

רשות ניירות ערך

שולחן עגול בנושא אקטיביזם מוסדי בשמירה על ממשל תאגידי והגנה על עניינם של המשקיעים

7 במאי 2013

משתתפים:

רשות ניירות ערך: פרופ' שמואל האוזר, מוטי ימין, אורנית קרביץ, אמיר וסרמן, שיראל גוטמן-עמירה, דודו לביא, עודד שפירר, ד"ר אילנה מודעי, שרונה מזליאן לוי.

אורחים: פרופ' אסף חמדני - האוניברסיטה העברית, אילן פלטו - מנכ"ל איגוד החברות הציבוריות, אלי בבלי - יו"ר איגוד קרנות הנאמנות, עו"ד אבי ליכט - המשנה ליועץ המשפטי לממשלה, דן אבנון - יו"ר איגוד הנאמנים ומנכ"ל משותף בהרמטיק נאמנות, שלומי ברכה - מנכ"ל פסגות גמל ופנסיה, יורם מנחם - יו"ר איגוד קופות הגמל, עו"ד זיו ארז - בן נפתלי, ארז זהבי ושות', הילה בן חיים - סגנית בכירה לממונה על שוק ההון, נתן חץ - מנכ"ל חברת אלוני חץ, פרופ' אהוד קמר - אוניברסיטת תל אביב, פרופ' בני לאוטרבך - ראש הקתדרה לממשל תאגידי בישראל, אוניברסיטת בר-אילן, גל סטאל - מנכ"ל אנטרופי יועצים בע"מ, איתי מקמל - מנכ"ל עמדה מחקר כלכלי בע"מ.

דברי פתיחה - פרופ' שמואל האוזר, יו"ר רשות ניירות ערך

השולחן העגול שאנו עורכים היום הוא הזדמנות לנהל שיח רב-צדדי ולשתף נציגים מהציבור, מהגופים המפוקחים, מהאיגודים המייצגים, ומהרגולטורים, בסוגיות רגולטוריות משמעותיות שמונחות על שולחנה של הרשות, ולשמוע מה יש לכל צד לומר בנושא. זהו צעד נוסף ביישום האסטרטגיה שהכרזנו עליה לפני מספר חודשים במפת הדרכים שפרסמנו. הודענו אז כי אחד העקרונות שמנחים אותנו בעבודתנו הוא עיקרון השקיפות, שבא לידי ביטוי, בין היתר, בשינוף הציבור בתהליכי רגולציה, וזה מה שאנחנו מבקשים לעשות כעת - לשתף אתכם, כמייצגי הדעות השונות בציבור, בסוגיות שמעסיקות אותנו, וזאת כבר בשלב מוקדם עוד בטרם הגענו לתהליכי חקיקה. מהבחינה הזו, השולחן העגול הוא כלי חשוב בעינינו לצורך קידום רגולציה מידתית ומאוזנת, שמביאה בחשבון את קולות הציבור. זוהי פתיחתה של מסורת, ובכוונתנו לקיים בהמשך שולחנות עגולים נוספים בנושאים מהותיים שעומדים על הפרק.

הנושא שבחרנו לדיון היום עוסק באקטיביזם מוסדי. אני רוצה להבהיר כבר בפתח הדברים כי השאלה אם יש מקום לאקטיביזם מוסדי אינה עומדת על הפרק. התשובה על כך היא חד משמעית - יש בהחלט מקום לאקטיביזם מוסדי. בכל המדינות המפותחות בעולם, וכך גם בישראל, מבינים ששוק הון תקין מחייב אקטיביזם מוסדי, והשאלה שצריכה להישאל היא מה ההיקף הראוי של האקטיביזם המוסדי, איפה צריך לעבור הגבול, וכיצד מצופה מהגופים המוסדיים לפעול במסגרת האקטיביזם.

אני מאמין גדול באקטיביזם מצד המשקיעים המוסדיים מתוך אמון מלא כי יש בכך כדי לתרום לעניינם של המשקיעים. לחיזוק הקשר בין המשקיעים לבין המנהלים ובעלי השליטה יש השפעה חיובית על הממשל התאגידי ותרומה לערכן של החברות. עם זאת, לדעתי יש מקום לבחון את פוטנציאל ניגודי העניינים ולמזערם ככל שניתן לטובת החברה ובעלי מניותיה.

המשקיעים המוסדיים הם שחקני מפתח בשוק ההון הישראלי. הם מחזיקים בחלק משמעותי מהכמות הצפה במניות ובאג"ח קונצרני. החזקה בשיעורים משמעותיים אלה מקנה בידם כוח רב, ועלינו לשקול כיצד לרתום את הכוח הזה לטובת שוק ההון וציבור המשקיעים.

מובן כי לא כל המשקיעים המוסדיים זהים במהותם. חלקם מתמחים בהשקעות לטווח קצר בעוד אחרים מתמחים בהשקעות לטווח ארוך. אסטרטגיות ההשקעה שלהם אינן אחידות. המבנה הארגוני והניהולי שלהם עשוי להיות שונה, וכך גם הרגולציה והפיקוח עליהם. אולם יש להם מכנה משותף: הם בעלי ניסיון, ידע ומומחיות והם מנהלים את כספם של אחרים. יש להם מאפיינים מיוחדים, שונים מאלה של יתר המשקיעים, ועל רקע השוני הזה יש ציפייה כי הם לא יסתפקו בהשקעה פסיבית במניות או באגרות חוב של חברות נסחרות, אלא ינקטו פעולות אקטיביות כדי לשמור על ממשל תאגידי תקין ולדאוג לאינטרסים של המשקיעים. פעילותם המקצועית והתקינה של הגופים המוסדיים חיונית כדי להבטיח ששוק ההון שלנו ישמש כמנוע צמיחה לכלכלה הישראלית.

בראייה של הרשות קיימת חשיבות רבה לאקטיביות מצד המשקיעים המוסדיים. ככל שהם יהיו פעילים יותר ויגנו על האינטרס של המשקיעים, כך יפחת הצורך ברגולציה. הן ביחס למשקיעים המוסדיים והן ביחס לחברות הציבוריות.

הפעולות האקטיביות יכולות לבוא לידי ביטוי במישורים שונים: השתתפות באסיפת בעלי מניות ואסיפת בעלי אגרות חוב, מעורבות בגיבוש הרכב הדירקטוריון, ניהול דין ודברים מול החברה במטרה להביא לשיפור הממשל התאגידי או לשיפור בתנאי עסקת בעלי עניין שעומדת על הפרק, הגשת תובענות ייצוגיות ונגזרות, מעורבות בהסדרי חוב, מעורבות בניסוח תנאים בשטרי נאמנות, ועוד.

אני רוצה לתת כדוגמה את נושא ההשתתפות באסיפות הכלליות. בתחילת שנות ה-90 נקבעה בחוק החובה על מוסדיים להשתתף באסיפות כלליות, אם על סדר יומן עומדת הצעה שעשויה לפגוע בעמיתים או בבעלי היחידות או כדי לקדם את עניינם. לכאורה, לא היה צורך לקבוע חובה מפורשת בעניין זה, שכן ניתן היה להניח שחובה זו נגזרת ממילא מהחובה הכללית של המוסדיים לנקוט בפעולות הנדרשות על מנת להבטיח את התשואה על כספי העמיתים ובעלי היחידות. ואולם, ניסיון העבר הראה כי ללא קביעת חובה מפורשת, המוסדיים נמנעו במרבית המקרים מלהתייצב באסיפות. למעשה, היעדר פעולה אקטיבית מצד המשקיעים המוסדיים הוא שהוביל את המחוקק להטיל עליהם חובה ספציפית להשתתף באסיפות. הנחת המוצא היתה שהצבעתם תשרת לא רק את טובת העמיתים והחוסכים בגוף המוסדי, אלא גם את טובת כלל בעלי המניות בחברה ותסייע בכך לשכלול שוק ההון הישראלי.

העדויות האמפיריות בארץ ובעולם תומכות בטענה שהאקטיביזם של המשקיעים המוסדיים תורם לשיפור הממשל התאגידי בחברות הציבוריות.

בהקשר לכך, לאחרונה, אנחנו עדים לכך שרבים מהגופים המוסדיים מסתייעים בהמלצה מצד גוף ייעוץ חיצוני (proxy advisor) לצורך גיבוש אופן הצבעתם באסיפה הכללית. מצב דברים זה חייב אותנו לגבש רגולציה מתאימה לעניין פעילות הגורמים המייעצים ואופן ההסתמכות של הגופים המוסדיים על ההמלצות שמתקבלות מהם.

על סוגיות אלה ואחרות, נדון בהרחבה במסגרת השולחן העגול.

אני רוצה לסיים את דבריי בציטוט של הנשיא רוזוולט, שהוזכר בהקשר זה בנאום שנשא בחודש שעבר לואיס אגילר, אחד מחמשת ה-SEC Commissioners. הוא אמר: "Great power involves great responsibility". האחריות של הגופים המוסדיים נובעת, במידה רבה, מהיקף הנכסים האדיר שהם מנהלים עבור אחרים. מאחורי כלל המשקיעים המוסדיים עומדים מאות אלפים ואף מיליונים של חוסכים, עובדים, פנסיונרים, ומשקיעים פרטיים, אשר סומכים על מי שבידם הפקידו את כספם, לפעול להגנת האינטרסים שלהם.

