אנטרופי שירותי מחקר כלכליים בע"מ" (להלן ביחד: "אנטרופי") מספקת כיום שירותי ייעוץ להצבעות גופים מוסדיים באסיפות כלליות, לצד שירותים נלווים.

בנוסף לאנטרופי קיימים גופים קטנים נוספים המספקים שירותי מחקר, אך מרביתם עוסקים רק בהצעות החלטה מהותיות, בלא מתן שירותים משפטיים ותפעוליים (כגון הנפקת שירותי בעלות וייצוג פיזי באסיפות). בנוסף, לפני מספר חודשים הוקמה חברת עמדה מחקר כלכלי בע"מ, שהחלה להתחרות בפעילותה של אנטרופי.

הגופים המוסדיים אינם מחויבים כמובן להיעזר בשירותיהן של חברות ייעוץ, אך מרביתם נוטים לעשות כן לנוכח היתרונות שצוינו לעיל, ובראשם החיסכון בעלויות.

מדיניות ההצבעה של אנטרופי באסיפות כלליות מפורסמת על ידה באתר החברה. אנטרופי מצהירה כי מטרת המדיניות להתוות את הכללים והקווים המנחים עבור אנטרופי בבחינת הנושאים השונים העולים לאסיפה הכללית. לדבריה, אנטרופי פועלת בגישה של "כל מקרה לגופו" ולפיכך כל נושא אשר ייבחן על ידי צוות המחקר, יישקל על בסיס מרכיבי המדיניות שלהן ועל בסיס מאפייניו הייחודיים, ככל שיהיו.² במסגרת המדיניות, מפרטת אנטרופי את הקריטריונים לאורם נבחנות הצעות החלטה שונות המובאות לאסיפה הכללית ואת עמדתה של אנטרופי ביחס לנושאים השונים. אנטרופי מתחייבת לבצע בחינה של מכלול הנושאים העולים לאסיפה הכללית, והמלצתה מוגדרת מול לקוחותיה כחוות דעת מקצועית תומכת החלטה בלבד. יש לציין, כי מדיניות ההצבעה שקבעה אנטרופי מציגה כללי ממשל תאגידי מחמירים לעתים מאלו המחויבים על פי חוק החברות, וכי נשמעה מעת לעת ביקורת מצד החברות הציבוריות בנוגע לפעילותה של אנטרופי (בין היתר משום שממנה נגזר דה פקטו אופן ההצבעה של משקיעים מוסדיים רבים).

במסגרת עקרונות היסוד של מדיניות ההצבעה, מצהירה אנטרופי על היותה גוף בלתי תלוי אל מול הלחצים אותם מפעילות החברות לצורך אישור של החלטות שונות באסיפה הכללית. לאחרונה התעוררה שאלה סביב סוגיית מודל תשלום חדש שהציגה אנטרופי, במסגרתו הציעה לגבות דמי טיפול מחברות ציבוריות לצורך קיום דיון מוקדם עמן באשר לנושאים המובאים לאישור האסיפה הכללית. לאחר שהרשות התריעה בפני אנטרופי כי היא בוחנת את הסדרת התחום, ורואה את התשלום האמור מהחברות כבעייתי בהיבט של פוטנציאל ניגודי עניינים, הודיעה אנטרופי כי בשלב זה לא תגבה תשלום כאמור. בנוסף הודיעה אנטרופי, כי תבצע בחינה וטיפול כוללים בסוגיית ניגודי העניינים הפוטנציאליים העלולים להתעורר במסגרת עבודתה.

ה. הסדרת פעילות גופי ייעוץ בחו"ל

במהלך שני העשורים האחרונים נרשמה התפתחות בשוק חברות הייעוץ בעולם. התפתחות זו קשורה קשר הדוק לצמיחתו של הסקטור המוסדי, והתמקדות הרגולטורים בחובות המשקיעים המוסדיים כלפי עמיתיהם.

בימים אלו בוחנים הרגולטורים השונים בעולם את הצורך בהסדרת פעילות חברות הייעוץ. המודל המסתמן אינו פיקוח ישיר המכפיף את חברות הייעוץ לרגולטור, וקובע כללים מחייבים בנוגע להתנהלותן, אלא מודל "רך" יותר שעניינו קביעת עקרונות ראויים ("Best Practice") שיפרסמו הרגולטור או תעשיית הייעוץ באשר לאופן שבו ראוי כי חברות הייעוץ תפעלנה.

² מדיניות הצבעה בעת הפעלת proxy אסיפות הכלליות, אנטרופי שירותי מחקר כלכלי, דצמבר 2012.

