

# רשות ניירות ערך

## טיוטה להערות הציבור

ניתן להעביר הערות עד ליום 1.11.2013

אנשי קשר:

עו"ד אבי לאור; עו"ד לירון כהן דניאלי

טלפון: 02-6556456; פקס: 02-6513646; דוא"ל: AviL@isa.gov.il, LironC@isa.gov.il;

### הצעה לתיקון ההסדרה בענין חובת ההשתתפות של מנהלי קרנות

#### באסיפות והתקשרותם עם חברות ייעוץ פרוקסי

1. תקנות השקעות משותפות בנאמנות (השתתפות מנהל קרן באסיפת מחזיקים),

התשע"ג-2013

2. חוזר למנהלי קרנות ולנאמנים בדבר עמדת סגל הרשות ביחס להתקשרות מנהל

קרן עם גורם מקצועי לצורך קבלת המלצות לגבי אופן הצבעה באסיפה כללית

3. עקרונות ראויים לפעילות חברות ייעוץ בנוגע להצבעה באסיפות כלליות

#### א. מבוא

ההכרה בחשיבותו של אקטיביזם מוסדי מקובלת כיום בשוקי הון ברחבי העולם והתגברה על רקע גידול ניכר בשיעורי ההחזקות של משקיעים מוסדיים בחברות הציבוריות. היא משקפת עמדה לפיה פעילותם של משקיעים מוסדיים יכולה לשמש אמצעי לפיקוח אפקטיבי על חברות, המבוססת על התפישה הכללית בדבר עדיפות מנגנוני השוק על פני התערבות שלטונית. למעשה, הכלים שניתנו לבעלי מניות המיעוט מכוח חוק החברות, כגון היכולת למנוע אישורן של עסקאות בעלי שליטה, או להשפיע על מינויים של דירקטורים חיצוניים, מקבלים משמעות רק אם נעשה בהם שימוש, והציפייה היא כי שימוש כאמור יעשה בראש ובראשונה בידי המשקיעים המוסדיים.

על רקע תפיסה זו, הוטלה על הגופים המוסדיים חובת השתתפות באסיפות הכלליות. לגבי מנהלי קרנות נאמנות, חובה זו עוגנה בסעיף 77 לחוק השקעות משותפות בנאמנות, תשנ"ד-1994 (להלן: "חוק השקעות משותפות") הקובע כי מנהל קרן שבקרן שבניהולו מוחזקות מניות של חברה ציבורית, למעט ניירות ערך חוץ, ישתתף ויצביע באסיפה הכללית של התאגיד בעד או נגד אם יש בהצעת החלטה המובאת לאישור משום פגיעה אפשרית בעניינם של בעלי היחידות או אם יש בה כדי לקדם את עניינם של בעלי היחידות. חובות דומות נקבעו לגבי קרנות הפנסיה, קופות הגמל וחברות הביטוח.

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") את ממצאיה והמלצותיה ביחס להיקף הראוי של חובת ההשתתפות מטעם הגופים המוסדיים באסיפות בעלי המניות ומחזיקי אג"ח.

ועדת חמדני חזרה ועמדה על חשיבות האקטיביזם המוסדי, ואולם, בשל העובדה כי השתתפות באסיפות כלליות כרוכה בעלויות עבור הגופים המוסדיים, גרסה ועדת חמדני כי ראוי להקל על הגופים המוסדיים בשני אופנים: האחד, צמצום חובת ההשתתפות הקיימת על הגופים המוסדיים באופן בו תתקיים זיקה בין הנסיבות בהן תוטל חובה על הגופים המוסדיים להשתתף בהצבעה לבין ההחלטות לגביהן מעניק המחוקק מעמד מיוחד לבעלי מניות המיעוט. השני, עידוד המשקיעים המוסדיים להיעזר בגורמים מקצועיים המתמחים בגיבוש המלצות הצבעה (להלן: "חברות הייעוץ").

נוכח היתרונות הגלומים בהסתייעות בחברות הייעוץ, ובהם יכולתן של חברות הייעוץ להוזיל עלויות בפקוח על חברות ציבוריות ולסייע בהתמודדות עם החשש מפני ניגוד עניינים, בשנים האחרונות מספר הולך וגדל של גופים מוסדיים בחר להסתייע בחברות ייעוץ חיצוניות לצורך ניתוח וקבלת החלטות הצבעה מושכלות יותר. כאשר בפועל, שוק חברות הייעוץ בארץ מאופיין במבנה ריכוזי ונשלט באופן בולט על ידי חברת ייעוץ אחת.

על רקע החמרת דרישות הממשל התאגידי בשנים האחרונות תוך מתן כוח גדול יותר למיעוט, חשיבותן של הצבעות הגופים המוסדיים בחברות ציבוריות ובחברות אג"ח, ההסתמכות הגוברת של הגופים המוסדיים על חברות הייעוץ, והמבנה הריכוזי של שוק חברות הייעוץ בארץ, פעל בחודשים האחרונים סגל הרשות להכנת מערך הסדרה מקיף אשר במסגרתו יקבלו ביטוי המלצות ועדת חמדני וכן תוסדר פעילותן של חברות הייעוץ.

**לפני מספר חודשים, פורסמה להערות הציבור טיוטת עקרונות ראויים לפעילות חברות ייעוץ בנוגע להצבעה באסיפות כלליות.**

במקביל, נוכח חשיבות הנושא ועל מנת לשמוע את הגופים המפוקחים בתהליך ההסדרה כמו גם מומחים בתחום, במאי 2013 קיימה הרשות "שולחן עגול" רב-משתתפים בו הועלו לדיון ציבורי סוגיות היקף האקטיביזם המוסדי בשמירה על ממשל תאגידי ותפקידן ופעילותן של חברות הייעוץ בשוק ההון.<sup>1</sup>

לאחר השיח שנערך במסגרת ה"שולחן העגול" ולאחר שנתקבלו הערות ציבור למסמך העקרונות הראויים ונערכו פגישות עם המפוקחים לשמיעת הערותיהם, מפורסמת כעת לסבב נוסף של הערות ציבור טיוטה מעודכנת של העקרונות הראויים, לצד הערות הציבור שנתקבלו וההתייחסות אליהן. כמו-כן מפורסמות להערות הציבור טיוטות של יתר נדבכי ההסדרה.

יצוין, כי האמור בטיטות אלו מובא לאחר דיונים עם אגף שוק ההון, ביטוח וחיסכון במשרד האוצר ומשרד המשפטים, ותואם עם אגף שוק ההון, ביטוח וחיסכון במשרד האוצר.

<sup>1</sup> לסיכום דברי המשתתפים בשולחן העגול ראו: [http://www.isa.gov.il/Download/IsaFile\\_7685.pdf](http://www.isa.gov.il/Download/IsaFile_7685.pdf)

## ב. ההסדרה המוצעת

### 1. תקנות השקעות משותפות בנאמנות (השתתפות מנהל קרן באסיפת מחזיקים),

#### התשע"ג-2013

כיוון שהשתתפות פעילה באסיפות כלליות כרוכה בעלויות עבור הגופים המוסדיים, גרסה ועדת חמדני כי ראוי להקל על הגופים המוסדיים וזאת בין היתר באמצעות צמצום חובת ההשתתפות המוטלת עליהם. המלצות הועדה בהקשר זה היו לקיים זיקה בין הנסיבות בהן תוטל חובה על הגופים המוסדיים להשתתף בהצבעה לבין ההחלטות לגביהן מעניק המחוקק מעמד מיוחד לבעלי מניות המיעוט.

אגף שוק ההון, ביטוח וחיסכון 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.

נכון למועד זה, חובת ההשתתפות באסיפות כלליות של מנהלי קרנות מוסדרת בסעיף 77 לחוק השקעות משותפות. חובה זו מנוסחת באופן עמום ורחב אשר אינו תואם את המלצות ועדת חמדני להקלה בחובת ההשתתפות של הגופים המוסדיים או את ההסדרים שקבע המחוקק להגנה על זכויות המיעוט.

רשות ניירות ערך פעלה להתאמת ההסדר שבחוק להמלצות ועדת חמדני. היות ונדרשת מידה של גמישות בקביעת הוראות לעניין חובת ההשתתפות של מנהלי הקרנות באסיפות הכלליות, הוחלט כי הסדרתן תעשה במסגרת תקנות, להבדיל מחקיקה ראשית. תיקון 15 לחוק השקעות משותפות בנאמנות, אשר עבר קריאה ראשונה בכנסת, נועד לקבוע סעיף הסמכה המסמיך את שר האוצר לקבוע הוראות לעניין השתתפות מנהל קרן באסיפת מחזיקים.

בד בבד לתיקון 15, בשנת 2010 פרסמה הרשות טיוטה להערות הציבור של הצעת תקנות השקעות משותפות בנאמנות (השתתפות מנהל קרן באסיפת מחזיקים ובהצבעה לאישור הצעת רכש מיוחדת), התשע"ב-2010, ומאז פורסמה טיוטה נוספת לתקנות - תקנות השקעות משותפות בנאמנות (השתתפות מנהל קרן באסיפת מחזיקים ובהצבעה לאישור הצעת רכש מיוחדת ומלאה ולאישור עסקה עם בעל ענין), התשע"א-2011. הצעות אלו, בגלגוליהן השונים, קבעו חובת השתתפות בהחלטות האסיפה בהן קבע החוק דרישה של רוב מיוחד וכן במספר החלטות נוספות.