לפנינו שני פאנלים שעוסקים בסוגיה. הפאנל הראשון, אותו מוביל עו"ד מוטי ימין, היועץ הבכיר, ידון בחשיבות ובמידת התרומה של האקטיביזם המוסדי. הפאנל השני, אותו מובילה עו"ד אורנית קרביץ, מנהלת המחלקה הבינלאומית, ידון בחשיבותם של גופי הייעוץ החיצוניים למשקיעים המוסדיים.

אני מאחל לכולנו דיון פורה ומעמיק, ומבקש מעו"ד מוטי ימין לפתוח את הפאנל והדיון הראשון.

פאנל I: היקף האקטיביזם המוסדי בשמירה על ממשל תאגידי והגנה על עניינם של המשקיעים

מנחה: עו"ד מוטי ימין, יועץ בכיר ליו"ר הרשות

פאנל פותח בהשתתפות: פרופ' אסף חמדני - האוניברסיטה העברית; הילה בן חיים - סגנית בכירה לממונה על שוק ההון; אלי בבלי - יו"ר איגוד קרנות הנאמנות; שלומי ברכה - מנכ"ל פסגות גמל ופנסיה.

שאלה: בשנים האחרונות אנו מזהים מגמה חקיקתית להגביר את כוחו של הציבור בנושאים הנוגעים לממשל תאגידי בחברות ציבוריות. דוגמה בולטת לכך היא תיקון 16 לחוק החברות. כשאנחנו מדברים על ציבור - אנו רואים לרוב לנגד עינינו את המשקיעים המוסדיים, המנהלים נכסים בהיקף אדיר, בעלי ידע ומומחיות גבוהים משל המשקיע הממוצע, ויש ציפייה כי הם ישתמשו בכוח שניתן בידיהם, בין היתר, כדי לתרום להעלאת איכות הממשל התאגידי בחברות הציבוריות. הילה בן חיים, האם לדעתך הציפייה הזו מהמוסדיים היא ציפייה לגיטימית? כיצד את רואה תפקידו של המשקיע המוסדי כשומר סף בכל הנוגע להעלאת איכות הממשל התאגידי בחברות הציבוריות?

הילה בן חיים, סגנית בכירה לממונה על שוק ההון: התפקיד הראשון במעלה של הגופים המוסדיים הוא להגן על העמיתים ולדאוג שלציבור תהיה פנסיה מספיקה לעת פרישה. כאשר, נקודת המוצא היא שהמשקיעים המוסדיים הם משקיעים פיננסיים ולא משקיעים ריאליים. החקיקה המקנה לגופים המוסדיים כלים לפיקוח על החברות הציבוריות חשובה משום שהיא מסייעת לגוף המוסדי לקיים את תפקידו - הגנה על זכויות העמיתים והמבוטחים. יתר תפקידיהם של הגופים המוסדיים הם בבחינת תוצר נלווה של המטרה והתפקיד העיקרי שלהם, והוא להגן על כספי הפנסיה של הציבור.

שאלה: בית השקעות פסגות, פרסם לאחרונה "אמנה למעורבות מוסדית", שכוללת בין היתר הצהרה על כוונה לפעול באופן אקטיבי ועצמאי מול התאגידיים שבהם מושקעים כספי הלקוחות, כדי לקבוע סטנדרטים התנהגותיים גבוהים ונורמות ממשל תאגידי בשוק ההון. הרושם המתקבל הוא שפסגות בחרה למקם את עצמה בקצה האקטיבי יותר בסקאלה של האקטיביזם המוסדי. כיצד פסגות רואה את תפקידם של הגופים המוסדיים כגורם אקטיבי לשמירה על ממשל תאגידי והגנת עניינם של המשקיעים?

שלומי ברכה, מנכ"ל פסגות גמל ופנסיה: האמנה למעורבות מוסדית אינה אלא מיסוד אופן התנהלות שקיים בפסגות כבר לא מעט שנים. פסגות רואה במעורבות מוסדית כלי חשוב להשגת מטרתה העיקרית, והיא השאת התשואה של עמיתה. אנו מאמינים שבטווח הארוך, המעורבות המוסדית בקביעת נורמות וסטנדרטים של כללי ממשל תאגידי, יוביל לעלייה בערך האחזקות של העמיתים. לגישתנו, קיימת חשיבות רבה לעמדה של הגופים המוסדיים גם כאשר זו מובעת בהחלטות בהן אין לגופים המוסדיים יכולת אמיתית להשפיע.

שאלה: ועדת הריכוזיות הציעה לבחון דרישה שמשקיעים מוסדיים יחויבו להביא בחשבון, במסגרת מדיניות ההשקעה, בין היתר, את איכות הממשל התאגידי בחברה שבה הם שוקלים להשקיע. המלצה דומה נכללה גם בדוח הוועדה שבראשה עמד פרופ' אסף חמדני, שסברה כי יש לתת לשיקולי ממשל תאגידי מקום מרכזי במסגרת אמות המידה לבחינת כדאיות השקעות. בפרקטיקה, עד כמה גוף מוסדי מביא בחשבון במסגרת שיקולי ההשקעה את איכות הממשל התאגידי בחברה?

אלי בבלי, יו"ר איגוד קרנות הנאמנות: הגופים המוסדיים בהחלט אמורים לקחת בחשבון את הממשל התאגידי של החברות הציבוריות בביצוע החלטות השקעה. ואולם, היות ולגוף מוסדי בודד, גדול ככל שיהיה, אין יכולת השפעה אמיתית, ראוי שתהיה התאגדות ושיתוף פעולה בין הגופים המוסדיים - הן בקביעת הנורמות לממשל תאגידי והן באופן ההצבעה באסיפות הכלליות.

שאלה: ארגון ה-OECD שמוביל את עקרונות הממשל התאגידי בעולם, קבע מספר כללים ביחס לפעילות גופים מוסדיים, ובין היתר כללים המעודדים היועצות ותיאום בין בעלי מניות בכלל, ומשקיעים מוסדיים בפרט, ביחס לזכויותיהם הבסיסיות כבעלי מניות. בארץ, המשקיעים המוסדיים נמנעים כיום מלשתף פעולה לקראת אסיפה כללית, וזאת בין היתר בשל חשש כי שיתוף הפעולה עשוי להיחשב כהפרה של דיני ההגבלים העסקיים. פרופ' אסף חמדני, עד כמה לדעתך היתה משתנה הפרקטיקה בהתנהלות של המוסדיים אילו היתה ודאות משפטית המתירה שיתוף פעולה כאמור?

פרופ' אסף חמדני - האוניברסיטה העברית: ראשית, כאמירה כללית לגבי אקטיביזם מוסדי - אני מוטרד מכך שבישראל יש צורך של הרגולטור לייצר דברים שבשווקים אחרים נקבעים על-ידי השוק באמצעות המוסדיים. המלצות ועדת חודק הן דוגמה טובה לניסיון של הרגולטור לחייב מוסדיים לבצע דברים שבחוי"ל נעשים ביוזמתם. בנוגע לשיתוף הפעולה בין גופים מוסדיים - זו אחת מנקודות המפתח כדי לפתור את המתח הקיים בין האינטרס של השוק להתנהל בצורה טובה ובין התמריץ למשקיע המוסדי הבודד להגברת המעורבות בממשל התאגידי. יחד עם זאת, אינני בטוח כי הסרת המגבלות של רשות הגבלים עסקיים היא תנאי מספיק לשיתוף פעולה בין הגופים המוסדיים. יתכן ויש צורך במנגנונים משלימים, כגון המלצות ועדת הריכוזיות שיפתרו את בעיות ייגודי העניינים המבניים בשוק.

שאלה: נכון להיום חובת ההשתתפות שחלה על המוסדיים אינה תלויה בשיעור האחזקות שלהם בניירות הערך של החברה. יש הטוענים כי ראוי לצמצום חובת ההשתתפות רק למקרים שבהם הגוף המוסדי מחזיק מעל שיעור מסוים במניות החברה או רק לאסיפות שבהם לציבור יש כוח להשפיע. הילה בן חיים, האם קיימים לדעתך כיווני הסדרה שיכולים לשפר את המצב?

הילה בן חיים, סגנית בכירה לממונה על שוק ההון: המטרה שעמדה מאחורי החקיקה הנוכחית היתה לעודד אקטיביזם מוסדי במקום בו לגוף המוסדי ישנה יכולת להשפיע על קבלת החלטה וכאשר יש באקטיביזם המוסדי כדי להשפיע על התשואה לעמיתים. אינני בטוחה שהתוצאה של ההסדרה הנוכחית, בה גוף מוסדי נדרש להצביע במאות אסיפות כלליות בשנה, משיגה את המטרה של אקטיביזם מוסדי. אין למשקיעים המוסדיים יכולת אמיתית או אינטרס לבצע בחינה ראויה ומקיפה ביחס לכל אחת מהאסיפות הכלליות. לכך יש גם משמעות לגבי היקף ההיעזרות של הגופים המוסדיים בחברות הייעוץ. מצד שני, יתכן וצמצום חובת ההשתתפות למקרים בהם לגוף המוסדי יש אינטרס כלכלי להצביע תוביל דווקא לכך שבמקומות בהם יידרש הגוף המוסדי להצביע יעלה בידו להשקיע משאבים רבים יותר לצורך קבלת החלטה, ודווקא בכך תושג המטרה של הגנה על שוק ההון. אגף שוק ההון מקיים בימים אלו דיונים בנושא. אנו חושבים שהרגולציה הנוכחית לא בהכרח משיגה את מטרתה.