בארה"ב, לא קיימת בשלב זה רגולציה ישירה על חברות הייעוץ. יחד עם זאת, חלק מחברות הייעוץ רשומות כיועץ השקעות ומפוקחות בהתאם. בשנת 2010 פרסם ה-SEC Concept Release, על מנת לבחון את מצב שוק יועצי הפרוקסי, בעיות בתחום ודרכים מוצעות להתמודדות, אך טרם פרסם מסגרת רגולטורית בנושא.

באירופה, נוקטים בגישה של רגולציה עצמית או קוד, במסגרתה האחריות לגיבוש קוד התנהגות הוטלה על תעשיית חברות הייעוץ עצמה. ESMA המליצה לאחרונה כי תעשיית הייעוץ תפתח קוד התנהגות, אשר יתמקד בזיהוי, גילוי וניהול של ניגודי עניינים וכן בשקיפות לצורך הבטחת הדיוק והמימנות של ההמלצות. פיתוח קוד התנהגותי כאמור צפוי להתחיל בשבועות הקרובים.

בצרפת, אומצה רגולציה עקיפה כאשר ה-AMF פרסם המלצות בלתי מחייבות לחברות הייעוץ, המתייחסות בין היתר למדיניות הצבעה, המלצות הצבעה ומניעת ניגוד עניינים.

בקנדה, פרסם ה-Canadian Securities Administrators (CSA)³ בחודש יוני 2012 נייר התייעצות בנושא הסדרה פוטנציאלית של חברות ייעוץ פרוקסי. מטרת הנייר להוות בסיס לדיון לגבי חששות שעולים בקשר עם תחום שירותי ייעוץ פרוקסי, כדוגמת ניגודי עניינים פוטנציאליים, העדר שקיפות, אי דיוקים פוטנציאליים, ממשל תאגידי והיקף ההסתמכות של משקיעים מוסדיים על המלצות יועצי הפרוקסי, ולדון האם יש צורך בהחלת סטנדרטים רגולטוריים. טרם פורסמו ממצאים ו/או המלצות סופיות ביחס לנייר ההתייעצות. בשלב זה חברות ייעוץ בקנדה אינן כפופות לפיקוח פורמאלי של רגולטור, אך פעולותיהן נבחנות בהיבטים מסוימים על ידי רגולטורים בתחום ניירות ערך.

1. אופן הסדרת פעילות חברות הייעוץ בארץ - הסדרה ישירה או עקיפה

הצמיחה המשמעותית בהיקף הנכסים המנוהל על ידי הגופים המוסדיים בישראל, לצד הסתמכות המשקיעים המוסדיים על שירותי חברות הייעוץ הופכת את האחרונות לשחקניות חשובות בשוק ההון בארץ. מתוך הכרה בהשפעתן של חברות ייעוץ ישראליות על תחום הממשל התאגידי, כמו גם העובדה כי נכון למועד כתיבת מסמך זה שוק חברות הייעוץ נשלט על ידי גורם אחד, סבור סגל הרשות כי קיים צורך בהסדרת פעילות חברות הייעוץ. נושא זה צוין גם במסגרת מפת הדרכים של הרשות מחודש ספטמבר 2012.

סגל הרשות בחן שני מודלים להסדרת התחום. האפשרות האחת היא הסדרה ישירה של פעילות חברות הייעוץ ועובדיהן, אשר תגדיר תנאי כניסה וכללי משחק לחברות הייעוץ, לצד אמצעי אכיפה מקום בו הנורמות המחייבות בחוק לא יקוימו. הסדרה מסוג זה מקודמת כיום, לדוגמא, בקשר עם חברות הדירוג. הדרישות הרגולטוריות יכולות לכלול בין היתר מגבלות על ניגודי עניינים, חובות התנהלות (כגון נהלי עבודה כתובים, ניהול כוח אדם מתאים וכשיר), וחובות שקיפות.

האפשרות האחרת היא הסדרה עקיפה של פעילות חברות הייעוץ, באמצעות קביעת מגבלות ותמריצים למנהלי הקרנות בהתקשרותם מול חברות הייעוץ. בהסדרה מסוג זה הרשות תקבע

³ ארגון גג וולונטרי קנדי המאגד תחתיו רגולטורים שונים בתחום ניירות ערך בקנדה ואשר מטרתו לתאם וליצור הרמוניזציה בתחום.

תנאים להתקשרות מנהל קרן עם חברת ייעוץ, אשר בהתקיימם חזקה כי מנהל הקרן עמד בחובת הנאמנות שלו כלפי העמיתים.