על רקע קריאות שנשמעו מצד גופים מוסדיים ביחס לריבוי האסיפות הכלליות והעומס והנטל הכלכלי הכרוך בהשתתפותם בהן ועל רקע תכלית ההסדר, סבור סגל הרשות כי יש מקום לבצע תיקון בנוסח התקנות כפי שפורסמו לציבור בזמנו, ולייצר תאימות בין המקרים בהם קובע החוק דרישה של רוב מיוחד באסיפות הכלליות לבין המקרים בהן תוטל חובת השתתפות. הכלל המוצע הוא כי ככלל חובת השתתפות תתקיים כאשר עולה צורך בהגנת זכויות מיעוט.

בנוסף, סבור סגל הרשות כי נכון להטיל חובת השתתפות גם במספר מצומצם נוסף של נושאים אשר הרוב הדרוש לאישורם הוא רוב רגיל, כדלקמן:

1. הצעות לשינוי תקנון החברה -

בהתאם להוראות חוק החברות, חברה רשאית לשנות את תקנונה בהחלטה שהתקבלה ברוב רגיל באסיפה הכללית שלה, אלא אם כן נקבע בתקנון כי דרוש רוב אחר. היות וברירת המחדל לשינוי התקנון היא רוב רגיל, חברה יכולה לבצע שינויים מהותיים בתקנון הנוגעים לזכויות המיעוט. הנושאים שניתן להסדיר בתקנון מגוונים מאוד, ולכן לא ניתן לקבוע מראש מתי נחוצה השתתפות הגופים המוסדיים. כך למשל, במסגרת התקנון ניתן לקבוע הוראות לעניין אופן מינוי דירקטורים וכן לעניין המניין החוקי והרוב הדרוש באסיפות הכלליות. אי לכך, סגל הרשות סבור כי נכון לחייב את הגופים המוסדיים להשתתף בהצבעות בנושאי שינוי תקנון החברה גם כאשר הרוב הנדרש לשינויים הוא רוב רגיל.

2. מינוי ופיטורים של דירקטורים והתקשרות של החברה אשר לדירקטור יש בה עניין אישי

בחברות שאין לבעל השליטה בתאגיד את הרוב הנדרש לקבלת ההחלטה בעניינם - דירקטורים רגילים (שאינם דירקטורים חיצוניים) ממונים על ידי האסיפה הכללית, ברוב רגיל. בחברות בהן יש בעל שליטה, הדירקטורים הרגילים ממונים על פי רוב בהכרעת בעל השליטה, והנחת המוצא היא כי בעל השליטה מפקח על מינויים ועל ההתקשרות עימם. לעומת זאת, בחברות ללא בעל שליטה המחזיק מעל 50% מאחזקות החברה, כאשר החזקות הציבור מבוזרות, בעיית הנציג מובילה לצורך בפיקוח על הנהלת החברה. על כן, מוצע כי בחברות כאמור, תוטל על הגופים המוסדיים חובת השתתפות בנושאים אלו, לצורך פיקוח על דירקטוריון החברה, באופן שישרת את טובת בעלי המניות.

3. החלטות לאישור מיזוג לפי סעיף 320 לחוק החברות בחברות שאין לבעל השליטה

בתאגיד את הרוב הנדרש לקבלת ההחלטה בעניינם - הכלל הקבוע בחוק החברות הינו כי החלטות מיזוג הן החלטות המתקבלות ברוב רגיל. ישנם מספר מקרים המנויים בחוק החברות, אשר בהתקיימם נדרשת האסיפה לרוב מיוחד (בהתאם להסדרים המנויים בחוק) לצורך אישור המיזוג. היות והחלטות מיזוג עשויות להיות מהותיות לחברה ולהמשך התנהלותה, מוצע להחיל חובת השתתפות בכל החלטות המיזוג, בין אם נדרש לאשרן ברוב מיוחד ובין אם לאו.

4. אסיפות ניירות ערך אחרים -

בניגוד לאסיפות של בעלי מניות, באסיפות של מחזיקים בניירות ערך אחרים (אגרות חוב, כתבי אופציה ויחידות השתתפות), לא ניתן להקיש בהכרח מהרוב הדרוש לאישור ההצעה על חשיבותה למחזיקים מהציבור (שכן, ככלל, ההחזקה כולה היא של הציבור ולא של בעל השליטה). לכן, מוצע להותיר בהצבעות כאלו חובת השתתפות כללית.

מכל מקום, חובת ההשתתפות תחול רק ככל שאין לבעל השליטה בתאגיד או למחזיק אחר בניירות ערך את הרוב הנדרש לקבלת ההחלטה שעל סדר היום. החברות יידרשו לדווח על קיומו של רוב כאמור במסגרת דוח זימון האסיפה, והגופים המוסדיים יוכלו להסתמך על דיווח זה.

סגל הרשות סבור כי תיקון חובת ההשתתפות באופן זה יחייב מחד את מנהלי הקרנות להשתתף באסיפות בהן יש חשיבות מיוחדת בהשתתפות הציבור, ומאידך יפחית את העלויות הכרוכות בהשתתפות לנוכח הפחתת מספר האסיפות הכולל ויצירת ודאות משפטית באשר לאסיפות בהן קיימת חובה להשתתף.

אשר ליתר הנושאים, על אף שהשתתפות הגופים המוסדיים באסיפות בהן אין דרישה של רוב מיוחד עשויה להיות מועילה, סגל הרשות סבור כי ראוי שהשתתפות כאמור - הכרוכה בהשקעת משאבים מצד הגופים המוסדיים - תעשה באופן וולונטרי על ידי הגופים המוסדיים ובלא שתוטל עליהם חובה לעשות כן.

כלקח מיישום תקנות הפיקוח על שירותים פיננסיים (קופות גמל) (השתתפות חברה מנהלת באסיפה כללית), תשס"ט-2009 וחוזר גופים מוסדיים 2009-9-11 של אגף שוק ההון, ביטוח וחיסכון, מוצע שלא לדרוש חובת הנמקה במקרה של סטייה מהמלצת חברת הייעוץ. דרישה זו הביאה לכך שבפועל הגופים המוסדיים מיעטו לסטות מהמלצת חברת הייעוץ, בשל חובת ההנמקה והטרחה הכרוכה בה, והעניקה משקל עודף להמלצותיה של חברת הייעוץ.

יצוין כי במסגרת השולחן העגול עלתה הצעה לצמצם את חובת ההשתתפות המוטלת על הגופים המוסדיים לפי רפים כמותיים, וזאת לצד הרחבת מעורבות הגופים המוסדיים בהצבעות בהן יידרשו להשתתף. הטענה בהקשר זה היתה כי ריבוי האסיפות בהן קמה לגופים המוסדיים חובת השתתפות מביא להסתמכות משמעותית על חברות הייעוץ כאשר בפועל הגופים המוסדיים נותרים פאסיביים.

סגל הרשות סבור כי אין מקום לצמצם את חובת ההשתתפות על בסיס רפים כמותיים, מהסיבות הבאות:

**(א)** צמצום כאמור אינו תואם את ההסדרים שנקבעו בחוק החברות לעניין החלטות בהן נדרש רוב מיוחד ויוביל לכך שבמקרים רבים בהם הסדיר המחוקק רוב מיוחד מהמיעוט לא יידרשו הגופים המוסדיים להצביע. ספק אם קיים ערך בקביעת כללי ממשל תאגידי בלא שהרוב הלא נגוע יבוא להצביע; **(ב)** צמצום זה יהווה נסיגה ממהלכים שנקטו בשנים האחרונות אשר ביקשו להביא לשיפור הממשל התאגידי בחברות הציבוריות, עומד בניגוד לגישת הרשות ואגף שוק ההון בעבר, כפי שבאה לידי ביטוי בהמלצות ועדת חמדני, וכן מהווה נסיגה מחובה שהגופים המוסדיים קיבלו על עצמם מזה תקופה ארוכה; **(ג)** לא צפוי להיווצר חיסכון בעלויות עבור הגופים המוסדיים שכן אלו יידרשו להשקיע את התשומות שייחסכו, ואולי אף יותר מכך, בהצבעות בהן כן יחויבו להשתתף. מספר ההצבעות עדיין צפוי להיות גדול מאוד, ומנגד הגוף המוסדי יידרש להשקיע תשומות נוספות בבחינת הצעות החלטה; **(ד)** עלולה להיגרם פגיעה קשה בממשל התאגידי של חברות. ההערכה היא שהצמצום המוצע יוביל להשתתפות הגופים המוסדיים בעשרות חברות בלבד ואף באותן חברות מובילות - יפחת הכוח המוסדי המצרפי; **(ה)** עלול להתרחש שינוי בדפוסי ההשקעה של הגופים המוסדיים בניסיון להתחמק מהרף הכמותי, באופן שבין היתר יוביל לפגיעה משמעותית נוספת בממשל התאגידי; **(ו)** צמצום יכולת ההסתייעות בחברות הייעוץ יוביל להשתתפות עלויות נוספות על החברות הציבוריות, אשר יידרשו לנהל מגעים מול גופים מוסדיים רבים (להבדיל מחברות ייעוץ בודדות); **(ז)** איכות החלטות המתקבלות בגופים המוסדיים עלולה להיפגע בהיעדר מומחיות בקרב הגופים המוסדיים ויכולת לקיים דיון מעמיק בכל נושא המובא לאסיפה באותן חברות לגביהן תהיה חובת השתתפות; **(ח)** חברות הייעוץ נועדו לפתור בין היתר את בעיית ניגודי העניינים הפוטנציאליים של הגופים המוסדיים. צמצום חובת ההשתתפות כך שקבלת החלטות תהיה על ידי המוסדיים עצמם, עלולה להשיב גם את ניגודי העניינים הפוטנציאליים; **(ט)** הצמצום המוצע מציע מבחנים מלאכותיים במידה רבה, שכן גם בהתקיימם

של שיעורי החזקה מעבר לכל רף שיקבע, ספק אם בבחינת עלות-תועלת כדאי לגופים המוסדיים להשתתף באסיפה. בפרט בהתחשב בכך שאחרי תיקון כאמור יידרשו הגופים המוסדיים להשקיע תשומות רבות יותר בכל החלטה.