שאלה: אחד הנושאים שנדונו בוועדה שבראשה עמד פרופ' אסף חמדני, נגעו לצמצום חובת ההשתתפות של המוסדיים באסיפות. עמדת הוועדה היתה כי אין מקום לצמצום את החובה על פי שיעור האחזקה של הגוף המוסדי בניירות הערך של החברה, אלא על פי סוג האסיפה ומידת הכוח של הציבור להשפיע בה.

פרופ' אסף חמדני - האוניברסיטה העברית: אני מסכים עם הילה בן חיים שמטרת הגופים המוסדיים היא להבטיח תשואה לבעלי היחידות, אולם מבחינת הרגולטור מדובר במטרה לטווח הארוך, והיא מחייבת אותו ליצור את התשתית המתאימה שתמקסם את התשואה לחוסכים בגופי הפנסיה. לכן הדרך להשגת מטרה זו הינה באמצעות אקטיביזם מוסדי והגנה על השוק לטווח הארוך. כשדנו בנושא במסגרת הוועדה לקחנו בחשבון את העלויות שמטילה על הגופים המוסדיים חובת ההשתתפות באסיפות הכלליות. שקלנו מספר פתרונות, כאשר אחד מהם היה

קביעת רף של אחוזי אחזקה אשר ממנו והלאה יידרשו הגופים המוסדיים להצביע. בסופו של דבר, הפתרון שהוצע על ידינו היה ברמה הקבוצתית - בחנו את הגופים המוסדיים כקבוצה וניתחנו את הנסיבות בהם יש להם יכולת להשפיע. במקומות אלו, ראינו לנכון לחייב אותם להצביע. עוד סברנו כי נכון ליישר קו בין חובת ההשתתפות המוטלת על הגופים המוסדיים לבין המקרים בהם ראה לנכון המחוקק להסדיר רוב מיוחד בחוק החברות. בינתיים חובת ההשתתפות התרחבה, וייתכן שהביקורת הקיימת כיום לגבי היקף ההשתתפות של המוסדיים היא למעשה ביקורת על תיקונים 16 ו-20 לחוק החברות, אשר הגדילו את המקרים שבהם יש לבעלי מניות המיעוט השפעה.

שאלה: אם ייקבע שגופים מוסדיים אינם חייבים להשתתף באסיפה שבה יש לבעל השליטה את הכוח להכריע את תוצאות האסיפה, המשמעות תהיה שבחלק גדול מהאסיפות למינוי דירקטורים, המוסדיים יהיו פטורים מהחובה להשתתף. האם לדעתך אין מקום לשמוע את דעתם של הגופים המוסדיים גם ביחס לאסיפות שבהן אין לציבור כוח להכריע?

שלומי ברכה, מנכ"ל פסגות גמל ופנסיה: הגם שיש משמעות הצהרתית לעמדת הגופים המוסדיים, אין הצדקה לחייב השתתפות רגולטורית מקום בו לגופים המוסדיים אין יכולת להשפיע. יחד עם זאת, יתכן בהחלט שיהיו נסיבות בהן הגופים המוסדיים יראו לנכון להצביע מיוזמתם כאקט הצהרתי. מהפן השני, יתכן ויש מקום להרחיב את המעורבות של הגופים המוסדיים כך שתהיה בידיהם יכולת להשפיע על יותר החלטות המתקבלות בידי החברות. כך למשל, להתיר בידי בעלי המניות והגופים המוסדיים להציע מיוזמתם מועמדים לדח"צים.

פתיחת הדיון ליתר המשתתפים

אילן פלטו, מנכ"ל איגוד החברות הציבוריות: ברמה העקרונית, הרעיון לפיו גוף מוסדי יכול להשתתף באופן אפקטיבי בהחלטות החברה הוא שגוי ביסודו. לגופים המוסדיים יש פערי מידע ופערי יכולת המונעים מהם לקבל החלטה נכונה עבור החברה. גם בפרקטיקה, אין היום אקטיביזם מוסדי אמיתי, שכן בפועל אנטרופי היא הזרוע הפועלת מטעם הגופים המוסדיים. אני רואה באקטיביזם המוסדי הענקה של זכויות עודפות לחלק מבעלי המניות וזאת בניגוד למגמה, שהובלה בעבר ע"י רשות ני"ע, לבטל זכויות עודפות שהיו למניות מסוימות, בנוסף, צריך לקחת בחשבון את ההשלכות השליליות שיש לכך על עבודת המוסדיים עצמם. תפקידם של הגופים המוסדיים הוא להביא תשואה לעמיתים. לאחרונה, הגופים המוסדיים נדרשים להשקיע יותר ויותר זמן בנושאים שאינם קשורים להשקעה. על כן, אני סבור שראוי לצמצם את האקטיביזם המוסדי לעסקאות בעלי שליטה בלבד, לקבוע סף החזקות מינימלי אשר מתחתיו משקיע מוסדי לא יחויב להצביע ולחייב גופים מוסדיים לדווח על אחזקתם. חלופה אפשרית נוספת היא קביעה כי חברה לא תהיה מחויבת לאשר עסקאות בניגוד עניינים באסיפה הכללית, בכפוף להיפוך נטלים בבית המשפט (זוהי הצעה שעלתה בוועדת גושן והפעלתה נדחתה לאחר שיוקם בית משפט כלכלי כך שניתן כיום ליישמה)

אבי ליכט, המשנה ליועץ המשפטי לממשלה: אני חולק על העמדה של אגף שוק ההון. לטעמי יש כאן התנגשות בין שתי תפיסות עולם. האחת גישה צרה לפיה המטרה של הגופים המוסדיים היא אך ורק השאת תשואת העמיתים. לפי גישה זו, ככל שאין אינטרס כלכלי ישיר בהשתתפות באסיפה הכללית אין להטיל חובת השתתפות באסיפות. לפי הגישה השנייה, בה אני תומך, תפקידם של הגופים המוסדיים רחב בהרבה. תפקידם הוא לשרת את שוק ההון בכללותו. וזאת הן מטעמים ערכיים והן מטעמים תועלתניים של הגוף המוסדי והציבור שמשקיע בו. הגופים המוסדיים הם שליחי ציבור כיוון שהם מנהלים כספים של אחרים. אפשר לדמות את אחריותם לאחריות של דיירים בבית המשותף שהוא שוק ההון הישראלי. אם כל גוף מוסדי יסתגר בדירה שלו בסוף הדיירים כולם ייפגעו. יש להם אחריות כוללת על שוק ההון מעבר לשאלה האם זה משרת את טובת העמיתים באותה נקודת זמן. זו תועלת כלכלית במובן הרחב של שיפור שוק ההון. גם אם לא ניתן לזהות תועלת ישירה, פעילות אקטיבית בשוק ההון משרתת את טובת העמיתים בטווח הארוך.

העובדה שכל הפלטפורמה של הגופים המוסדיים היא ציבורית יוצרת משקיע מיוחד שיש לו אחריות מיוחדת. כל המהלך החקיקתי של השנים האחרונות החל בתיקון 16 לחוק החברות ועד תיקון 20 נועד ליצור פלטפורמה חוקית לאקטיביזם המוסדי. חזרה לגישה הצרה של תפקיד המוסדיים תהיה טעות וצעד גדול אחורה של שוק ההון באופן שיפגע בציבור.

פרופ' אסף חמדני - האוניברסיטה העברית: מעבר להיבט הערכי, גישה זו נתמכת גם בהיבט התועלתני. הציבור דורש יותר התערבות רגולטורית. השימוש בגופים המוסדיים לפיקוח על החברות הציבוריות הוא מודל רך של רגולציה, שנועד להקל על נטל הרגולציה. זהו שלב לפני רגולציה כופה, כדוגמת ביטול היכולת לבצע עסקאות בעלי ענין.

נתן חץ, מנכ"ל חץ-אלוני: ביחס לדבריו של אבי ליכט - לכל בית משותף יש גם ועד בית. בהקשר שלנו - האחריות על התנהלות החברה מוטלת בראש ובראשונה של הדירקטוריון. חוק החברות מטיל שורה של חובות על מנת להבטיח את איכות הדירקטוריון. לטעמי, רובם של הדירקטוריונים עושים את עבודתם נאמנה. לא ניתן להחליף את שיקול דעת הדירקטוריון וועדותיו בשיקול דעתם של המשקיעים המוסדיים.

מתן כוח גדול בידי הגופים המוסדיים עלול להוביל להברחת משקיעים זרים. גם לא יתכן שנותנים בידי הגופים המוסדיים סמכות בלא שמטילים עליהם שום אחריות כלפי החברה. על גופים מוסדיים להשקיע בחברות, גם בהתחשב באיכות הממשל התאגידי שלהן. ככל שהגופים המוסדיים חושבים שחברה ציבורית לא מתנהלת כראוי, ש"יצביעו ברגליים" וימכרו את אחזקותיהן באותה חברה. בכך יעבירו מסר ערכי-חינוכי לשוק. כמו-כן, יותר ראוי שאקטיביזם מוסדי יבוא לידי ביטוי בתביעות כנגד החברה ככל שהם סבורים שהחברה מתנהלת בצורה לא ראויה.