החסרונות הגלומים בהסדרה ישירה הם העובדה כי מדובר בהליך איטי ויהיה קושי לערוך שינויים לאחר השלמת החקיקה בהתאם לדינאמיות המשתנה של השוק. אמנם הסדרה עקיפה מגבילה במידה מסוימת את המידה בה ניתן להסדיר את פעילות חברות הייעוץ, אך אנו סבורים כי בשלב זה אין מקום להסדרה חקיקתית מכמה סיבות: האחריות לפיקוח על חברות הייעוץ מוטלת על הגופים המוסדיים מכוח חובתם כלפי העמיתים; השוק הינו דינאמי ומתפתח וטרם הצטבר ניסיון באשר לאופן פעילות חברות הייעוץ; הסתייעות הגופים המוסדיים בחברות הייעוץ היא שירות אופציונאלי בלבד.

אימוץ גישת ההסדרה העקיפה תואמת את המודל הפיקוחי שאומץ במרבית מדינות העולם ביחס להסדרת פעילות חברות הייעוץ, וכן מתיישבת עם המלצות ועדת חמדני בזמנו בסוגיה זו. בדוח הועדה צוין כי לגישתה אין מקום בשלב זה להסדרה חקיקתית של פעילות גורמים מקצועיים העוסקים בגיבוש המלצות הצבעה, וכי האחריות לפיקוח על גורמים מקצועיים אלה מוטלת על הגופים המוסדיים מכוח חובתם כלפי העמיתים. עוד צוין, כי בעתיד, באם השוק לשירותיהם של גורמים אלה יתפתח ויצטבר ניסיון באשר לאופן פעולתם, ייתכן שיהיה מקום לעריכת בחינה מחודשת של הצורך בהסדרה חקיקתית נוספת. כאמור, אנו סבורים כי יש כיום מקום להסדרה של התחום, וכי הסדרה עקיפה תהא מידתית, מהירה, ותאפשר גמישות רבה יותר לנוכח ההתפתחויות בשוק. בכל מקרה ניתן יהיה לעבור בעתיד להסדרה ישירה לאחר שיצטבר ניסיון בנדון.

ז. מתכונת ההסדרה העקיפה המוצעת

הסדרה עקיפה של פעילות חברות הייעוץ על ידי הרשות מורכבת משני נדבכים:

נדבך אחד יעסוק בהסדרת היקף האחריות המוטלת על הגופים המוסדיים בעת התקשרותם עם חברות ייעוץ. הכוונה היא לפרסם חוזר למנהלי קרנות הנאמנות שעניינו התקשרותם עם חברות ייעוץ. החוזר יתייחס לבדיקות הנאותות שעל מנהל קרן לבצע בעת התקשרות עם חברת ייעוץ וכן פרמטרים לעניין אופן ההסתייעות של מנהל הקרן בהמלצת חברת הייעוץ. טיוטת חוזר זה נמצאת כיום בדיונים עם אגף שוק ההון, ביטוח וחסכון במשרד האוצר.

הנדבך השני הינו מסמך המגבש "עקרונות ראויים לפעילות חברות ייעוץ בנוגע להצבעה באסיפות כלליות", והוא נשוא מסמך זה. העקרונות הראויים אינם מחייבים את חברות הייעוץ אך יש בהם כדי לשקף את עמדת הרשות ביחס לאופן עבודתן הרצוי של חברות הייעוץ, והציפייה היא כי עקרונות אלו יהוו אמת מידה לסטנדרט ההתנהלות המצופה מחברות הייעוץ. יצוין, כי האמור בטיטת העקרונות הראויים תואם עם אגף שוק ההון, ביטוח וחסכון במשרד האוצר.

העקרונות מפורטים במסמך המצ"ב והם נוגעים לסוגיות הבאות: (1) כשירות מקצועית של חברת הייעוץ ועובדיה; (2) מתודולוגיה, מדיניות הצבעה והמלצות באשר לאופן ההצבעה באסיפות כלליות (3) מגבלות על ניגודי עניינים פוטנציאליים; ו- (4) קשר עם חברה לקראת מתן המלצה בעניינה.

על מנת לקדם את הנושא, המסמכים הרלבנטיים יפורסמו בשני שלבים – מסמך העקרונות הראויים מפורסם להערות הציבור כעת, וטיוטת החוזר למנהלי קרנות הנאמנות תפורסם להערות ציבור בהמשך.

ח. סוגיית ניגודי העניינים, והתגמול בפרט

ניגודי עניינים שונים עשויים להתעורר לחברות הייעוץ במהלך עבודתן. ועדת חמדני מצאה כי יש מספר נסיבות בהן קיים חשש לניגוד עניינים: (1) קשרים עסקיים או פוטנציאל לקיומם של קשרים כאלה, בין הגוף המוסדי או בעל השליטה בו לבין התאגיד או בעל השליטה בו; (2) השקעה בצדדים קשורים.