כאמור, סגל הרשות סבור כי הפתרון גלום בשלושת נדבכי ההסדרה, ובהם הבהרת היקף חובת ההשתתפות של הגופים המוסדיים.

**תקנות השקעות משותפות בנאמנות (השתתפות מנהל קרן באסיפת מחזיקים),**  
**התשע"ג-2013**

בתוקף סמכותי לפי סעיף 77(א) ו-131(א) לחוק השקעות משותפות בנאמנות, התשנ"ד-1994<sup>2</sup> (להלן – החוק), לפי הצעת רשות ניירות ערך (להלן – הרשות) ובאישור ועדת הכספים של הכנסת, אני מתקין תקנות אלה:

חובת השתתפות 1. (א) מנהל קרן ישתתף ויצביע באסיפת מחזיקים כאמור בסעיף 77 לחוק, והצבעה בעד או נגד הצעת החלטה המובאת לאישור.

(ב) על אף האמור בסעיף קטן (א), חובת ההשתתפות וההצבעה לא תחול באסיפות שמתקיים בהן אחד מאלה:

(1) באסיפות של בעלי מניות בחברות ציבוריות בהן לא נדרש על פי דין או על פי הוראה אחרת רוב שאינו רוב רגיל לאישור הצעת ההחלטה, למעט אסיפות לאישור הצעות לשינוי תקנון החברה, ולמעט אסיפות בנוגע למינויים ופיטורים של דירקטורים, אסיפות בנוגע להתקשרות של החברה אשר לדירקטור יש בה ענין אישי ואסיפות לאישור מיזוג לפי סעיף 320 לחוק החברות;

(2) באסיפת מחזיקים של תאגיד בה צפוי בעל השליטה בתאגיד או אדם אחר להחזיק בניירות ערך בשיעור שיקנה לו את הרוב הנדרש לקבלת הצעת ההחלטה שעל סדר יומה של אסיפת המחזיקים, בהנחה שכל שאר מחזיקי ניירות הערך יצביעו נגדה; לענין זה, יהיה מנהל הקרן רשאי להסתמך על דיווח התאגיד במסגרת זימון האסיפה.

**[תיקבע חובת דיווח בנדון ביחס לכלל האסיפות]**

(ג) יושב ראש הרשות יהיה רשאי לקבוע נסיבות נוספות בהן תחול חובת ההשתתפות וההצבעה אם ראה כי הדבר נחוץ לשם הגנת מחזיקי היחידות או לקבוע נסיבות נוספות בהן לא תחול חובה כאמור אם ראה כי הדבר אינו נחוץ לשם הגנת מחזיקי היחידות.

קביעת מדיניות 2. (א) דירקטוריון מנהל קרן יקבע מדיניות הצבעה בנוגע להצעות החלטה הצבעה לגביהן חלה עליו חובת השתתפות, לרבות בנוגע לעניינים הבאים:

(1) הליכי בדיקה לצורך גיבוש עמדה ביחס להצעות ההחלטה;

(2) אופן ההצבעה בהצעות לגביהן קיים ניגוד עניינים העלול להשפיע על אופן ההצבעה;

<sup>2</sup> ח"ח התשנ"ד, עמ' 308; התשע"א, עמ' (יוסף כשיפורסם).

(3) אופן הטיפול בפניות מצד הנהלות התאגידים או בעלי שליטה בהם שמטרתן להשפיע על אופן ההצבעה.

(4) סוגי הצעות החלטה לגביהן יתקשר עם גורם מקצועי לצורך גיבוש המלצות הצבעה, כמפורט בתקנה 4 להלן.

(ב) דירקטוריון מנהל הקרן יבחן מעת לעת את מדיניות ההצבעה שלו כאמור בתקנת משנה (א) ויעדכנה במידת הצורך.

(ג) דירקטוריון מנהל הקרן יביא לידיעת הנאמן את מדיניות ההצבעה שנקבעה כאמור בתקנות משנה (א) ו-(ב).

3. דיווח לדירקטוריון מנהל קרן ידווח לדירקטוריון על אופן הצבעתו בפועל, בתדירות אשר לא תפחת מדיווח אחד בכל שלושה חודשים; דוח כאמור יתייחס לאסיפות המחזיקים בהן נדרש להשתתף, ממועד הדיווח האחרון ועד מועד הדוח; לעניין זה, "אופן הצבעתו" – האם תמך, התנגד, נמנע או לא השתתף, ומהן הסיבות בעטיין נהג כך; נהג מנהל קרן בניגוד למדיניות ההצבעה שקבע הדירקטוריון, יפורטו הסיבות לכך.

4. התקשרות מנהל קרן עם גורם מקצועי לקבוע רשאי לקבוע סוגי הצעות החלטה לגביהן יתקשר עם גורם מקצועי לצורך גיבוש המלצות הצבעה ובלבד שדירקטוריון מנהל הקרן אישר את ההתקשרות לאחר שהתקיימו התנאים הבאים:

(1) הדירקטוריון בחן את כשירותו של הגורם המקצועי והשתכנע כי הוא כשיר לספק את השירות באופן מקצועי וברמה נאותה וכי הוא פועל לגיבוש המלצות הצבעה תוך השקעת המשאבים הנדרשים לבחינה איכותית של הצעות ההחלטה בהתאם לאמות מידה מקצועיות מקובלות.

(2) הדירקטוריון השתכנע כי הגורם המקצועי פועל לפי מדיניות כתובה המספקת מענה נאות לחשש מפני גיבוש המלצות בנסיבות בהן נתון הגורם המקצועי בניגוד עניינים או מושפע משיקולים זרים.

(ב) דירקטוריון מנהל הקרן המתקשר עם גורם מקצועי כאמור בתקנה משנה (א) יקבע מדיניות בדבר ההליך לבחינת המלצות ההצבעה של הגורם המקצועי.

5) תחילה תחילתן של תקנות אלה 60 ימים מיום פרסומן.

התשע"ב \_\_\_\_\_

(\_\_\_\_\_, 2013)

(חמ' 3-4162)

יאיר לפיד  
שר האוצר



## 2. חוזר למנהלי קרנות ולנאמנים בדבר עמדת סגל הרשות ביחס להתקשרות מנהל קרן עם

### גורם מקצועי לצורך קבלת המלצות לגבי אופן ההצבעה באסיפה כללית

עניינו של החוזר בהסדרת היקף האחריות המוטלת על הגופים המוסדיים בעת התקשרותם עם חברות ייעוץ. החוזר נועד לתת מענה להמלצותיה של ועדת חמדני אשר סברה כי יש להבטיח כי הגופים המוסדיים יקבלו החלטות ענייניות ואיכותיות, ובמקביל לפעול לשם עידוד פעילותן של חברות הייעוץ באמצעות מתן אפשרות לגוף מוסדי להסתייע בהצבעתו על ההמלצה של גורם מקצועי כאמצעי ראוי להתמודד עם חשש מניגוד עניינים.

במסגרת החוזר, ביקש סגל הרשות לייצר איזון בין הצורך לאפשר לגופים המוסדיים הסתייעות בחברות הייעוץ, לבין הצורך לא להתיר הסתמכות עיוורת ולהטיל מידה של אחריות על הגופים המוסדיים בקשר עם הסתייעותם בחברות הייעוץ. האיזון מוצא ביטוי בקביעה כי בהתקיים התנאים המפורטים במסגרת החוזר, ובכלל זה בדיקות הנאותות שעל מנהל הקרן לבצע בעת התקשרות עם חברת ייעוץ, קיימת חזקה כי מנהל קרן שהצביע בהתאם להמלצה של הגורם המקצועי קיים חובתו לפי סעיף 77 לחוק השקעות משותפות בנאמנות תוך עמידה בחובת הנאמנות הנדרשת ממנו על פי חוק.

החוזר למנהלי הקרנות מהווה נדבך במערך ההסדרה העקיפה של פעילות חברות הייעוץ, לצד העקרונות הראויים. מסמך העקרונות הראויים קובע את הסטנדרט המצופה מחברות הייעוץ, אך כשלעצמו אינו מחייב את חברות הייעוץ. החוזר למנהלי הקרנות נועד להבטיח כי מנהלי הקרנות יאכפו את עמידתן של חברות הייעוץ בעקרונות הראויים, ככל שבכוונתם של מנהלי הקרנות להתקשר איתן.

יצוין כי אגף שוק ההון פעל אף הוא להסדרת התקשרות המשקיעים המוסדיים עם חברות הייעוץ. בתקנה 5 לתקנות הפיקוח על שירותים פיננסיים, נקבע 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 השקעת 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, ויצוין 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.

כאמור, סגל הרשות סבור כי הדרישה להציג הסבר לסטייה מהמלצות חברת הייעוץ מעניקה משקל עודף להמלצותיה, ולכן לא מוצע לקבוע דרישה דומה בחוזר.

# טיוטא



## רשות ניירות ערך

### מחלקת השקעות

רח' כנפי נשרים 22, ירושלים 95464

טל': 02-6556555

פקס': 02-6513169

[www.isa.gov.il](http://www.isa.gov.il)

תשע"ג \_\_\_\_\_  
בספטמבר 2013 \_\_

### חוזר למנהלי קרנות ולנאמנים

בדבר עמדת סגל הרשות ביחס להתקשרות מנהל קרן עם גורם מקצועי לצורך קבלת המלצות לגבי אופן ההצבעה באסיפה כללית

לכבוד : מנהלי הקרנות והנאמנים לקרנות

באמצעות דואל לפי הכתובות במערכת מגנא

א.ג.נ,

רקע

סעיף 77 לחוק השקעות משותפות בנאמנות, התשנ"ד-1994 (להלן – **החוק**), מסדיר את חובת ההשתתפות של מנהל קרן באסיפה כללית מכח נייר ערך של תאגיד, המוחזק בקרן שבניהולו.