גל סטאל, מנכ"ל אנטרופי: קיים פער ביישום הממשל התאגידי בחברות הציבוריות, כאשר החברות הקיימות בשוק ההון שונות זו מזו באופן יישום כללי הממשל התאגידי. אין ספק שיישומו של ממשל תאגידי מעיק עבור החברות, יחד עם זאת זה חלק מהמצפן שהרגולטור צריך להתוות. חברת אנטרופי, כמסתכלת מהצד, רואה את הקשיים בפניהם ניצבות החברות ביישום כללי הממשל התאגידי.

עו"ד אמיר וסרמן, היועץ המשפטי - רשות ניירות ערך: אינני רואה הצדקה לצמצום חובת ההשתתפות באמצעות קביעת רף החזקות אשר ממנו והלאה יידרשו הגופים המוסדיים להשתתף באסיפות הכלליות. מעבר לטיעונים העקרוניים שציין אבי ליכט, ברמה הפרקטית קביעת רף אחזקות עלולה לאיין לחלוטין את חובת ההשתתפות הקיימת שכן גופים מוסדיים רבים מחזיקים בחברות בהיקף מצומצם, והם אף עשויים להחזיק פחות אם יינתן להם התמריץ לכך. למעלה מכך, בהגדרה, על פי רוב לגופים המוסדיים אין אינטרס כלכלי אמיתי ישיר להשתתף באסיפה הכללית, גם אם מחזיקים שיעור משמעותי באותה חברה, כיוון שמדובר בפרומיל מתיק ההשקעות הכולל שלהם. ככל שאנו סבורים שאקטיביזם מוסדי הוא חשוב, לא ניתן לחפש את הנקודה בה למשקיע המוסדי יש אינטרס מהותי בהשתתפות באסיפה, אלא לקבוע חובת השתתפות רחבה. האיזון הקיים היום בחוק, הקובע חובת השתתפות במקרים בהם בעלי מניות המיעוט יכולים להשפיע, הינו ראוי בעיניי.

אשר להחלפת שיקול הדעת של הדירקטוריון, אינני מסכים כי הגופים המוסדיים באים להחליף שיקול דעתו של הדירקטוריון. תפקיד הגופים המוסדיים הינו ביצוע בקרות על החלטות ההנהלה, כפי שבא לידי ביטוי למשל בעסקאות בעלי שליטה, וקביעת גבולות גזרה, כפי שבא לידי ביטוי במינוי דח"צים ובשכר בכירים, שם נדרשים הגופים המוסדיים לוודא כי החברה פועלת לפי סטנדרטים סבירים. לכן, המוסדיים אינם מחליפים את הנהלות החברות. הגופים המוסדיים הם בבחינת פתרון שוק המונע את הצורך ביצירת הכבדה רגולטורית. החלופות האחרות לבעיה הן גרועות בהרבה.

עו"ד זיו ארז - בן נפתלי, ארז, זהבי ושות': היעד אינו ממשל תאגידי אלא שוק הון פעיל. הגופים המוסדיים תפקידם לנהל כספי ציבור ולבצע השקעות. במצב הקיים אין לגופים המוסדיים יכולת

להצביע בכ- 1600 אסיפות כלליות בשנה. ככל שרוצים להטיל על הגופים המוסדיים את נטל הפיקוח על החברות הציבוריות, צריך לתת להם את הכלים לעשות כן (אולי אף בדרך של מימון). באופן פרדוקסלי, נדמה כי הפיקוח (והאיום בסנקציות) מופנה דווקא לגופים המוסדיים ולא לחברות הציבוריות. מצב דברים זה מוביל את הגופים המוסדיים לפנות לפתרון הקל, אשר אליו גם מכוון אותם הרגולטור, והוא הסתייעות בחברות הייעוץ.

פרופ' שמואל האוזר, יו"ר רשות ניירות ערך: אבקש לחדד כי האקטיביזם המוסדי אינו תופעה ישראלית, אלא תופעה הקיימת במדינות שונות בעולם ובכללן בארה"ב. לשם המחשה, קרן הפנסיה של ניו יורק משקיעה ביותר מ- 2000 חברות, והיא עדיין מצליחה להפגין מעורבות אפקטיבית באסיפות הכלליות של חברות אלו. ככל שמנגנון השוק היה מסתדר מעצמו גם בארץ, לא היה צורך בעיגון חובת ההשתתפות בחוק, אולם לפני חובת ההשתתפות משקיעים מוסדיים פשוט לא באו לאסיפות.

יורם מנחם - יו"ר איגוד קופות הגמל: לדעתי הבעיה העיקרית היא בבחירת הכלי למימוש המטרה. ניתן היה להשיג את המטרה של שמירה על ממשל תאגידי מתאים באחת משלוש דרכים: חקיקה או אימוץ מדיניות על ידי הרגולטור המתאים, הטלת אחריות ממשית על הגוף שבפועל אחראי לקיום ממשל התאגידי נאות בחברה (הכוונה היא לדירקטוריון התאגידי האמור) או הגברת המעורבות של המוסדיים בנושא. הבחירה באפשרות השלישית ככלי העיקרי אינה נכונה ובוודאי לא ככלי עיקרי.

צריך לזכור, חובתו הראשונה במעלה של הגוף המוסדי היא לפעול לטובת עמיתיו. לעיתים הדרישה מהגוף המוסדי לפעול בכל החלטה, ובכל חברה בה הוא מחזיק עלולה דווקא לפגוע ביכולתו של המוסדי לממש את מטרתו העיקרית.

גוף מוסדי מחזיק בחברות רבות לטווחי זמן ולמטרות שונות. כיום נדרש גוף מוסדי בגודל בינוני להשתתף במאות אסיפות בשנה, באלפי נושאים, ללא אבחנה בקריטריונים חשובים כמו נושאי החלטה, היקף ההשקעה, אופי ההשקעה וכו'. בפועל בשל ההיקפים העצומים, מוסטים משאבים רבים של וועדות ההשקעה לעניין אשר על אף חשיבותו הינו אחד מתוך מכלול של יעדים בהם נדרשת הוועדה לעסוק.

פרופ' בני לאוטרבך - ראש הקתדרה לממשל תאגידי בישראל, אוניברסיטת בר-אילן: תפקיד החברה היום שונה ממה שהיה לפני 50 שנה. התפיסה הרווחת היום היא כי מעבר להשאת רווחים יש צורך להיות "אזרח טוב". גם נכון שאם היו דירקטוריונים טובים, היה אמון בחברות. אבל בפועל, אין אמון בחברות. בין היתר, כי אין רוב של דח"צים ואין דח"צים מקצועיים ממש. צריך אקטיביזם מאוחד כי אם כל גוף מוסדי יבחן רק את האינטרס הצר שלו אזי לא יהיה לו אינטרס להצביע. בנוסף, ראוי לשקול גם אקטיביזם יזום, להבדיל מאקטיביזם תגובתי בלבד. כך למשל, העלאת הצעה לדירקטוריון החברה מצד הגופים המוסדיים תועיל לחברה יותר מהתנגדות בלבד להצעות שעל סדר היום. לדוגמא, באיטליה איגוד קרנות הנאמנות החל ליזום לאחרונה מינוי דירקטורים חיצוניים בחברות ציבוריות.

אלי בבלי, יו"ר איגוד קרנות הנאמנות: אקטיביזם אמיתי בא לידי ביטוי כאשר קיימת חובת השתתפות גם באסיפות בהן אין לגופים המוסדיים יכולת השפעה. ביחס לדבריו של נתן חץ, גם אם הגופים המוסדיים סבורים שחברה לא מקיימת את כללי הממשל התאגידי, אין להם יכולת אמיתית למכור את המניות שלהם באופן העולה בקנה אחד עם טובת העמיתים. עדיף לעמיתים שהגופים המוסדיים ינסו להשפיע על הממשל התאגידי בחברות מאשר שימכרו את האחזקות בחברות אלו.

איתי מקמל, מנכ"ל עמדה: חשוב שהמוסדיים יצביעו גם בשברי אחוזים, כדי לנצל את הכוח הקולקטיבי שיש למוסדיים. מסכים כי יש משמעות לנראות וראוי שהגופים המוסדיים יצביעו לפיכך גם בנושאים שונים המובאים לאישור בעלי המניות באסיפות גם במידה ואין בכוחם את היכולת להשפיע.

דן אבנון - יו"ר איגוד הנאמנים ומנכ"ל משותף בהרמטיק נאמנות: מטרת העל של הגופים המוסדיים, בדומה לכל גוף עסקי, היא להרוויח כסף. הרגולציה המוטלת על גופים אלו צריכה

להביא זאת בחשבון. יש מוסדיים שחורטים על דגלם מעורבות בממשל תאגידי של החברות הציבוריות ואחרים שבורחים ממעורבות כזו. הכל נעשה משיקולים עסקיים ואנו רואים זאת גם בהסדרי חוב. הרגולטור מנסה לחייב את המוסדיים להיות מעורבים, אבל ההצלחה שלו תמיד תהיה מוגבלת וקיים כאן משחק תמידי של "חתול ועכבר". בוודאי שמקום בו לגופים המוסדיים אין יכולת להשפיע הם ימצאו עוד ועוד דרכים להתחמק מהחובות המוטלות עליהם. לכן, בהקשר זה, יש לקבוע רף של אחוז אחזקות מסוים וסכום אבסולוטי, כך שהחובה על הגוף המוסדי להצביע תהיה במקרים בהם ההצבעה תגן על ההשקעה שלו.