החשש מפני ניגודי עניינים משני הסוגים מקבל משנה תוקף בשוק ההון הישראלי, בהיותו קטן, ריכוזי ונשלט על ידי קבוצה קטנה יחסית של בעלי שליטה. לחלק ניכר מן הגופים המוסדיים או בעלי השליטה בהם קשרים עסקיים מסוגים שונים כגון חיתום, ביטוח, הענקת אשראי או שירותים פיננסיים אחרים, עם חברות ציבוריות.⁴

ניגודי עניינים אלו עלולים לפגוע בעצמאות חברת הייעוץ, בתפקידה כשלוח של הגופים המוסדיים, בטיב המלצותיה והלכה למעשה לעוות את תהליך קבלת המלצות הצבעה של חברות הייעוץ. ניגודי העניינים הפוטנציאליים עלולים להיתפס כבעלי השפעה שלילית על יושרת הליך ההצבעה אף אם לא התממשו בפועל, ועל כן אנו בין העקרונות הראויים מוצעים גם עקרונות שעניינם הטלת מגבלות על ניגודי עניינים פוטנציאליים.⁵

בפרט, קשירת מהלך הייעוץ בקבלת תשלום מהחברות יוצרת ניגוד עניינים פוטנציאלי, העלול לפגוע בתפקידה של חברת הייעוץ כשלוח של הגופים המוסדיים ואף בטיב המלצותיה. אי לכך, מוצע לקבוע כי חברת ייעוץ לא תקבל תשלומים מחברות בגין ההמלצה בעניינן, או בגין העבודה הכרוכה במתן המלצה כאמור, אלא בנסיבות חריגות.⁶ חברת ייעוץ תהיה רשאית לקבל תשלומים מגופים מוסדיים גם בגין שירותים אחרים, כל עוד אין בכך ליצור ניגודי עניינים שאינם זניחים.⁷

סגל הרשות מבקש לקבל את הערות הציבור לטיוטת העקרונות הראויים לפעילות חברות הייעוץ בנוגע להצבעה באסיפות כלליות, המצורפת למסמך זה, עד ליום 15 במאי 2015. בהמשך יבקש סגל הרשות לקבל את הערות הציבור גם בנוגע לטיוטת חוזה למנהלי קרנות הנאמנות המיועדת כאמור להשלים מסמך זה.

⁴ דוח ועדת חמדני, ינואר 2008.

⁵ סעיף 3 לטיוטת "עקרונות ראויים לפעילות חברות ייעוץ בנוגע להצבעה באסיפות כלליות".

⁶ סעיף 3(ו) לטיוטת "עקרונות ראויים לפעילות חברות ייעוץ בנוגע להצבעה באסיפות כלליות".

⁷ סעיף 3(ה) לטיוטת "עקרונות ראויים לפעילות חברות ייעוץ בנוגע להצבעה באסיפות כלליות".

רשות ניירות ערך

טיוטה להערות הציבור

ניתן להעביר הערות עד ליום 15 במאי 2013

אנשי קשר:

עו"ד אורנית קרביץ; עו"ד לירון כהן דניאלי

טלפון: 02-6556456; פקס: 02-6513646

עקרונות ראויים לפעילות חברות ייעוץ בנוגע להצבעה באסיפות כלליות

כללי

רשות ניירות ערך (להלן: "הרשות") רואה ערך רב במעורבות ובהצבעה של בעלי מניות ומחזיקי אגרות חוב באסיפות כלליות. השתתפות באסיפות כלליות היא אמצעי ראשון במעלה להגנת ציבור המשקיעים בחברות המנפיקות ניירות ערך לציבור, הואיל והיא מקנה לו אפשרות להכריע בנושאים מהותיים כגון מינוי דירקטורים, עסקאות אשר לבעל השליטה בחברה יש בהן ענין אישי, תגמול בכירים, ועוד. בפרט, הרשות רואה ערך רב במעורבות ובהצבעה של גופים מוסדיים באסיפות כלליות, לנוכח היקף החזקותיהם, משאביהם, מיומנותם, והעובדה כי הם מנהלים כספי ציבור. ועדת חמדני,⁸ אשר עסקה בבחינת הצעדים הדרושים להגברת מעורבותם של הגופים המוסדיים בשוק ההון בישראל, עמדה אף היא על חשיבותם של גופים אלו, וכן על כך שחובת הזהירות שלהם כלפי העמיתים או בעלי היחידות כוללת גם את החובה להשתתף ולהצביע באסיפות של בעלי המניות או מחזיקי ניירות ערך אחרים.