בתחילת 2008 פרסמה הועדה לבחינת הצעדים הדרושים להגברת מעורבות הגופים המוסדיים בשוק ההון (להלן - **ועדת חמדני**) את ממצאיה והמלצותיה. הועדה המליצה על קביעת חובת השתתפות של הגופים המוסדיים באסיפות בעלי מניות ומחזיקי אג"ח בהחלטות שלגביהן דורש החוק רוב מיוחס ובמקרים נוספים, ככל שהדבר מתחייב מן החובות של הגוף כלפי עמיתיו. הועדה גם עודדה את המשקיעים המוסדיים להיעזר בגורמים מקצועיים המתמחים בגיבוש המלצות הצבעה. בעקבות פרסום ההמלצות, פעלה הרשות 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),

התשי"ע-2010, ומאז פורסמה טיוטא נוספת לתקנות<sup>3</sup>. מוצע כעת לקיים מספר תיקונים בהצעת החוק ובתקנות ולהמשיך בהליכי החקיקה.

סעיף 86 לחוק אוסר על מנהל קרן לאצול מסמכויותיו או להעביר מחובותיו הקבועות בחוק, אך קובע כי העסקת אדם לא תיחשב כהאצלת סמכות או כהעברת חובות, ולא תגרע מחובותיו של מנהל הקרן. מכוח הוראה זו, נוהגים מנהלי קרנות רבים לרכוש שירותים מקצועיים שונים, לרבות שירותי ייעוץ לגיבוש המלצות הצבעה באסיפות. בהתאם להוראות החוק ולהמלצות ועדת חמדני, תומכת גם הצעת התקנות באפשרות להתקשר עם גורם מקצועי המספק שירותי ייעוץ להצבעה (להלן – **גורם מקצועי**), תוך העמדת תנאים שמטרתם להבטיח כי הסתייעות זו לא תהפוך להאצלה מוחלטת של שיקול הדעת הנתון למנהל הקרן ולא תגרע מאחריותו כלפי בעלי היחידות כפי שעולה מהוראות החוק.

מתן האפשרות למנהל קרן להתקשר עם גורם מקצועי חיצוני לצורך גיבוש החלטת אופן ההצבעה, נובע מההכרה כי מנהל קרן נדרש להשתתף באסיפות רבות בנושאים שאינם בהכרח בתחום מומחיותו, מה שעלול להקשות על קבלת החלטה מושכלת בדבר אופן ההצבעה. כמו כן, הצבעה בהתאם להמלצה של גורם מקצועי, מהווה אמצעי להתמודדות במצבים בהם מנהל קרן מצוי בפוטנציאל ניגוד עניינים בקשר עם הצעת ההחלטה, בין שמקורו בממשקים בין תחומי הפעילות השונים של קבוצת מנהל הקרן לבין אלה של קבוצת המנפיק, ובין שמקורו בפוטנציאל ניגוד עניינים הנובע מהחזקת ניירות ערך שונים בקרן או בקרנות שבניהולו, המייצגים אינטרסים נוגדים.

### **התקשרות מנהל קרן עם גורם מקצועי**

לאור האמור לעיל, מוצא סגל הרשות להביע עמדתו במספר עניינים הקשורים בהתקשרות מנהל קרן עם גורם מקצועי (אשר חלקם צפויים להיות מוסדרים בתקנות), כמפורט להלן:

משמעות הטלת האחריות על מנהל הקרן כלפי בעלי היחידות, מקום שהוא מסתייע בשירותי הגורם המקצועי, היא כי עליו להבטיח כי הגורם המקצועי כשיר לספק את השירות באופן מקצועי וברמה נאותה ואכן עושה כן בפועל, כי הייעוץ מהימן וכי אינו מושפע מניגודי עניינים ומשיקולים זרים, וכן עליו לקיים מנגנוני בקרה בנוגע לאימוץ המלצות הגורם המקצועי. וביתר פירוט:

1. בהתקיים התנאים המפורטים להלן, חזקה כי מנהל קרן שהצביע בהתאם להמלצה של הגורם המקצועי, קיים חובתו לפי סעיף 77 לחוק תוך עמידה בחובת הנאמנות כנדרש לפי סעיף 75 לחוק:

א. הגורם המקצועי הצהיר כי הוא עומד בעקרונות הראויים לפעילות חברת ייעוץ המפורטים בנספח א' לחוזר זה;

<sup>3</sup> תקנות השקעות משותפות בנאמנות (השתתפות מנהל קרן באסיפת מחזיקים ובהצבעה לאישור הצעת רכש מיוחדת ומלאה ולאישור עסקה עם בעל ענין), התשי"א-2011.

ב. ההתקשרות עם הגורם המקצועי אושרה על-ידי דירקטוריון מנהל הקרן לאחר שבחן את כשירותו של הגורם המקצועי והשתכנע כי על פניו הוא עומד בעקרונות המפורטים בנספח א' לחוזר זה ;

ג. מנהל הקרן קבע מדיניות בדבר מידת ההסתמכות על המלצות ההצבעה של הגורם המקצועי והנסיבות בהן יסטה מהמלצות אלה, ונוהל לבחינת ההמלצות, הכוללים בין היתר התייחסות לעניינים אלה :

- מהותיות ההחזקות של מנהל הקרן בנייר הערך אליו מתייחסת ההצבעה ;
- פוטנציאל ההשפעה של נושא ההצבעה על הערך הכלכלי של ניירות הערך אליהם היא מתייחסת ;
- ניגוד עניינים פוטנציאלי בו נמצא הגורם המקצועי ביחס להחלטת ההצבעה, ככל שקיים ;
- ניגוד עניינים פוטנציאלי בו נמצא מנהל הקרן ביחס להחלטת ההצבעה, ככל שקיים ;
- נושאים בהם מבקש מנהל הקרן להחליט באופן שאינו עולה בקנה אחד עם מדיניות ההצבעה של הגורם המקצועי ;
- סדרי העבודה מול הגורם המקצועי, לרבות מועד קבלת ההמלצה, ונסיבות בהן יהיה צורך לקיים דיונים עם הגורם המקצועי או בדיקות אחרות לפני קבלת החלטה.

ד. מנהל הקרן מבצע בחינה עיתית בדבר עמידת הגורם המקצועי בעקרונות המפורטים בנספח א' לחוזר זה, וזכאי על פי הסכם ההתקשרות עמו לקבלת עדכונים שוטפים על שינויים מהותיים בעקרונות פעולתו ומקיים עמו פגישה לצורך אלה לפחות פעם בשנה.

ה. ככל שמנהל הקרן בוחר להסתייע בחברת ייעוץ בינלאומית, על דירקטוריון מנהל הקרן לבחון כי חלף התנאים הקבועים בסעיפים א', ב' ו-ד' לעיל, נעשית עבודתה לפי סטנדרטים מקובלים בפעילותה.

2. אין בהסתייעות בגורם מקצועי כדי לשנות את סיווגו של מנהל הקרן כבעל עניין אישי בהצעת החלטה לפי כל דין.

בברכה,

אבי לאור, עו"ד

### 3. עקרונות ראויים לפעילות חברות ייעוץ בנוגע להצבעה באסיפות כלליות

סגל הרשות רואה ערך רב בפעילות חברות הייעוץ נוכח היתרונות הגלומים בהן עבור הגופים המוסדיים: חברות הייעוץ הן בעלות מומחיות המאפשרת להם לקבל החלטה מושכלת בדבר אופן ההצבעה; הצבעה בהתאם להמלצה של גורם מקצועי ניטראלי, מהווה אמצעי להתמודדות במצבים בהם מנהל קרן מצוי בפרוטנציאל ניגוד עניינים; הסתייעות בחברות הייעוץ עשויה להוזיל 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 מתעצמים נוכח המבנה הריכוזי של שוק הייעוץ למוסדיים הנשלט נכון למועד כתיבת מסמך זה על ידי חברת אנטרופי שירותי מחקר כלכליים בע"מ (להלן: "אנטרופי").

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.

אופן ההסדרה של פעילות חברות הייעוץ הוא במתכונת של הסדרה עקיפה, המורכב משני נדבכים. האחד, עניינו בקביעת תנאים להתקשרות מנהל קרן עם חברת ייעוץ, אשר בהתקיימם חזקה כי מנהל הקרן עמד בחובת הנאמנות שלו כלפי העמיתים. השני, קביעת עקרונות ראויים לפעילות חברות הייעוץ אשר יחולו על חברות הייעוץ ויאכפו בעקיפין על ידי מנהלי הקרנות בהתקשרותם מול חברות הייעוץ.

אמנם הסדרה עקיפה מגבילה במידה מסוימת את המידה בה ניתן להסדיר את פעילות חברות הייעוץ, אך סגל הרשות סבור כי בשלב זה אין מקום להסדרה חקיקתית של חברות הייעוץ שכן האחריות לפיקוח על חברות הייעוץ מוטלת על הגופים המוסדיים מכוח חובתם כלפי העמיתים וכן השוק הינו דינאמי ומתפתח וטרם הצטבר ניסיון באשר לאופן פעילות חברות הייעוץ. אימוץ גישת ההסדרה העקיפה תואם את המודל הפיקוחי שאומץ במרבית המדינות המובילות בעולם ביחס להסדרת פעילות חברות הייעוץ, וכן מתיישב עם המלצות ועדת חמדני בסוגיה זו.

העקרונות במסמך 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.