פרופ' אהוד קמר - אוניברסיטת תל-אביב: מדינת ישראל טרם צברה ניסיון רב בתחום האקטיביזם המוסדי. אולם, קשיי הצמיחה הללו יחלפו ועם הזמן, אני מאמין, יתפתח אקטיביזם של משקיעים מוסדיים. בשלב זה, היות שקיימת אדישות בסיסית אצל המשקיעים המוסדיים, יש לחייב את המשקיעים המוסדיים להצביע בכל מקום שבו יש להם במצטבר כוח להשפיע, בלי קשר לשיעור האחזקה של משקיע מוסדי יחיד בחברה. כך ניתן להתמודד לפחות באופן חלקי עם בעיית האדישות הרציונלית ועם בעיית הטרמפיסט, אשר גורמות למשקיע מוסדי אחד להימנע מפיקוח על החברה הציבורית ועימות עם הנהלתה כשהוא צופה שלא יהיה בכוחו להשפיע ושמפירות מאמציו ייהנו אף מתחריו. גם בארה"ב תוארו בתחילת הדרך הגופים המוסדיים כמי שכפאם שד כשחויבו לגלות אקטיביזם כמשקיעים, אך עם הזמן נוצרה אינרציה ופעילות חיובית. יחד עם זאת, יש לזכור שמחקר אמפירי של הפרופסורים אסף חמדני וישי יפה מצא בשוק ההשקעות המוסדיות בישראל עדויות לניגודי עניינים שמצננים את הנכונות להתעמת עם חברות ציבוריות. עם ניגודי עניינים כאלה יש להתמודד. אין לי דעה מוצקה בשאלה אם יש לכפות הצבעה כאשר אין לבעלי מניות המיעוט כוח הכרעה אפילו במצטבר.

עו"ד שיראל גוטמן-עמירה, מנהלת מחלקת תאגידים - רשות ניירות ערך: הגופים המוסדיים פועלים בראש ובראשונה להשאת רווחיהם. בגלל בעיית הנציג ראוי להטיל את חובת ההשתתפות על כלל הגופים המוסדיים גם אם אין להם אינטרס כלכלי מיידי בהחלטה שעל סדר היום. צמצום חובת ההשתתפות כפי שהוצע בהמלצות ועדת חמדני הוא האיזון הנכון שכן כל רף אחר שיקבע ניתן יהיה לעקוף אותו וזה ישפיע על תמהיל ההשקעה.

אם בוחנים עסקאות בעלי שליטה שמובאות לאישור היום ביחס לאלו שאושרו בעבר, ניתן לראות כי העסקאות שמובאות היום, לאחר תיקון 16 לחוק החברות, טובות יותר. שיעור האישורים הגבוה של עסקאות, לפני ואחרי תיקון 16, אינו אינדיקציה, ותרומתו של התיקון בכך שחזק את כוחם של המוסדיים ואיפשר להם לקיים דיאלוג בו יתחשבו בדעתם עוד לפני פרסום הזימון לאסיפה וגם אחריו, כך שתנאי העסקה כבר יכללו התייחסות לעמדתם.

פרופ' אסף חמדני - האוניברסיטה העברית: אשר לאמירות לפיהן ראוי לחייב גופים מוסדיים להגיש תביעות נגזרות וייצוגיות במקום קיומה של חובת ההשתתפות באסיפות הכלליות - אין ספק שיש חשיבות במעורבות של מוסדיים בהגשת תביעות, אבל אין פירושו של דבר שיש לחייב אותם לעשות כן. דרישה כזו תהיה לא אפקטיבית. גוף שכפו עליו להגיש תביעה עלול להתפשר או לסגת מהתביעה.

צריך לחשוב מחדש על המספר הרב של אסיפות כלליות לאחר תיקונים 16 ו-20 לחוק החברות. רגולציה שגורמת עלויות גם לחברות טובות היא בעייתית. במקום להקל בנטל המוטל על הגופים המוסדיים בקביעת חובת ההשתתפות, יתכן וצריך לחשוב על מודל של הפחתת הנושאים שיועלו מלכתחילה לאסיפות כלליות. לדוגמא, ניתן להעלות את הרף של "עסקאות חריגות", כהגדרתן בחוק החברות. אפשר לחשוב גם על תנאים מאזנים להפחתת העומס, כגון מינוי דירקטור על-ידי המיעוט או רוב דירקטורים בלתי תלויים, כתנאי לכך שמדיניות תגמול בכירים תובא לאישור כל 6 שנים ולא כל 3 שנים.

שלומי ברכה, מנכ"ל פסגות גמל ופנסיה: אם הרגולטור רוצה מעורבות מוסדית בתחום של הסדרי חוב, צריך לאפשר לגופים המוסדיים להגיע לכל פתרון אפשרי, ובלבד שהוא כלכלי. כך למשל היום קרנות נאמנות לא יכולות לקבל מניות כהסדר חוב. על מנת שתהיה מעורבות מוסדית יעילה צריך להסדיר סוגיה זאת.

שאלה: לרשות הגופים המוסדיים עומד מנגנון של היוועצות ושיתוף פעולה, באמצעות הגשת הודעות עמדה לחברה אשר החברה מחויבת בפרסומן. בפועל, נדיר מאוד שבעלי מניות משתמשים בכלי זה, ואף יותר נדיר שגוף מוסדי משתמש בכלי זה. מדוע מוסדיים לא נוהגים לעשות שימוש ב"הודעות עמדה" כדי לשכנע בעמדתם?

עו"ד זיו ארז - בן נפתלי, ארז, זהבי ושות': הסיבה לכך להערכתי היא חוסר יכולת ומשאבים של הגופים המוסדיים להשקיע בהגשת הודעות עמדה במספר כה רב של אסיפות כלליות שנערכות מדי שנה, וחוסר יכולת לבצע תעדוף של אסיפות חשובות כאשר מדובר במספר כה גדול של אסיפות. ביחס לאמירה לפיה על הגופים המוסדיים להביא לידי ביטוי את האקטיביזם המוסדי באמצעות הגשת תביעות ייצוגיות ונגזרות נגד החברות, הסיבה למיעוט בהגשת תביעות נגזרות ותביעות ייצוגיות גם היא להערכתי כלכלית - עלות התביעה מוטלת על הגוף המוסדי, אך בפועל לא הגוף המוסדי הוא שיפרע ממנה והוא מחויב לחלק את התמורה למי שהיה עמית באותה תקופה. במקרים כאלו, הרבה יותר פשוט למכור את האחזקות בחברות שאינן מקיימות את כללי הממשל התאגידי מאשר להגיש תביעה.

עו"ד מוטי ימין, יועץ בכיר ליו"ר הרשות: אפשר לסכם כי אמנם קיימות גישות שונות בנושא אך דומה כי ניתן למצוא מכנה משותף ביחס לתפקיד החשוב שיש למשקיעים המוסדיים בשוק ההון. נראה שקיימת הסכמה בסיסית כי ללא מעורבות פעילה מצד משקיעים מוסדיים להגנה על זכויות המשקיעים, לא ניתן יהיה להבטיח שוק הון משוכלל, שנהנה מאמון הציבור.

פאנל II: תפקידן ומעמדם של חברות הייעוץ

מנחה: עו"ד אורנית קרביץ, מנהלת המחלקה הבינלאומית

הקדמה: 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.

כפי שנסקר בועדה שבראשה עמד פרופ' אסף חמדני, בפעילות חברות ייעוץ פרוקסי גלומים יתרוונות עבור הגופים המוסדיים ובהם: הוזלת עלויות, שיפור איכות ההצבעות ונטרול ניגודי עניינים אפשריים, כגון במקרים של החזקה בניירות ערך מסוגים שונים או כתוצאה מקיום של קשרים עסקיים ואחרים עם החברה הציבורית, וכדומה.

לצד היתרונות, 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.

יש לתת את הדעת ביתר שאת לסיכונים אלה נוכח העובדה שתחום ייעוץ הפרוקסי בישראל הוא שוק ריכוזי שנשלט ברובו על ידי גורם דומיננטי אחד, והוא שוק שמאופיין בהסתמכות משמעותית של גופים מוסדיים על שירותי הייעוץ (היקף + אימוץ המלצות).

הנתונים אינם ייחודיים לישראל, והם מוכרים גם בשווקים גדולים בעולם, כגון ארה"ב, קנדה ומדינות מרכזיות באירופה. בימים אלו בוחנים הרגולטורים השונים בעולם את הצורך בהסדרת פעילות חברות הייעוץ. המודל המסתמן אינו פיקוח ישיר אלא מודל שעניינו קביעת עקרונות

ראויים ("Best Practice") באשר לאופן שבו ראוי כי חברות הייעוץ תפעלנה.