חובת ההשתתפות של הגופים המוסדיים באסיפות כלליות מעוגנת בחקיקה: סעיף 77 לחוק השקעות משותפות בנאמנות, תשנ"ד-1994; תקנות הפיקוח על שירותים פיננסיים (קופות גמל)(השתתפות חברה מנהלת באסיפה כללית), תשס"ט-2009 (וכן חוזר גופים מוסדיים 11-9-2009 של אגף שוק ההון, ביטוח וחסכון במשרד האוצר). ישנם הבדלים מסוימים בין החובות הקבועות בדברי החקיקה השונים, אולם באופן כללי המכנה המשותף הוא כי חובת ההשתתפות נגזרת מיכולתם של הגופים המוסדיים להשפיע על החלטה שעל סדר היום, אשר יש בה כדי לפגוע בעמיתים או בבעלי היחידות או כדי לקדם את עניינם.

גופים מוסדיים בוחרים לעיתים להיעזר בחברות ייעוץ חיצוניות לצורך ניתוח וקבלת החלטות הצבעה מושכלות יותר (להלן: "חברות הייעוץ"). חברות אלו מספקות שירותים לבחינת הצעות החלטה העומדות על סדר היום של האסיפה ומתן המלצה באשר לאופן ההצבעה. תפקידן המרכזי של חברות

⁸ דו"ח הועדה לבחינת הצעדים הדרושים להגברת מעורבות הגופים המוסדיים בשוק ההון בישראל (ינואר 2008).

הייעוץ הוא גיבוש מתודולוגיה לקביעת ההמלצות, ניתוח ההחלטות הספציפיות המובאות לאישורן של האסיפות הכלליות, וגיבוש עמדה מושכלת (בעד או נגד) עבור לקוחותיהם, המשקיעים המוסדיים.

פעילותן של חברות הייעוץ אינה מסירה אחריות מהגופים המוסדיים השוכרים את שירותיהן, אך חשיבותה רבה: בהתחשב בכך שהצבעתם של המשקיעים המוסדיים עשויה במקרים רבים להוות קול מכריע ולקבוע אם החלטה מסוימת תאושר, ובשים לב להיקף ההיעזרות בחברות הייעוץ, יכולה להיות להמלצה של חברת ייעוץ השפעה מכרעת בעניין מהותי שעל סדר יומה של החברה. זאת ועוד, להמלצות חברות הייעוץ עשויה להיות גם השפעה רוחבית על הסטנדרטים הנהוגים בשוק, ועל אופן התנהלותן של החברות הנסחרות.

הרשות מכירה בחשיבות פעילותן של חברות הייעוץ ממספר סיבות נוספות: פעילותן יכולה לטייב את איכות קבלת החלטות ההצבעה של הגופים המוסדיים הנדרשים להצביע במספר רב של אסיפות כלליות; היא יכולה להוזיל עבור הגופים המוסדיים את העלויות הכרוכות במילוי תפקידם על פי חוק (ובין היתר לסייע בכך לגופים מוסדיים קטנים יחסית, המתקשים להתמודד עם עלויות אלו); והיא עשויה לסייע גם בהתמודדות עם ניגודי עניינים שונים של גופים מוסדיים הקשורים בדרכים שונות לחברות שהם נדרשים להצביע בעניינן, או מחזיקים ניירות ערך המגלמים אינטרסים נוגדים. לאור האמור סבורה הרשות כי יש לעודד את פעילותן של חברות הייעוץ. בד בבד, ישנם מספר סיכונים פוטנציאליים הכרוכים בפעילות הייעוץ: חשש לחוסר מקצועיות או השקעת תשומות לא מספקות; חשש להעדר שקיפות; וחששות בדבר ניגודי עניינים שונים בפעילותן של חברות הייעוץ. התממשות של סיכונים אלו עלולה להעיב על עבודתן של חברות הייעוץ, ולפגוע בתכלית החובה המוטלת על גופים מוסדיים להשתתף באסיפות כלליות.

הצורך בהסדרת פעילות חברות הייעוץ נבחן בעת הזו על-ידי רגולטורים שונים בעולם. בחינה השוואתית מלמדת כי חלק מחברות הייעוץ רשומות כיועץ השקעות ומפוקחות בהתאם (כך לדוגמא, בארה"ב חברות הייעוץ ISS ו-Macro Consulting Group רשומות לפיקוח ה-SEC כיועצי השקעות תחת ה-Investment Advisers Act of 1940, אך לא בכובען כיועצות הצבעה לגופים מוסדיים), בעוד שחברות ייעוץ אחרות אינן רשומות ככאלה. רגולטורים בעולם בוחנים בימים אלה מודלים אפשריים של פיקוח. המודל הבולט בשלב זה אינו מטיל פיקוח ישיר (כפי שמקובל למשל בקשר עם חברות הדירוג בעולם), אלא מבקש להסדיר את הפעילות בדרך של קביעת עקרונות ראויים ("Best Practice") שמפרסם הרגולטור באשר לאופן שבו ראוי כי חברות הייעוץ תפעלנה. מודל זה אומץ בצרפת, באירופה הוטלה האחריות לגיבוש קוד ההתנהגות על תעשיית הייעוץ הפרוקסי, ובקנדה נמצא כיום הנושא בבדיקה.