מסמך העקרונות הראויים פורסם להערות ציבור ביום 21 במרץ 2013 ומפורסם כעת לסבב נוסף של הערות ציבור לאחר שנערכו בו מספר שינויים בעקבות הערות אלו. כמו כן מפורסמת טבלה המרכזת את הערות הציבור לעקרונות הראויים וכן את התייחסות סגל הרשות להערות אלו (מצ"ב כנספח א' למסמך זה).

נוכח מורכבות הנושאים שעל הפרק, וכיוון שהערות הציבור ניתנו מבלי לראות את כלל רכיבי ההסדרה, סגל הרשות סבור כי ראוי לפרסם את מסמך העקרונות הראויים להערות הציבור פעם נוספת כחלק ממערך ההסדרה הכולל המוצע על ידה.

## 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,<sup>4</sup> 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 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

<sup>4</sup> דו"ח הועדה לבחינת הצעדים הדרושים להגברת מעורבות הגופים המוסדיים בשוק ההון בישראל (ינואר 2008).



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

## 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) מתודולוגיה<sup>5</sup>

- 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. בעת הפניה לחברה הציבורית, חברת הייעוץ תידע את החברה הציבורית מיהם הגופים המוסדיים בשמם היא פונה. במקרה בו לא ניתנה לחברת הייעוץ גישה למידע הנדרש, או לא עמדו לרשותה האמצעים הנחוצים לשם קבלת המלצה, יובא הדבר לידיעת הגופים המוסדיים בהקדם האפשרי.
- 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 הצבעה<sup>6</sup>

- 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.

<sup>5</sup> במונח "מתודולוגיה" הכוונה היא למכלול הכללים, הפרוצדורות והנהלים המשמשים את חברת הייעוץ לצורך עבודתה.  
<sup>6</sup> 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.

ב. מדיניות ההצבעה תנוסח באופן שלא ימנע מחברת הייעוץ להפעיל שיקול דעת לצורך התחשבות בנסיבות המקרה הספציפי לגביו ניתנה ההמלצה. בין היתר, תוכל חברת הייעוץ להביא בחשבון את הנורמות הנהוגות בשוק בו פועלת החברה לגביה ניתנת ההמלצה, ובפרט כאשר מדובר בחברה הנסחרת גם בבורסות זרות.

ג. חברת הייעוץ תעשה מאמץ ליישם את מדיניות ההצבעה באופן שיטתי ועקבי, ביחס להצבעות בעלות מאפיינים דומים.

ד. 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 מהותיות של החברה שזימנה את האסיפה הכללית, ככל שהועברו לפני פרסום הדוח, בהתאם לסעיף 4(ג) להלן.
10. המלצה מנומקת 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. חברת הייעוץ לא תקשור המלצות בנושאים שונים המובאים לאסיפה הכללית שאין כל קשר ענייני ביניהם ולא תתנה בין המלצות שונות כאמור.

ג. דוח ההמלצה יימסר לגופים המוסדיים זמן מספק ולא פחות מ-5 ימי עסקים 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 המלצות 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 כיאות, 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 אנ יקל 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.

חברת הייעוץ תידע את הגוף המוסדי על קיומו של חשש לניגוד עניינים באופן שיאפשר לו להיערך להצבעה ללא המלצתה.

ניתנה המלצה על-ידי חברת הייעוץ במקרה בו יש חשש לניגוד עניינים זניח, תמסור חברת הייעוץ מדוע היא סבורה כי אין בניגוד העניינים זניח כדי להשפיע על המלצתה, 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 מהותי. ככל שמתקיים ניגוד עניינים זניח-לא מהותי 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 ניגודי עניינים שאנם זניחים מהותיים (לדוגמא: תשלום בגין שירותי הצבעה באסיפה כללית (proxy)).

(ו) מבלי לגרוע מכלליות האמור לעיל, חברת ייעוץ וחברות קשורות לא תקבלו 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). כמו-כן, חברת ייעוץ לא תיתן שירותים לחברה שזימנה את האסיפה הכללית בקשר עם נושא  
שתמליץ בעניינו (למשל, סיוע בהכנת תכנית תגמול שתובא לאסיפה הכללית).

#### 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. ככל שבכוונת  
חברת הייעוץ להמליץ נגד קבלת החלטה בנושא מסוים, תעשה מאמץ לקיים דיון עם החברה קודם  
למתן החלטה.

(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 האם התקיים קשר עם את הקשר שהיה לה עם חברה לקראת  
מתן המלצה בעניינה, לרבות האם התקיימו דיונים שקיימה עם החברה והאם נמסרו לה מסמכים  
שקיבלה ממנה או שהחברה סירבה למסור מסמכים שהתבקשה למסור, וכן האם מסמכים או  
הסברים שהחברה סירבה למסור היו לחברה; והסתיוגויות מהותיות שהיו לחברה מהמלצת חברת  
הייעוץ.

**הערות הציבור לעקרונות הראויים לפעילות חברות ייעוץ בנוגע להצבעה באסיפות כלליות**

עמדת הסגל	תוכן ההערה	נותן ההערה	סעיף ברשימה
<p><b>מוצע שלא לקבל את ההערה, מהטעמים הבאים:</b></p> <p>בעוד שסגל הרשות רואה לנכון לייצר אחידות רגולטורית, הרי שאחידות זו נכונה כאשר מדובר בפעילות ותחומי עיסוק שהינם זהים במהותם.</p> <p>היות ויש פערים בין פעילות ייעוץ ה-proxy לייעוץ בתחומים שונים, לא בהכרח נכון להחיל על מכלול תחומי הייעוץ את העקרונות הראויים שבמסמך שבנדון. בפרט באשר קיימת הסדרה חקיקתית נפרדת לחלק מסוגי הייעוץ (כדוגמת סעיף 17א לחוק הסדרת העיסוק בייעוץ השקעות, בשיווק השקעות ובניהול תיקי השקעות, התשנ"ה-1995).</p>	<p>יש לכלול תחת ההגדרה של "חברות ייעוץ למוסדיים" כל חברה המספקת ייעוץ למוסדיים בנושאים הקשורים ברגולציה הרלבנטית לפעילות ההשקעה שלהם בשוק ההון ולא רק את פעילות הייעוץ בתחומי הפרוקסי. לרבות, כמובן את בתי ההשקעות עצמם (כגון פסגות, IBI, איילון) ואולי אף אחרים, אשר מספקים ייעוץ פרוקסי לרבות שירותי הצבעה מלאים, ללקוחותיהם המוסדיים כחלק מהשירות המוענק להם במסגרת ניהול התיק הכולל. לעיתים רבות שירות הייעוץ בתחום הפרוקסי ללקוחות אלה, מטעם מנהלי התיקים, ניתן בהיעדר תמחור וכחלק מהשירות הכולל של ניהול ההשקעות בתיק המנוהל.</p>	<p><b>אנטרופי שירותי מחקר כלכלי</b></p>	<p><b>כללי</b></p>
<p><b>מוצע שלא לקבל את ההערה, מהטעמים הבאים:</b></p> <p>סגל הרשות סבור כי נוסח סעיף 1 לעקרונות הראויים פועל להסדרת סוגיה זו.</p>	<p>כיום ישנם מקרים בהם חברת הייעוץ מודיעה, שכיוון שאיננה מסוגלת לתת שירותים במקרה מסוים, המלצתה היא שלילית. תגובה כזו אינה מקובלת. חברת הייעוץ חייבת לפעול במסגרת לוח הזמנים הקבוע לקיום אסיפות כלליות ופרסום הדוחות הנדרשים.</p>	<p><b>איגוד החברות הציבוריות</b></p>	<p><b>סעיף 1: כשירות מקצועית של חברת הייעוץ ועובדיה</b></p> <p>(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</p>