כידוע לכם הרשות פרסמה לאחרונה להערות ציבור מסמך "עקרונות ראויים לפעילות חברות ייעוץ למוסדיים", ובקרב בכוונתנו להסדיר גם את התנאים להסתמכות מנהלי קרנות על ההמלצות שקיבלו מחברות ייעוץ.

זהו הרקע לפאנל הנוכחי.

פאנל פותח בהשתתפות: גל סטאל, מנכ"ל אנטרופי; איתי מקמל, מנכ"ל עמדה; נתן חץ, מנכ"ל ובעלים של חברת אלוני חץ; עו"ד זיו ארז, שותף במשרד בן נפתלי, ארז, זהבי ושות'.

שאלה: נתן חץ, אבקש לשמוע את התייחסותך לעניין התנהלות החברות הציבוריות מול חברות הייעוץ. איך זה עובד בפרקטיקה?

נתן חץ, מנכ"ל חץ-אלוני: חברות הייעוץ הן גורם חיובי והכרחי בשוק ואולם, במצב השוק הנוכחי לא מדובר ביעוץ שלאחריו הגופים המוסדיים מפעילים שיקול דעת אלא מדובר בהפרטה דה-פקטו של שיקול הדעת של הגופים המוסדיים. ולא זאת כוונת המחוקק. ב-99% מהמקרים שיקול הדעת של הגופים המוסדיים לא מופעל אחרי פעולת הייעוץ. הפעלה אוטומטית של הצבעה בלי הפעלת שיקול דעת אינה עולה כדי החובה המוטלת על בעלי המניות בחוק. המנגנון המוסדר מתעל את הגופים המוסדיים לא לסטות מהמלצתה של חברת הייעוץ כיוון שאם מנהל ההשקעה רוצה להכריע בניגוד להמלצה של חברת הייעוץ הוא מחויב בכינוס ועדות השקעה. מעבר לכך, ראוי שחברת הייעוץ תיתן לגופים המוסדיים המלצה ברמה של "ציון" בהתאם לעמידה בכללי הממשל התאגידי, ולא ברמה של כן/לא. לא סביר כי חברה שמביאה עסקה שראויה לקבל "ציון 98" מקבלת המלצה שלילית מחברת הייעוץ בשל רכיב שולי שאינו מוצא חן בעיניה.

מבחינת החוויה שלנו, אנו מפרסמים את ההודעה על האסיפה הכללית בהתאם למועדים המנויים בחוק. הגופים המוסדיים לא מתחילים לפעול בנושא האסיפה הכללית עד שהם לא מקבלים חוות דעת מחברת הייעוץ. הודעות העמדה של אנטרופי יוצאת 7 - 10 ימים לפני האסיפה, כאשר את כתיב ה-proxy יש לשלוח 48 שעות לפני האסיפה. כלומר, לחברה הציבורית נותרים מעט מאוד ימים להידברות מול הגופים המוסדיים.

בפרקטיקה, לאחר קבלת המלצת חברת הייעוץ, הגופים המוסדיים מצביעים בהתאם להמלצת אנטרופי. כך יוצא שבפועל, אם המלצת אנטרופי היא שלילית, אזי החברה הציבורית צריכה לדחות את האסיפה הכללית ולפעול לקיום שיחות מול הגופים המוסדיים כאשר לכל גוף מוסדי יש את ההסתייגות שלו מההחלטה שעל סדר היום והחברות הציבוריות נדרשות להתאים עצמן, ולכתת רגליהן בין המוסדיים השונים.

שאלה: גל סטאל, אתם בעצם הצהרתם שכוונתה של אנטרופי לגבות דמי טיפול מהחברות הציבוריות. מה עמד בבסיס מהלך זה? האם צפיתם שהדבר יעורר סערה ציבורית?

גל סטאל, מנכ"ל אנטרופי: הופתעתי מאוד מעוצמת ההתנגדות שקמה בעקבות הודעתה של אנטרופי כי בכוונתה לגבות כסף מהחברות הציבוריות. היות ואנטרופי נדרשה לנהל דיאלוג מוגבר מול החברות הציבוריות סברנו כי ראוי לקבוע מנגנון תגמול מתאים. בסופו של יום חברות הייעוץ הן בסך הכל מייצעות. לטעמי, מיקוד הדיון בחברות הייעוץ מעביר את הדיון מהמהות לשוליים.

חשוב להבין - ככל שמחליטים שרוצים לקדם את נושא הממשל התאגידי בחברות הציבוריות, ורואים לנגד עינינו את המטרה של שוק יציב בטווח הארוך, אזי אין ברירה אלא לפעול באמצעות גופים מוסדיים. לא בכדי פתרון זה הומלץ במסגרת ועדת חמדני. בהינתן שהגופים המוסדיים מסתייעים בחברות הייעוץ ופועלים בשיטה זו, ובהינתן שרוצים שחברות הייעוץ תהיינה איתנות, באופן שיאפשר להן לעמוד מול החברות הציבוריות והלחצים המופעלים על ידיהן, נושא המימון צריך לקבל מענה. בפרט כאשר נכנס מתחרה לשוק.

שאלה: לפני מספר חודשים נכנסה לשוק חברת ייעוץ חדשה - עמדה. אשמח לשמוע את עמדתה ביחס לסוגיית גבית תשלום מהחברות הציבוריות בגין פעילות הייעוץ.

איתי מקמל, מנכ"ל עמדה: הדיאלוג עם החברות הציבוריות הוא דיאלוג שוטף וכבודו במקומו. יחד עם זאת, גוף מייצץ צריך להיות נטול ניגודי עניינים, ועליו לשרת אך ורק את הגופים המוסדיים. לכן יש לבחון ביתר זהירות את אפשרות המימון מהחברות הציבוריות, בשים לב לפוטנציאל לניגוד עניינים. במצב הנוכחי שוק הייעוץ סובל מתמחור בחסר של השירותים הניתנים על ידו וזאת בשים לב להיקף האסיפות ומורכבותם וכן יכולתם המוגבלת של הגופים המוסדיים לממן פעילות זו.

שאלה: אם מאמינים שקיים צורך בגוף חזק שישרת את השוק, והוא משרת למעשה את כולם גם את בעלי היחידות וגם את טובתם של ציבור המשקיעים בחברות - אולי בעצם אנחנו מדברים על ייעוץ כמוצר ציבורי שלא רק המוסדיים צריכים לשאת בעלות שלו?

עו"ד זיו ארז - בן נפתלי, ארז, זהבי ושות': הרגולטור מבקש להעביר מסר של אקטיביזם מוסדי, שאינו תפקידם הטבעי של המוסדיים. יחד עם זאת, יש כאן בעיית מימון רצינית. הגופים המוסדיים צריכים מימון על מנת שיוכלו לעמוד מול החברות הציבוריות. יתכן וראוי שהרשות תישא במימון או שגוף ציבורי חסר פניות יקים קרן למימון פעילות חברות הייעוץ. אז אולי גם יקומו מתחרים נוספים בשוק הייעוץ והדבר יפתור גם את סוגיית ניגודי העניינים. יש מקום לעדכון הרגולציה לעניין היקף חובת ההשתתפות - צמצום הנושאים בגינם יש חובת השתתפות, שיביא לצמצום ניכר בכמות האסיפות בהן מחויבים המוסדיים להשתתף, ולכן צמצום בכוח האדם הנדרש לצורך טפול באותן אסיפות - וריכוז המשאבים המעטים שיש בטפול באסיפות הבעייתיות במקום התפרסות רוחבית לכל הנושאים.

פרופ' אהוד קמר - אוניברסיטת תל-אביב: ההצעה להקים קרן למימון ייעוץ למשקיעים מוסדיים עשויה להיות טובה, ובלבד שמי שיבחר את חברות הייעוץ הם המשקיעים המוסדיים, וחברות הייעוץ יקבלו תגמול מהקרן בהתאם לנתח השוק שלהן. מנגנון זה גם יוביל להגברת התחרות, כי יהיה יותר כסף בשוק הייעוץ. רק אציין כנקודה למחשבה שתחרות בין חברות הייעוץ אינה בהכרח דבר שאנו רוצים לעודד, כיוון שהיא עלולה גם להוביל למרוץ לתחתית: אמנם חברות הייעוץ יקבלו מימון בהתאם לביקוש לשירותיהן מצד המשקיעים המוסדיים ולא מצד החברות הציבוריות, אך יתכן שמשקיעים מוסדיים יבחרו דווקא בחברת הייעוץ שהמלצותיה נוחות לחברות הציבוריות בשל לחצים שיפעילו עליהם החברות הציבוריות.

נתן חץ, מנכ"ל חץ-אלוני: אני לא חושב שקרן למימון חברות הייעוץ זה רעיון טוב. בפרט באשר המימון בסופו של דבר יגולגל על כתפיהן של החברות הציבוריות. לחברה יש דירקטוריונים שעולים הרבה מאוד כסף. לא נכון להקים קרן מימונית חיצונית על מנת לפקח על הדירקטוריון. עושה רושם שנקודת המוצא היא שהדירקטורים לא עושים את עבודתם. אם חושבים שהדירקטורים הקיימים לא טובים, על הרגולטור לפעול לשיפור איכות הדירקטורים.