לאחר בחינת האפשרויות השונות החליטה הרשות לאמץ בשלב זה מודל פיקוח דומה. העקרונות שיפורטו להלן אינם מחייבים אולם הם משקפים את עמדת הרשות באשר לאופן עבודתן הרצוי של חברות הייעוץ. עקרונות אלו נוגעים לסוגיות הבאות: (1) כשירות מקצועית של חברת הייעוץ ועובדיה; (2) מתודולוגיה, מדיניות הצבעה והמלצות באשר לאופן ההצבעה באסיפות כלליות (3) מגבלות על ניגודי עניינים פוטנציאליים; ו- (4) קשר עם חברה לקראת מתן המלצה בעניינה.

בכוונת הרשות לבחון שוב בעתיד את מודל הפיקוח האמור לאחר שייצבר ניסיון מספק המלמד על איכות עבודת חברות הייעוץ, או לחלופין, על הבעיות בעבודתן.

יצוין, כי האמור בטייטה זו תואם עם אגף שוק ההון, ביטוח וחיסכון במשרד האוצר.

עקרונות ראויים לפעילות חברת ייעוץ

1. כשירות מקצועית של חברת הייעוץ ועובדיה

- (א) חברת הייעוץ צריכה להיות בעלת יכולת לתת את השירותים הרלבנטיים לגופים המוסדיים, באיכות הנדרשת לשם קבלת החלטות על-ידם. בין היתר צריכה חברת הייעוץ לתת את השירותים בהיקף ובמועד הנחוץ ולהתריע פרק זמן מספק מראש מקום בו לא תהיה מסוגלת לתת שירותים כאמור.
- (ב) עובדי חברת הייעוץ האחראים על בחינת הצעות החלטה צריכים להיות בעלי כישורים וניסיון מתאימים לביצוע סוג זה של ניתוח. לצורך כך תגדיר חברת הייעוץ את הכישורים הנדרשים מעובדיה כתנאי לעבודתם, את תכניות ההכשרה הנחוצות (במועד תחילתם עבודתם ובאופן שוטף), ותוודא עמידה בכללים אלה.
- (ג) חברת הייעוץ תפרסם באתר האינטרנט שלה פירוט בעניינים האמורים, ותיענה לדרישות פירוט נוספות, ככל שיהיו, מגופים מוסדיים הנעזרים או שוקלים להיעזר בשירותיה.

2. מתודולוגיה, מדיניות הצבעה והמלצות באשר לאופן ההצבעה באסיפות כלליות

(א) מתודולוגיה⁹

- א. חברת הייעוץ תקבע מתודולוגיה לצורך גיבוש המלצותיה. מתודולוגיה זו יכולה להתבסס על מאפיינים כמותיים או איכותיים, או שילוב שלהם, לרבות מדיניות הצבעה, פרוצדורות פנימיות, הנחיות, סטנדרטים, הנחות עבודה ומקורות מידע התומכים בהמלצות ההצבעה שלהן.
- ב. חברת הייעוץ תנקוט אמצעים מתאימים לקבל את המידע הנדרש לצורך המלצה ולהבטחת איכות המידע שעליו היא מתבססת. במקרה בו לא ניתנה לחברת הייעוץ גישה למידע הנדרש, או לא עמדו לרשותה האמצעים הנחוצים לשם קבלת המלצה, יובא הדבר לידיעת הגופים המוסדיים.
- ג. חברת הייעוץ תבחן אם לסטות ממתודולוגיה שקבעה לפי הצורך, ותתחשב לעניין זה בנסיבות או בשיקולים מיוחדים שיוצגו בפניה. סברה חברת הייעוץ כי יש צורך בסטייה כאמור, תציין זאת באופן ברור בדוח ההמלצה ותנמק את הסיבה לחריגה כאמור.
- ד. חברת הייעוץ תבחן מעת לעת את המתודולוגיה ואת הצורך בעריכת שינויים בה.

(ב) מדיניות הצבעה¹⁰

- א. חברת הייעוץ תקבע מדיניות הצבעה הכוללת עקרונות בנושאי הצבעה שכיחים, כגון כשירות דירקטורים חיצוניים, תגמול נושאי משרה, וכדומה. מדיניות ההצבעה תכלול הסברים ככל הנדרש להבנת הרציונלים העומדים בבסיסה, באופן כללי או ביחס לנושא ספציפי. בנוסף לכך תכלול חברת הייעוץ הסבר באשר לאופן גיבושה של מדיניות ההצבעה, ובכלל זה אם התקיים שימוע ציבורי או נתקבל משוב מהחברות הנסחרות קודם לקביעת מדיניות ההצבעה.
- ב. חברת הייעוץ תעשה מאמץ ליישם את מדיניות ההצבעה באופן שיטתי ועקבי, ביחס להצבעות בעלות מאפיינים דומים.