**הערות הציבור לעקרונות הראויים לפעילות חברות ייעוץ בנוגע להצבעה באסיפות כלליות**

עמדת הסגל	תוכן ההערה	נותן ההערה	סעיף ברשימה
<p><b>מוצע שלא לקבל את ההערה, מהטעמים הבאים:</b></p> <p>חברות הייעוץ הוקמו מתוך צורך כלכלי של הגופים המוסדיים ונועדו לתת מענה לצורך זה. על כן, סגל הרשות סבור כי הוא אינו נדרש להתערב בסוגיית המימון של חברות הייעוץ או לדאוג לקיומם של מקורות מימון נאותים עבורן.</p> <p>אשר להסדרת חובות הגופים המוסדיים, ההערה רלבנטית לנדבך השני במתכונת ההסדרה של פעילות חברות הייעוץ שכן היא מתייחסת למישור של חובות הגופים המוסדיים בעת התקשרותם עם חברות הייעוץ. לגופו של עניין, בכוונת הרשות להסדיר את החובות המוטלות על הגופים המוסדיים בהתקשרותם עם חברות הייעוץ, ואלו יכללו בין היתר התייחסות לבחינת כשירות חברת הייעוץ.</p>	<p>מימון נאות הוא הכרחי בכדי להבטיח את איכות השירות שניתן על ידי חברות הייעוץ. עמידה בדרישות הכשירות המקצועית ובצורך בפעולה לפי מתודולוגיה סדורה ברמה מקצועית ראויה, מחייבת דאגה לקיומם של מקורות מימון נאותים.</p> <p>ככל שלא יתקבל פתרון מקיף לסוגיית המימון, מוצע לקבוע כי חובתו של הגוף המוסדי לוודא כי לרשות חברת הייעוץ עומדים המשאבים הנאותים כדי לעמוד במשימותיה בהתאם לטיוטת העקרונות הראויים. זאת על מנת למנוע מצב של "מרוץ לתחתית" באופן בו החברות הציבוריות יבחרו את חברת הייעוץ בהתבסס על שיקולי עלות בלבד, ומבלי להביא בחשבון את איכות השירותים המוענקים על ידי חברות אלה.</p>	<p><b>אנטרופי שירותי מחקר כלכלי</b></p>	<p>שירותים כאמור.</p> <p><b>(ב)</b> 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.</p> <p><b>(ג)</b> חברת הייעוץ תפרסם באתר האינטרנט שלה פירוט בעניינים האמורים, ותיענה לדרישות פירוט נוספות, ככל שיהיו, מגופים מוסדיים הנעזרים או שוקלים להיעזר בשירותיה.</p>
<p><b>מוצע לקבל את ההערה, מהטעמים הבאים:</b></p> <p>הזכויות למידע ולעיון במסמכי החברה מוסדרות בחוק החברות ומוקנות לבעלי מניות. אשר על כן, כאשר חברת ייעוץ פונה לחברה ציבורית בבקשה לקבלת מידע, מן הראוי כי תביא לידיעת החברה מיהם בעלי המניות בשם היא פונה (נכון למועד הגשת הבקשה).</p>	<p>לצורך קבלת מידע מהחברה, חברת הייעוץ באה בנעליה של המוסדיים, בעלי המניות, ששכרו את שירותיה. אין מניעה לספק הבהרות או נתונים על ידי החברה הציבורית לחברת הייעוץ, בתנאי שהם במסגרת הפורמאלית של דיני החברות ובתנאי שהחברה הציבורית מקבלת הודעה מחברת הייעוץ מי המוסדיים שלהם היא מייצעת בעניין הנדון.</p>	<p><b>איגוד החברות הציבוריות</b></p>	<p><b>סעיף 2 (א) ב: מתודולוגיה - קבלת מידע לצורך המלצה</b></p> <p>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.</p>
<p><b>מוצע שלא לקבל את ההערה, מהטעמים הבאים:</b></p> <p>חברות הייעוץ פועלות בשם בעלי המניות, ומשכך לא ראוי לאפשר להן</p>	<p>יש להעניק לחברות הייעוץ כלים פורמאליים שיאפשרו להן, בכפוף לחובת הסודיות ואיסור השימוש במידע פנים, לקבל לאחר דרישה מסמכים ונתונים מהחברה נשוא ההמלצה, בדרך שניתן היה לקבל מסמכים למשל טרם הגשת תביעה נגזרת ובהתאם להוראות סעיף 198א לחוק החברות, התשנ"ט-1999. ניתן להפנות מחלוקות שינבעו מהפעלת זכות זו לטריבונל</p>	<p><b>"הצלחה" - התנועה הצרכנית לקידום</b></p>	

הערות הציבור לעקרונות הראויים לפעילות חברות ייעוץ בנוגע להצבעה באסיפות כלליות

נספח א'

עמדת הסגל	תוכן ההערה	נותן ההערה	סעיף ברשימה
<p>זכויות עודפות על אלו המוקנות לפי חוק לבעלי המניות. אין גם מקום לייצר פערי זכויות במידע בין בעלי המניות המסתייעים בחברות הייעוץ לבין אילו שלא.</p>	<p>הקבוע כיום בחוק החברות (בית המשפט המחוזי) בהליך דיוני מהיר. באופן זה יוכלו חברות הייעוץ להתבסס על נתונים ומסמכים רבים ומגוונים יותר ולהוות חוצץ בין החברה לבין בעלי המניות בכל הנוגע לחשש של שימוש לרעה במידע על ידי בעל מניות מיעוט.</p>	<p>חברה כלכלית הוגנת</p>	
<p><b>מוצע שלא לקבל את ההערה, מהטעמים הבאים:</b></p> <p>בעוד שסגל הרשות סבור כי לא ראוי לאפשר לחברות הייעוץ נגישות למידע מהותי שאינו זמין לכלל בעלי המניות, לא נכון לייצר כלל גורף שאוסר על חברת הייעוץ לקבל מידע מהחברה הציבורית. זאת, כיוון שעל פי רוב חברות הייעוץ מבצעות בדיקות מקיפות יותר מאשר שאר בעלי המניות ומשכך עושות שימוש במידע – שגם אם יתר בעלי המניות יכולים לבקש אותו, הם אינם עושים כן. למעשה, כל דיון ישיר עם חברה ציבורית עשוי לגלם דגשים ומידע שאינו מופיע באותו האופן בדיווחי החברה.</p> <p>למותר לציין כי ככל שבמסגרת המגעים המוקדמים בין חברת הייעוץ לחברה הציבורית תמסור החברה הציבורית לחברת הייעוץ מידעים נוספים שהינם מהותיים ואשר עשויים להשפיע על קבלת החלטת ההצבעה, תידרש החברה הציבורית לפרסם את המידע האמור לכלל הציבור, עובר לאסיפה הכללית.</p>	<p>בבחינת דרכי הפעולה לגיבוש ההמלצה, אין לתת מידע עודף למי מבעלי המניות לרבות חברות הייעוץ. על הרשות להגדיר את המידעים אשר היו מונחים בפני דירקטוריון החברה בעת קבלת החלטתו ומן הראוי שיפורסמו לכלל בעלי מניותיה של החברה, וזאת לרבות חוות דעת, בדיקות נאותות וכיוצ"ב.</p>	<p>עמדה מחקר כלכלי</p>	



**הערות הציבור לעקרונות הראויים לפעילות חברות ייעוץ בנוגע להצבעה באסיפות כלליות**

עמדת הסגל	תוכן ההערה	נותן ההערה	סעיף ברשימה
<p><b>מוצע לקבל את ההערה, מהטעמים הבאים:</b></p> <p>סגל הרשות סבור כי בבואן של חברות הייעוץ לגבש המלצה ביחס להחלטה נתונה, עליהן לשקול גם את נסיבותיו של המקרה הספציפי לגביו ניתנת המלצה. לכן, הוחלט להוסיף סעיף הבהרה לפיו מדיניות ההצבעה של חברת הייעוץ תנוסח באופן שלא ימנע מחברת הייעוץ להפעיל שיקול דעת לצורך התחשבות בנסיבות המקרה הספציפי, לרבות לעניין הנורמות הנהוגות בשוק בו פועלת החברה לגביה ניתנת המלצה.</p>	<p>מוצע כי בצידה של מתודולוגיה סדורה ומפורטת המנחה את חברת הייעוץ במתן עצותיה במקרי מבחן מסוגים דומים, יוותר מרחב שיקול דעת הולם לשם שקלול והתחשבות בנתוני הפרטניים של המקרה המובא להצבעה וכי תתאפשר תנודתיות כלשהי במסגרת גבולות הגזרה שהוגדרו מתודולוגית בהתאם לנסיבות המקרה.</p> <p>הערה זו נעשית על רקע תלונות מצד חברות בשוק ההון המצביעות על דוגמתיות יתר של חברות הייעוץ והיצמדות לתבניות, נוסחאות וכללים אגב גיבוש המלצה ועל חשבון בחינת עובדות ומאפייני המקרה הנבחן, מאפייניו הפרטיים ונתוניו הייחודיים.</p>	<p><b>"הצלחה" - התנועה הצרכנית לקידום חברה כלכלית הוגנת</b></p>	<p><b>סעיף 2 (א) ג: סטייה ממתודולוגיה</b></p> <p>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.</p>
<p><b>מוצע שלא לקבל את ההערה, מהטעמים הבאים:</b></p> <p>המתודולוגיה לפיה פועלת חברת הייעוץ היא פנימית לחברת הייעוץ. לא נכון להטיל פיקוח על המתודולוגיה ו/או עדכונה אלא להותיר זאת למומחיות חברת הייעוץ.</p> <p>ממילא, סעיף 2(ד) למסמך העקרונות הראויים קובע כי על חברת הייעוץ לפרסם באתר האינטרנט שלה את עיקרי המתודולוגיה שלה באופן המאפשר פיקוח ציבורי.</p>	<p>רצוי כי תיקבע מסגרת מפורטת יותר לבחינה עתית של העקרונות המתודולוגיים וכי יתקיים נוהל מסודר בעניין זה. יש לתת את הדעת גם לכלי הפיקוח אודות קביעת המתודולוגיה ועדכונה וייתכן כי כדאי להמליץ בהקשר זה על ועדת מומחים בלתי תלויה אשר תאשר את המתודולוגיה שנקבעה ואת העדכונים בה ביחס לכל חברה וחברה.</p>	<p><b>"הצלחה" - התנועה הצרכנית לקידום חברה כלכלית הוגנת</b></p>	<p><b>סעיף 2 (א) ד: בחינת המתודולוגיה מעת לעת</b></p> <p>חברת הייעוץ תבחן מעת לעת את המתודולוגיה ואת הצורך בעריכת שינויים בה.</p>
<p><b>מוצע שלא לקבל את ההערה, מהטעמים הבאים:</b></p> <p>סגל הרשות אינו סבור שנכון לבצע</p>	<p>הערות כלליות לעניין קביעת מדיניות ההצבעה:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>התנגדות לקביעת כללים מראש על ידי חברת הייעוץ המחמירים מעבר לחוק החברות והתקנות, שכן זו למעשה מעין חקיקה המבוצעת על ידי גוף עסקי פרטי,</li> </ul>	<p><b>איגוד החברות הציבוריות</b></p>	<p><b>סעיף 2 (ב) א - קביעת מדיניות הצבעה</b></p> <p>חברת הייעוץ תקבע מדיניות הצבעה</p>