פתיחת הדיון ליתר המשתתפים

אילן פלטו, מנכ"ל איגוד החברות הציבוריות: מנקודת מבטה של החברה הציבורית, בסיטואציה בה אנו נמצאים היום, ההסתיעות בחברות ייעוץ היא דבר חיובי. עדיף לחברה הציבורית להידבר עם גוף אחד מאשר עם הרבה גופים. ואולם, כיוון שבסיטואציה הנוכחית קיים מונופול בשוק חברות הייעוץ, יש לכך השפעה על התנהלות גוף הייעוץ. היום, בפועל, לא מתנהל תהליך של הידברות אמיתי מול חברות הציבוריות, ובמצב כזה אין באמת אקטיביזם מוסדי אלא רגולטור-על שמחליט לבד. כאשר, לעיתים המדיניות של אנטרופי מחמירה יותר מחוק החברות.

שאלה: האם נכון שמדיניות חברת הייעוץ תהיה מחמירה יותר מההסדרים הקבועים בחוק עצמו? איך משרד המשפטים רואה את זה?

אבי ליכט, המשנה ליועץ המשפטי לממשלה: אנו רואים בצורה חיובית קביעת נורמות עצמית של השוק מעבר למינימום הנדרש בחוק. הרעיון שיש נורמה שקבע המחוקק ועליה רגולציה עצמית עם נורמה מחמירה יותר היא דבר ראוי. כל עוד לא מדובר על נורמה מחייבת, יש ערך בכך שהשוק קובע לעצמו עקרונות ראויים.

מעבר לכך, לדעתי יש בעיית פוקוס - יש ספוט על אנטרופי, אבל זה נובע מכך שאנטרופי לוחצת בנקודות רגישות (תיקון 16 ותיקון 20 לחוק החברות). לחברות הציבוריות הרבה יותר נוח להיטפל לאנטרופי מאשר לבדוק את ההתנהלות שלהן.

בניגוד למה שנאמר קודם לכן, אני לא מאמין שיש "תקרית זכוכית" ביחס ליכולת הגופים המוסדיים לממן את פעילות הייעוץ. מסיבה זו אני גם מאמין שהגופים המוסדיים הם שצריכים לממן את פעילות הייעוץ. הכיוון של גבייה מהחברות הוא אילוף כתוצאה מכך שהמוסדיים אינם מוכנים לשאת בנטל.

אשר להסתייעות בחברות הייעוץ, חובת ההשתתפות מוטלת על הגופים המוסדיים ועליהם מוטלת חובת האמונים כלפי עמיתיהם. עם זאת, ההיוועצות בחברות ייעוץ היא יתרון בעיניי. חברת ייעוץ היא במקרה הטוב אליבי לגופים המוסדיים כדי שיוכלו לעמוד בלחצים של החברות הציבוריות ובעלי השליטה. במקרה הרע חברת הייעוץ מהווה "מראה מוסרית" שמוצבת מול הגופים המוסדיים שלא מבינים את תפקידם. חשיבות נוספת של חברות הייעוץ היא שבמצב הנוכחי אנטרופי מהווה תחליף לשיתוף הפעולה בין הגופים המוסדיים. אם הגופים המוסדיים לא קובעים עקרונות ראויים לחברות הציבוריות, אז זה טוב שאנטרופי עושה זאת. ההסתייעות בגופי ייעוץ קיימת בכל העולם. בשוק ההון הישראלי הריכוזי והקטן הסתייעות זה חשובה אף יותר. חשוב לקבוע רגולציה על האיכות של חברות הייעוץ, אולי בדומה לרגולציה של חברות הדירוג. לצד זאת חשוב לאפשר לחברות הייעוץ מודל עסקי ראוי. אם אנו רוצים שלחברות הייעוץ יהיה בסיס אנליסטים רחב, אז מוטל על הגופים המוסדיים לממן זאת. הרגולציה צריכה להבטיח איכות ראויה של חוות דעת והיא צריכה למנוע מצב שבו מתקיימת תחרות רק על מחיר השירות ולא על איכותו. זאת כיוון שלא נראה שלגופים המוסדיים כיום קיים אינטרס לשמור על איכות המוצר ולשלם על איכות זו.

פרופ' בני לאוטרבך - ראש הקתדרה לממשל תאגידי בישראל, אוניברסיטת בר-אילן: בבחינת המודל העסקי, אני חושב שגם החברות הציבוריות וגם גוף ציבורי צריכים לממן את פעילות חברות הייעוץ. ראשית, השתתפותם של הגופים המוסדיים באסיפות הכלליות משרתת גם את האזרחים הפשוטים ואת שוק ההון בכללותו. לכן, גם הציבור צריך לשלם בגין שירות זה. שנית, ההסתייעות בחברות הייעוץ מובילה לכך שהחברות הציבוריות צריכות לנהל מו"מ מול גוף אחד ולא מול מספר חברות ציבוריות. היות וזה משרתת גם את החברות הציבוריות, גם הן צריכות לקחת חלק במימון.

שאלה: האם המצב הקיים בשוק חברות הייעוץ הוא מה שראתה לנגד עיניה ועדת חמדני, במתן המלצותיה?

פרופ' אסף חמדני - האוניברסיטה העברית: כשאנו נתנו את המלצותינו במסגרת הועדה, המצב שראינו לנגד עינינו היה מצב שבו אין שקיפות של הגופים המוסדיים - לא מול הציבור, ולא מול החברות הציבוריות. הועדה טיפלה בכך במישור אחד בכך שחייבה את הגופים המוסדיים לפרסם את אופן ההצבעה שלהם. מעבר לכך, זה קידם את השיח כיוון שכל בעל שליטה יוכל לבוא ולדון למול העמדה של הגופים המוסדיים.

לעניין הסדרה רגולטורית של פעילות חברות הייעוץ, רוב חברי הועדה הלא-רגולטורים סברו שצריכה להיות רגולציה בתחום, ודוקא חברי הועדה הרגולטורים התנגדו לכך. בפועל הוחלט שלא תהיה רגולציה והוחלט כי ועדת ההשקעות של הגופים המוסדיים היא שתפקח על חברות הייעוץ. אני תומך ברגולציה של גופי הייעוץ.

אשר להטלת האחריות בגין ההצבעה באסיפות הכלליות - האחריות היא של הגופים המוסדיים. כל הרגולציה המוטלת עליהם היא לצורך הבטחה שהם יפעלו לטובת העמיתים. אולי יש מקום לקבוע כי חלק מההחלטות יתקבלו על ידי מנהלי ההשקעות, ולא ידרשו כינוס של ועדת ההשקעות, אך אני ודאי לא מקבל את עמדת הגופים המוסדיים לפיה הם מסתמכים על חברות הייעוץ ומשכך ראוי להעביר לפתחן את האחריות.

אלי בבלי, יו"ר איגוד קרנות הנאמנות: לדעתי אין מספיק בקרה על ההמלצות של חברות הייעוץ, וראוי שהן יהיו נתונות לביקורת כלשהי מצד הציבור. יש לפרסם את ההמלצות אחרי האסיפות הכלליות.

עו"ד זיו ארז - בן נפתלי, ארז זהבי ושות': המטרה מאחורי האקטיביזם המוסדי היתה הסדרה של פעילות החברות הציבוריות. לצורך כך הטילו על הגופים המוסדיים חובות, וכן נתנו להם אפשרות הסתמכות על המלצת היועץ כאמצעי הגנה רוחבית. חברות הייעוץ למעשה נכנסו לוואקום שהרגולטור יצר, וזה בסדר. תפקיד הרגולטור להתייחס ליועץ כתומך החלטה ולא לאפשר הגנת הסתמכות. הבעיה נולדה למעשה בקביעת הרגולטור כי הגופים המוסדיים יחליפו את הרגולציה על החברות הציבוריות עצמן.

שאלה: נשמעה הטענה כי חברות הייעוץ פועלות כ"רגולטור-על". עד איזה נקודה ראוי לאפשר זאת?

פרופ' אסף חמדני - האוניברסיטה העברית: אני לא רואה בחברות הייעוץ רגולטור-על. החברות הציבוריות שצולחות את המשוכה ומצליחות להגיע לגופים המוסדיים יכולות לשנות את דעתם של הגופים המוסדיים. הרעיון בבסיס השימוש בגופים המוסדיים לצורך קידום הממשל התאגידי היה לייצר גמישות. באופן זה, בחברות מסוימות הגופים המוסדיים יכולים להקל עם הסטנדרטים. האלטרנטיבה היא התערבות חקיקתית, וקביעת נורמות נוקשות, באופן שלא יאפשר הידברות של החברות הציבוריות עם הגופים המוסדיים. ההמלצה של הסתמכות על חברות הייעוץ, שניתנה במסגרת המלצות הועדה, היתה המלצה שניתנה עבור מצבים של ניגודי עניינים. הרעיון היה לפתור את בעיית ניגודי העניינים ולא להסיר אחריות מהמוסדיים.