⁹ במונח "מתודולוגיה" הכוונה היא למכלול הכללים, הפרוצדורות והנהלים המשמשים את חברת הייעוץ לצורך עבודתה.
¹⁰ במונח "מדיניות הצבעה" הכוונה היא למדיניות קונקרטית שאימצה חברת הייעוץ באשר להמלצותיה בנושאים שכיחים שעל סדר יומן של אסיפות כלליות. מדיניות ההצבעה תהווה בדרך כלל חלק מהמתודולוגיה של חברת הייעוץ.

ג. חברת הייעוץ תבחן אם לסטות ממדיניות ההצבעה שקבעה לפי הצורך, ותתחשב לעניין זה בנסיבות או בשיקולים מיוחדים שיוצגו בפניה. סברה חברת הייעוץ כי יש צורך בסטייה כאמור, תציין זאת באופן ברור בדוח ההמלצה ותנמק את הסיבה לחריגה כאמור.

(ג) דוח ההמלצה לגופים מוסדיים

א. דוח ההמלצה ייערך ככל הניתן במתכונת קבועה, הכוללת בין היתר את הפירוט הבא:

1. פרטי האחראי לדוח והאנליסטים שהשתתפו בקביעת ההמלצה;
2. מקורות המידע שעמדו לרשות חברת הייעוץ והיוו בסיס להמלצה; היו לדעת חברת הייעוץ מקורות מידע אחרים שראוי היה לעשות בהם שימוש לצורך ההמלצה, ונבצר ממנה לקבלם או להשיגם, ינתן גילוי לעובדה זו בציון הסיבה לכך;
3. האם גיבוש ההמלצה נעשה בהתאם למתודולוגיה של חברת הייעוץ והאם היא מתיישבת עם מדיניות ההצבעה של חברת הייעוץ. במקרה בו היתה חריגה מהמתודולוגיה או ממדיניות ההצבעה, יצוין הדבר וינתן נימוק לחריגה כאמור;
4. תהליכי גיבוש ההמלצה, ובפרט ציון שיחות שהתקיימו עם החברה שזימנה את האסיפה הכללית או מי מנציגיה, או מסמכים שנמסרו על-ידיהם;
5. ניתנה בעבר המלצה שונה באותו נושא על-ידי חברת הייעוץ, יפורטו הסיבות לשינוי ההמלצה;
6. השיקולים העיקריים בבסיס ההמלצה;
7. ככל שהדבר רלבנטי לנושא ההמלצה – פירוט גורמי המפתח העיקריים להמלצה, ההנחות העיקריות בבסיסה, ונושאים מיוחדים לתשומת לבו של הגוף המוסדי הנדרש להצביע.
8. פירוט בדבר ניגודי עניינים פוטנציאליים של חברת הייעוץ, והאופן בו התמודדה עימם.
9. הסתייגויות החברה שזימנה את האסיפה הכללית, ככל שהועברו לפני פרסום הדוח, בהתאם לסעיף 4(ג) להלן.
10. ההמלצה לעניין אופן ההצבעה.
11. תאריך ההמלצה.
12. כל מידע אחר העשוי להיות חשוב לגוף המוסדי השוקל את אופן ההצבעה באסיפה הכללית על בסיס המלצת חברת הייעוץ.

ב. דוח ההמלצה יימסר לגופים המוסדיים זמן מספק לפני המועד האחרון לקבלת החלטתם בהצבעה, באופן שיאפשר להם לקיים דיון עם חברת הייעוץ בנוגע להמלצה ולקבל הבהרות לגביה במידת הצורך.

(ד) פרסום המתודולוגיה, מדיניות ההצבעה והמלצות ספציפיות

חברת הייעוץ תפרסם באתר האינטרנט שלה את עיקרי המתודולוגיה שלה (בכפוף בין היתר לשיקולי סודיות), את מדיניות ההצבעות שלה במלואה, ואת תדירות העדכון שלהן על פי נהלי החברה. כן תפרסם חברת הייעוץ את ההמלצות הספציפיות שנתנה לגופים המוסדיים, וזאת זמן סביר לאחר מועד האסיפה הכללית.

(ה) בקרות

חברת הייעוץ תקבע ותיישם נהלים שמטרתם להביא לכך שהמלצותיה יתקבלו בהליך המתיישב עם המתודולוגיה ומדיניות ההצבעה שקבעה, ולכך שהמלצות אלו יהיו באיכות הדרושה עבור הגופים המוסדיים הנעזרים בשירותיה ומקבלים החלטות בהתבסס על המלצותיה.