**הערות הציבור לעקרונות הראויים לפעילות חברות ייעוץ בנוגע להצבעה באסיפות כלליות**

עמדת הסגל	תוכן ההערה	נותן ההערה	סעיף ברשימה
<p>התערבות רגולטורית בעניין זה. גם כאשר קיים מונופול בשוק חברות הייעוץ, חובת האמונים עדיין מוטלת על הגופים המוסדיים והם שמכריעים האם להתקשר עם חברת ייעוץ כזו או אחרת ואם בכלל. לגופים אלו גם יש אינטרס כלכלי שאמור להנחות אותם לפעול לטובת החברות.</p> <p>אף לא מדובר במונופול של ממש, שכן הגופים המוסדיים אינם מחויבים להסתייע בחברות הייעוץ. כמו כן, גם בחו"ל מקובל לראות דומיננטיות של חברת ייעוץ אחת בשוק זה.</p> <p>בנוסף, במרבית הנושאים הוראות החוק אינן יורדות לרזולוציות גבוהות והשוק הוא שנדרש לצקת תוכן להוראות אלו. לכן, במקרים אלו לא ניתן לקבוע כי כללים מסוימים מחמירים או מקלים ביחס לדרישות החוק והתקנות.</p>	<p>שאיננה עומדת במנגנוני החקיקה והתקינה המקובלים. אין מניעה שכל גוף פרטי יקבע לעצמו את מדיניות ההצבעה, ואין מניעה שיפעל לפיה בכפוף לכללי ההגיונות בחוק החברות. אך כשגוף פרטי מונופוליסטי מפעיל ומכתיב נורמות שהוא קבע - זו כבר מעין אסדרה מונופוליסטית, שלא עברה הליכי חקיקה ותקינה מסודרים.</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>▪ השימוש בחברת ייעוץ אחת על ידי מספר גופים מוסדיים, במיוחד כשחברת הייעוץ היא דומיננטית בשוק הייעוץ למוסדיים לקראת אסיפות כלליות, מעלה סוגיות מתחום ההגבלים העסקיים, גם בתחום של הסדר כובל וגם בתחום של ניצול לרעה של מונופול. על הרשות לבחון תופעות אלו ולקבוע סייגים שימנעו מונופול בשוק הייעוץ למוסדיים לקראת אסיפות כלליות ואף יעודדו תחרות בשוק זה.</li> <li>▪ קיום שימוע ציבורי או קבלת משוואה בעלי חשיבות אך בתנאי שאין זו לגיטימציה לחקיקת-על על ידי חברת הייעוץ, החורגת מגדר החוק.</li> </ul>		<p>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 משוואה מהחברות הנסחרות קודם לקביעת מדיניות ההצבעה.</p>
<p><b>מוצע שלא לקבל את ההערה, מהטעמים הבאים:</b></p> <p>סגל הרשות סבור שרצוי לקיים הליך שימוע ציבורי (לרבות משוואה) משהחברות הנסחרות קודם לקביעת מדיניות ההצבעה, אשר יכול לטייב את המדיניות. נוסח הסעיף משקף תפיסה זו.</p>	<p>מוצע לשנות את הסיפא של הסעיף כך שיהיה רשום "בנוסף לכך תכלול חברת הייעוץ הסבר באשר לאופן גיבושה של מדיניות ההצבעה, ובכלל זה אם התקיים הליך היועצות עם גופים מוסדיים בטרם קביעת המדיניות כאמור". זאת, שכן אין מקום לקיים הליך שימוע או קבלת משוואה ביחס למדיניות ההצבעה מול החברות הנסחרות עצמן.</p>	<p align="center"><b>הראל חברה לביטוח</b></p>	

**הערות הציבור לעקרונות הראויים לפעילות חברות ייעוץ בנוגע להצבעה באסיפות כלליות**

עמדת הסגל	תוכן ההערה	נותן ההערה	סעיף ברשימה
<p><b>מוצע שלא לקבל את ההערה, מהטעמים הבאים:</b></p> <p>ציון פרטי האחראי בדו"ח ההמלצה משרת שתי מטרות. האחת, לתת לגופים המוסדיים כתובת לשאלות, הערות וכיו"ב. השניה, להגביר את תחושת האחריות של האנליסטים ביחס להמלצות הניתנות על ידם, שכן יידרשו לתת עליהן דין וחשבון.</p> <p>היות ודו"ח ההמלצה נמסר לגופים המוסדיים, ולא לחברות הציבוריות, סגל הרשות סבור כי ממילא הסיכון שהדבר יוביל להפעלת לחצים מצד החברות על האנליסטים הינו נמוך, ואינו מצדיק את ביטול הסעיף והמטרות אותן נועד לשרת.</p>	<p>מוצע למחוק את הסעיף שכן ציון פרטי האחראי לדוח והאנליסטים שהשתתפו בקביעת ההמלצה בדו"ח ההמלצה עלול להיות פתח להפעלת לחצים מצד החברות על האנליסטים. נכון יותר שהדוח יהיה של הגוף המייעץ ולא של אינדיבידואלים בו.</p>	<p><b>הראל חברה לביטוח</b></p>	<p><b>סעיף 2 (ג) א 1 - דו"ח ההמלצה לגופים המוסדיים</b></p> <p>דוח ההמלצה ייערך ככל הניתן במתכונת קבועה, הכוללת בין היתר את הפירוט הבא:</p> <p>פרטי האחראי לדוח והאנליסטים שהשתתפו בקביעת ההמלצה</p>
<p><b>מוצע לקבל את ההערה, מהטעמים הבאים:</b></p> <p>הזכות לקבלת המידע היא של בעלי המניות וכך גם הזכות להפעיל את כל האמצעים העומדים לרשותם ככל שהחברה הציבורית מסרבת לחשוף את המידע. אי לכך, ראוי כי כאשר חברה ציבורית מסרבת למסור מסמכים מסוימים, אשר חברת הייעוץ סבורה שיש בהם רלבנטיות, חברת הייעוץ תעדיכן את הגופים המוסדיים בעניין בסמוך למועד ההתרחשות.</p>	<p>ככל שנבצר מחברת הייעוץ לקבל או להשיג מסמכים, על חברת הייעוץ לפנות למוסדיים בטרם גיבוש המלצה סופית ובטרם פרסום הדו"ח, על מנת שהמוסדיים יוכלו לעשות שימוש בזכותם כבעלי מניות (או כמחזיקי אגרות חוב) לפעול לקבלת המסמכים. במקרי קיצון המוסדיים יוכלו לשקול הגשת הליך משפטי לצורך חשיפת המסמכים.</p>	<p><b>איגוד קופות הגמל (באמצעות ארנון שגב ושות', משרד עורכי דין)</b></p>	<p><b>סעיף 2 (ג) א 2 - דו"ח ההמלצה לגופים המוסדיים</b></p> <p>דוח ההמלצה ייערך ככל הניתן במתכונת קבועה, הכוללת בין היתר את הפירוט הבא:</p> <p>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, יינתן גילוי לעובדה זו בציון הסיבה לכך;</p>

**הערות הציבור לעקרונות הראויים לפעילות חברות ייעוץ בנוגע להצבעה באסיפות כלליות**

עמדת הסגל	תוכן ההערה	נותן ההערה	סעיף ברשימה
<p><b>מוצע שלא לקבל את ההערה, מהטעמים הבאים:</b></p> <p>חובת הפירוט בדבר ניגודי עניינים מנוסחת כעת באופן רחב, ומתייחסת לכלל ניגודי העניינים הפוטנציאליים. אין מקום לפרט ביחס לניגודי העניינים כמבוקש היות ומדובר בדוגמאות בלבד, והוספתן עלולה לפגוע בפרשנות הנכונה של הסעיף.</p>	<p>יש להרחיב את החובה של חברת הייעוץ בעניין פירוט בדבר ניגוד עניינים, בשני עניינים:</p> <p>(1) קשרים קודמים עם החברה ו/או בעל השליטה בה;</p> <p>(2) להצהיר כי חברת הייעוץ לא קיבלה (או כן קיבלה) טובת הנאה מהחברה ו/או מבעל השליטה, זאת בדומה ל"מבחן הקשרים העסקיים" (זיקה) לעניין הקשר בין המנפיק לחברת הייעוץ.</p>	<p><b>איגוד קופות הגמל (באמצעות ארנון שגב ושות', משרד עורכי דין)</b></p>	<p><b>סעיף 2 (ג) (8) - דו"ח ההמלצה לגופים המוסדיים</b></p> <p>דוח ההמלצה ייערך ככל הניתן במתכונת קבועה, הכוללת בין היתר את הפירוט הבא:</p> <p>פירוט בדבר ניגודי עניינים פוטנציאליים של חברת הייעוץ, והאופן בו התמודדה עימם.</p>
<p><b>מוצע שלא לקבל את ההערה, מהטעמים הבאים:</b></p> <p>פרסום ההמלצות הספציפיות שנתנה חברת הייעוץ לגופים המוסדיים לאחר מועד האסיפה הכללית נועד לאפשר שקיפות וביקורת ציבורית על המלצות חברות הייעוץ. סגל הרשות סבור כי פרסום כאמור חיוני והכרחי נוכח ההסתייעות ההולכת וגוברת של הגופים המוסדיים בחברות הייעוץ.</p> <p>פרסום המלצות חברות הייעוץ, לאחר שנערכה האסיפה הכללית, מצמצמת באופן מהותי את הפגיעה הפוטנציאלית בקניין חברות הייעוץ, שכן לא ניתן לעשות בהן שימוש לאחר שהתקיימה האסיפה לגביהן ניתנה ההמלצה.</p>	<p>המלצות הגוף המייעץ הינן כלי תומך החלטה, ואינן באות להחליף את שיקול דעתו העצמאי של הגוף המוסדי. חוות דעת אלו הינן בבחינת קניינה של חברת הייעוץ ונועדו ללקוחות הגוף המייעץ בלבד אשר רוכש שירותי מחקר אלו. עמדה זו עולה בקנה אחד עם הפרקטיקה המקובלת ביותר גופי הייעוץ המובילים בעולם, אשר אינם מפרסמים אף הם את המלצותיהם לציבור.</p>	<p><b>עמדה מחקר כלכלי</b></p>	<p><b>סעיף 2 (ד) - פרסום המתודולוגיה, מדיניות ההצבעה והמלצות ספציפיות</b></p> <p>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.</p>