גל סטאל, מנכ"ל אנטרופי: אם קיימת הסכמה שצריכה להיות רמת ממשל תאגידי גבוהה יותר, אז צריך לשלם בגין זה. הרגולטור לא יכול לחוקק תיקונים להעלאת רמת הממשל התאגידי מחד, ומנגד לאפשר לשוק לנסות ולהחליש את הגוף היחיד שמנסה לממש זאת. בנוסף ברצוני למחות בתוקף על האמירות לפיהן הגופים המוסדיים מגלים פאסיביות ביחס לחובת ההשתתפות המוטלת עליהם. הגופים המוסדיים שאנו עובדים איתם פעילים ויש לנו דיון יומיומי איתם בנושא ההמלצות של אנטרופי. למעלה מכך, המדיניות של אנטרופי לא נכתבה על ידי אנטרופי לבדה אלא בשיתוף עם הגופים המוסדיים ומשקפת את דעתם. אנטרופי אינה רגולטור-על שקובע מה יש לעשות, אלא מייעצת לגופים המוסדיים בהתאם לקריטריונים שגובשו יחד איתם. בנוסף, אנטרופי עורכת דיונים ארוכים לא רק עם הגופים המוסדיים אלא גם עם החברות הציבוריות.

יורם מנחם - יו"ר איגוד קופות הגמל: אני חושב שיש מעט היתממות בכל הקשור למעורבות ועדת ההשקעות של הגוף המוסדי באסיפות הכלליות. המצב בפועל הוא כזה בו חברת הייעוץ מגבשת המלצה לאחר עבודה מאומצת וממושכת לעיתים. ועדת ההשקעות נדרשת להחליט במאות רבות של אסיפות כלליות. ריבוי ההחלטות הנדרשות, ללא תיעודף או קביעת מסלול "ירוק" ומסלול "אדום" מטה את הכף לכיוון הסתמכות גדולה יותר על עבודת היועץ. צריך לזכור שלועדת ההשקעות יש תפקידים ומשימות נוספת המחייבים הקצאת משאבים מתאימים.

נתן חץ, מנכ"ל חץ-אלוני: אמנם אנטרופי פרסמה את המדיניות שלה ואולם מדובר במסמך כללי ביותר. גם אין במסגרת מסמך המדיניות אבחנה בין חברות שונות, ולא נכון ליישם פרמטרים כלליים ביחס לכל החברות הציבוריות. זאת ועוד, היות והדירקטוריונים והועדות יודעים שאנטרופי מבצעת בקרה על פעולתם הם נוהרים מאוד. הממשל התאגידי מתחיל בחברה. אחרי שרואים שחברה מקיימת את הממשל התאגידי, לא ראוי שאנליסט מטעם חברת היועץ יבוא ויחווה דעה על בסיס ניתוח של מספר שעות בודדות על עבודה שנעשתה בחברה במשך חצי שנה ושעלתה לה כסף רב. חברות הייעוץ לא מכירות את החברה מספיק, לא מכירות את האסטרטגיה שלה ולא את מטרותיה ארוכות הטווח.

אילן פלטו, מנכ"ל איגוד החברות הציבוריות: מסמך המדיניות של אנטרופי חל ביחס לכל החברות הציבוריות כמקשה אחת. יש להתאים את הפרמטרים במסמך המדיניות בהתאם למאפיינים הייחודיים של כל חברה. לצורך כך, חייבת להיות הידברות מוקדמת עם החברות הציבוריות, ולו מכוח חובת תום הלב וההגינות בה מחויבים בעלי המניות על פי חוק החברות.

עו"ד שיראל גוטמן-עמירה, מנהלת מחלקת תאגידיים - רשות ניירות ערך: החוק יוצא מנקודת הנחה שלא מספיק שמונו דח"צים בחברה על מנת לוודא עמידה בכללי הממשל התאגידי. מדבריו של נתן חץ עולה כי לאחר שהדירקטוריון הגיע לכלל מסקנה כי ראוי לאשר פעולה כלשהי, אין מקום אפילו להידברות. לדעתי מנגנון ההידברות הוא מנגנון טוב שראוי לנצל.

נתן חץ, מנכ"ל חץ-אלוני: אני חושב שנכון שיש יועץ, ונכון שיש בקרה. אבל קודם כל צריך לבחון מה נעשה בחברה. גם אין לי התנגדות להידברות, אבל ההידברות הקיימת במתכונת הנוכחית אינה אפקטיבית.

איתי מקמל, מנכ"ל עמדה: עובר לכניסתה לשוק של עמדה, נבחנו מודלים מתאימים בעולם. בסופו של יום לכל חברות הייעוץ בעולם יש מדיניות הקובעת קווים מנחים, יחד עם זאת, בפרקטיקה הקווים המנחים למדיניות דורשים התייחסות מתאימה לכל מקרה ומקרה ולכל חברה באופן פרטני. בנוסף, אציין כי כלל חוות הדעת המוזמנות על ידי החברה נבחנות על ידנו בזהירות המתבקשת, כי חוות דעת המוזמנות מטעם החברה מתיישבות תמיד עם מסקנות החברה. היתרון של חברות הייעוץ גלום בכך שהן מציעות חוות דעת והסתכלות אחרת ואובייקטיבית על הנושא שעל הפרק.

גל סטאל, מנכ"ל אנטרופי: חברת הייעוץ הינה גוף מקצועי בלתי תלוי. אנטרופי רואה לנכון לתת את חוות הדעת המקצועית ביותר שהיא יכולה לתת ועם זה הגוף המוסדי הולך לוועדת ההשקעות ומחליט כיצד להצביע. אנטרופי שמחה שיהיה פיקוח גם על חברות הייעוץ. רק אציין כי לטעמי בשנתיים האחרונות כוחות השוק עבדו נכון. רק צריך לאפשר עוד קצת זמן על מנת ששוק הייעוץ יתעצב.

מדיניות אנטרופי נקבעה באופן כללי על מנת שתהיה ברמה של קווים מנחים. התאמת המדיניות לפי חברות, גדלים, סוגים וענפים נעשית בתוך חברת הייעוץ על בסיס ניתוחים אנליסטיים שיש בידי החברה.

שאלה: פסגות היא למעשה דוגמה לגוף מוסדי שאינו מסתייע בחברות ייעוץ. איך אתם מתמודדים עם ה"נטל" של כמות הצבעות באסיפות הכלליות?

שלומי ברכה, מנכ"ל פסגות גמל ופנסיה: פסגות משקיעה משאבים רבים לצורך ניתוח ההחלטות המובאות להצבעה באסיפות הכלליות. יש לפסגות מדיניות, שנקבעת על ידי ועדת השקעות והדירקטוריון של החברה, אשר קובעת קווים מנחים לקבלת החלטות באסיפות כלליות. בנוסף, ישנם שני אנשים שכל תפקידם הוא לנתח את ההחלטות שבאסיפות הכלליות ומאחוריהם עומדים האנליסטים שניתחו את החברה כאשר פסגות קיבלה את ההחלטה לבצע את ההשקעה בחברה. על בסיס קווים מנחים אלו מוציאה מערכת זו את המלצותיה. ועדת השקעות לא דנה בכל החלטה, ויש קווים מנחים שמשאירים שיקול דעת לגורמים המקצועיים. היו גם מקרים בהם הועלו לוועדת ההשקעות מקרים בהם סברנו שיש נסיבות שמצדיקות חריגה מהמדיניות. כשקובעים מדיניות, תמיד יהיו כאלו שמרגישים מקופחים. ולפעמים בצדק. לטעמי הנקודה המהותית שיש לבחון היא מה זה עושה בפועל לשוק. אני עד לכך שבפועל, בהרבה חברות (בעיקר חברות קטנות ובינוניות), הערך של ההשקעה שלנו עלה בעקבות השתתפותנו באסיפות הכלליות באופן אשר מנע הישנות של מצבים בעייתיים בחברות.

שאלה: האם יש מקום לשירותי ייעוץ למוסדיים גם באסיפות בעלי אג"ח העוסקות בהסדרי חוב?

דן אבנון - יו"ר איגוד הנאמנים ומנכ"ל משותף בהרמטיק נאמנות: כן. בהרבה מקרים חברות הייעוץ מחוות דעתן האם לתמוך בהסדר. בעבר היו מספר מקרים בהם פנינו מראש אל חברות הייעוץ כדי לדעת איזה הסדר יעבור כאלה. היום אנחנו כבר נעזרים פחות משום שבשלב זה אנחנו כבר יודעים אילו הסדרי חוב עוברים ואילו לא כך שמראש לא נעלה לדיון הסדר שלא תואם את הקווים המנחים. לכן אין היעזרות של הנאמנים באופן ישיר בחברות הייעוץ, אך בהחלט יש הסתייעות של הגופים המוסדיים בחברות הייעוץ בהסדרי חוב.

דברי סיכום

פרופ' שמואל האזור, יו"ר רשות ניירות ערך: לאחר הדיון הפורה, ניתן בהחלט לומר כי קיימת הסכמה והכרה בערך של אקטיביזם המוסדי, והכרה בכך כי יש ערך בחכמת המונים. אני סבור

שחלק מהדעות ששמענו פה היום הן חשובות מאוד והן יילקחו בחשבון. אנו רואים ערך חשוב מאוד בתהליך ההידברות.
רשות ניירות ערך פרסמה מסמך "עקרונות ראויים לפעילות חברות ייעוץ למוסדיים". מסמך זה נועד להסדיר את אופן ההתנהלות המצופה מחברות הייעוץ אך מי שנדרש ליישם זאת בפועל הם הגופים המוסדיים. נשמח מאוד לקבל את התייחסותכם למסמך זה.