3. מגבלות על ניגודי עניינים פוטנציאליים

עשויים להתעורר ניגודי עניינים שונים לחברות הייעוץ במסגרת עבודתן. ניגודי עניינים אלו עלולים לפגוע בעצמאות חברת הייעוץ, בתפקידה כשלוח של הגופים המוסדיים, ואף בטיב המלצותיה. ככל שניגודי העניינים הפוטנציאליים אינם מזוהים ומטופלים כראוי, הם עלולים להיתפס כבעלי השפעה שלילית על יושרת הליך ההצבעה אף אם לא התממשו בפועל. בהתחשב בכללים המקובלים בסוגיית ניגודי העניינים, לא כל ניגוד עניינים תיאורטי וקל יפסול הסתייעות של גוף מוסדי בחברת הייעוץ.

(א) חברת הייעוץ תנקוט אמצעים לזיהוי ניגודי עניינים פוטנציאליים הקשורים בה, בעובדיה, בנושאי המשרה בה ובבעלי מניותיה המהותיים (להלן: "ניגודי עניינים"), ולטיפול בניגודי עניינים כאמור.

(ב) חברת הייעוץ תמסור גילוי מלא לגופים המוסדיים בדבר ניגודי עניינים הקיימים דרך קבע ותפרסם פירוט בעניינם באתר האינטרנט שלה. ככל שקיים ניגוד עניינים ספציפי הקשור בהמלצה מסוימת, יפורט הדבר בדוח ההמלצה הרלבנטי.

(ג) חברת הייעוץ תימנע ממתן המלצה במקרה בו יש חשש לניגוד עניינים שאינו זניח. ניתנה המלצה על-ידי חברת הייעוץ במקרה בו יש חשש לניגוד עניינים זניח, תמסור חברת הייעוץ מדוע היא סבורה כי ניגוד העניינים זניח, ואם נקטה אמצעים לטיפול בו ככל שהיה צורך בכך.

(ד) חברת הייעוץ וחברות קשורות שלה, בעל השליטה בה וחברות בשליטתו, לא יעסקו בפעילות אחרת העלולה ליצור ניגוד עניינים שאינו זניח. ככל שמתקיים ניגוד עניינים זניח בין פעילות חברת הייעוץ במתן המלצות לגופים מוסדיים, ובין פעילויות אחרות כאמור, תתקיים הפרדה מוחלטת בין הפעילויות השונות ("חומות סיניות"), באופן שפעילות הייעוץ לא תושפע מפעילויות אחרות.

(ה) מלבד התשלומים בגין שירותי הייעוץ, חברת ייעוץ תהיה רשאית לקבל תשלומים מגופים מוסדיים בגין שירותים אחרים, כל עוד אין בכך ליצור ניגוד עניינים שאינם זניחים (לדוגמא: תשלום בגין שירותי הצבעה באסיפה כללית (proxy)).

(ו) חברת ייעוץ לא תקבל תשלומים מחברות בגין ההמלצה בעניינן, או בגין העבודה הכרוכה במתן המלצה כאמור, אלא בנסיבות חריגות (לדוגמא, במקרה בו מבקשת חברת הייעוץ לקבל חוות דעת של מומחה חיצוני בנושא שאינו במסגרת מהלך עסקיה הרגיל ומיומנותה, והתשלום מהחברה ישמש במלואו לנשיאה בהוצאות התשלום לאותו מומחה חיצוני).

4. קשר עם חברה לקראת מתן המלצה בעניינה

(א) 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 שיכלול קבלת הסברים מהחברה לגבי נושא ההמלצה, הצגת תנאים מצד חברת הייעוץ לצורך מתן המלצה חיובית, וכדומה.

(ב) אף שחובותיה של חברת הייעוץ הן בראש ובראשונה כלפי הגופים המוסדיים ששכרו את שירותיה, תנהג חברת הייעוץ באופן הוגן כלפי החברות שהיא נדרשת להמליץ בעניינן. בין היתר תימנע חברת הייעוץ מניצול לרעה של כוחה, תנהג באמות מידה שוויוניות, תיתן הזדמנות ראויה לחברות להביע עמדתן, ותקיים עימן דיונים ענייניים.

(ג) חברת הייעוץ תפרט בדוח ההמלצה את הקשר שהיה לה עם חברה לקראת מתן המלצה בעניינה, לרבות דיונים שקיימה עם החברה, מסמכים שקיבלה ממנה, מסמכים או הסברים שהחברה סירבה למסור, והסתייגויות שהיו לחברה מהמלצת חברת הייעוץ.