**הערות הציבור לעקרונות הראויים לפעילות חברות ייעוץ בנוגע להצבעה באסיפות כלליות**

עמדת הסגל	תוכן ההערה	נותן ההערה	סעיף ברשימה
<p><b>מוצע לקבל חלקית את ההערה מהטעמים הבאים:</b></p> <p>סגל הרשות סבור כי ככלל, על חברת הייעוץ להימנע ממתן המלצה במקרה בו יש חשש לניגוד עניינים.</p> <p>עם זאת, ראוי להתיר פתח למקרים בהם קיים ניגוד עניינים זניח במהותו, אשר ניתן לטפל בו בקלות. הדבר מתיישב אף עם גישת המחוקק (ראה למשל: לעניין כשירות לכהונה כדירקטור חיצוני, סעיף 240(ו) לחוק החברות).</p> <p>על כן, על אף האיסור הגורף על מתן המלצה בניגוד עניינים, ככל שחברת הייעוץ מבקשת לתת המלצה במקרה בו יש חשש לניגוד עניינים, עליה לנמק מדוע היא סבורה כי אין בניגוד העניינים כדי להשפיע על המלצתה, ואם נקטה אמצעים לטיפול בו ככל שהיה צורך בכך.</p>	<p>מתנגדים למתן ייעוץ על ידי חברת הייעוץ במקרים בו מתקיים ניגוד עניינים של חברת הייעוץ, עובדיה, נושאי משרה בה, או בעל עניין בה העלול לשבש את פעולת הייעוץ.</p>	<p><b>איגוד החברות הציבוריות</b></p>	<p><b>סעיף 3 (ג) - מגבלות על ניגודי עניינים</b></p> <p>חברת הייעוץ תימנע ממתן המלצה במקרה בו יש חשש לניגוד עניינים שאינו זניח.</p> <p>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.</p>
<p><b>מוצע לקבל חלקית את ההערה, מהטעמים הבאים:</b></p> <p>סגל הרשות סבור כי ככלל, על חברת הייעוץ להימנע ממתן המלצה במקרה בו יש חשש לניגוד עניינים.</p> <p>עם זאת, ראוי להתיר פתח למקרים בהם קיים ניגוד עניינים זניח במהותו, אשר ניתן לטפל בו בקלות. הדבר מתיישב אף עם גישת המחוקק (ראה למשל: לעניין כשירות לכהונה כדירקטור חיצוני, סעיף 240(ו) לחוק החברות).</p> <p>לשיטת סגל הרשות אין לראות בגילוי של חברות הייעוץ בדבר ניגוד העניינים כמספק על מנת למנוע מתן</p>	<p>מוצע לקבוע כי חברת הייעוץ תימנע ממתן המלצה במקרה בו יש חשש לניגוד עניינים רק ככל שמדובר על ניגוד עניינים מהותי. וזאת שכן לאור הגילוי שממילא חברת הייעוץ צריכה לתת על כל ניגוד עניינים, לא נכון לאפשר לה לא להעניק לגופים המוסדיים את השירות במקרים שבהם ניגוד העניינים אינו מהותי, והגופים המוסדיים הם אלו שנכון שישקלו האם לאור ניגוד העניינים שצוין, עליהם לעשות בחינה עצמאית של הנושא או שניתן להסתמך על חוות הדעת של חברת הייעוץ.</p> <p>בנוסף, מוצע לבטל את הסיפא של הסעיף.</p>	<p><b>הראל חברה לביטוח</b></p>	

הערות הציבור לעקרונות הראויים לפעילות חברות ייעוץ בנוגע להצבעה באסיפות כלליות

עמדת הסגל	תוכן ההערה	נותן ההערה	סעיף ברשימה
<p>המלצות בניגוד עניינים. זאת בין היתר היות ולעתים הגילוי עלול להיות בלתי מספק, או שהגופים המוסדיים עלולים להחליט כי ניגוד עניינים מסוים אינו מהותי על אף שבפועל היה בו כדי להשפיע על ההמלצה.</p> <p>סגל הרשות סבור כי ישנם שני סוגים של ניגודי עניינים אשר בהתקיימם ראוי להחיל איסור גורף על מתן המלצה, כמפורט בסעיף 3(ו) לעקרונות הראויים. האחד, מקום בו חברת הייעוץ גובה תשלום מהחברות הנסחרות בגין העבודה הכרוכה במתן המלצה כאמור (אלא בנסיבות חריגות). השני, מקום בו חברת הייעוץ מספקת לחברה הנסחרת שירותים הקשורים לנושא שעומד על סדר יומה של האסיפה הכללית, אשר בענייניו היא נדרשת להמליץ.</p> <p>אשר ליתר המקרים, ככל שחברת ייעוץ מבקשת לתת המלצות במקרים בהם היא מצויה בחשש לניגוד עניינים, הנטל הוא עליה להסביר מדוע לא היה בניגוד עניינים זה כדי להשפיע על המלצתה וכדי למנוע ממנה את מתן ההמלצה.</p>			
<p><b>מוצע לקבל חלקית את ההערה, מהטעמים הבאים:</b></p> <p>סגל הרשות סבור כי נכון לקבוע רף מהותיות ביחס לניגודי העניינים. כלומר, לקבוע כי חברות הייעוץ יהיו מנועות מלעסוק בפעילות אחרת העלולה ליצור ניגוד עניינים ככל שמדובר בנסיבות בהן מתעורר ניגוד עניינים מהותי (להבדיל מניגוד עניינים שאינם זניח, כפי שנוסח</p>	<p>יש לשנות סעיף זה בשני היבטים:</p> <ol style="list-style-type: none"> <li>1. להבהיר כי גם מקום שבו עלול להיווצר ניגוד עניינים עקב פעילות נוספת של חברת הייעוץ, חברת הייעוץ רשאית להתמודד עם ניגוד זה על ידי הימנעות ממתן המלצות באותן נסיבות שבהן נוצר חשש לניגוד עניינים עם הפעילות הנוספת. קרי, יש להבהיר כי האיסור על פעילות נוספת חל רק בהנחה שחברת הייעוץ מעניקה המלצות עבור לקוחותיה המוסדיים במקרים שבהם קיים ניגוד עניינים כאמור.</li> <li>2. יש לצמצם את ההתייחסות לעיסוקים נוספים כך שתחול רק על נסיבות שבהן עלול להתעורר ניגוד עניינים מהותי, תוך נקיטת מגוון אמצעים על מנת להתמודד עם החשש מפני ניגוד עניינים שאינם מהותי. לגבי פעילות של חברות קשורות מול חברות</li> </ol>	<p><b>אנטרופי שירותי מחקר כלכלי</b></p>	<p><b>סעיף 3 (ד) - מגבלות על ניגודי עניינים</b></p> <p>חברת הייעוץ וחברות קשורות שלה, בעל השליטה בה וחברות בשליטתו, לא יעסקו בפעילות אחרת העלולה ליצור ניגוד עניינים שאינם זניח. ככל שמתקיים ניגוד עניינים זניח בין פעילות חברת הייעוץ במתן המלצות לגופים מוסדיים, ובין פעילויות אחרות כאמור, תתקיים הפרדה</p>

**הערות הציבור לעקרונות הראויים לפעילות חברות ייעוץ בנוגע להצבעה באסיפות כלליות**

עמדת הסגל	תוכן ההערה	נותן ההערה	סעיף ברשימה
קודם לכן).	ציבוריות, הגם שפעילות זו עלולה להיות מהותית, מוצע כי הסיקור עבור אסיפות כלליות של חברות ציבוריות אלה תבוצענה על ידי חברת הייעוץ תוך יצירת חומות סיניות ובכללם כללי ממשל תאגידי מחמירים.		מוחלטת בין הפעילויות השונות ("חומות סיניות"), באופן שפעילות הייעוץ לא תושפע מפעילויות אחרות.
<p><b>מוצע לקבל חלקית את ההערה, מהטעמים הבאים:</b></p> <p>סגל הרשות סבור כי נכון לקבוע רף מהותיות ביחס לניגודי העניינים. כלומר, לקבוע כי חברות הייעוץ יהיו מנועות מלעסוק בפעילות אחרת העלולה ליצור ניגוד עניינים ככל שמדובר בנסיבות בהן מתעורר ניגוד עניינים מהותי (להבדיל מניגוד עניינים שאינו זניח, כפי שנוסח קודם לכן).</p> <p>עם זאת, ביחס לחובה לקיים הפרדה מוחלטת בין הפעילויות, סגל הרשות סבור כי נכון לחייב הפרדה כאמור לא רק כל אימת שמתקיים ניגוד עניינים דרך קבע. לעניין זה, ניגוד עניינים הנוגע להמלצה ספציפית יכול להיות חמור יותר מניגוד עניינים קבוע.</p>	יש לאסור על חברות הייעוץ לעסוק בפעילות אחרת העלולה ליצור ניגוד עניינים רק ככל שמדובר על ניגוד עניינים בדרך קבע, ולא על כל ניגוד עניינים שאינו זניח. בנוסף, מוצע כי יהיה על חברות הייעוץ לקיים הפרדה בין פעילותיהן רק במקום בו קיים ניגוד עניינים בדרך קבע, ולא בכל מקום שבו מתקיים ניגוד עניינים זניח.	<b>הראל חברה לביטוח</b>	
<p><b>מוצע לקבל חלקית את ההערה, מהטעמים הבאים:</b></p> <p>סגל הרשות סבור כי נכון לקבוע רף מהותיות ביחס לניגודי העניינים. לכן, מוצע לקבוע כי חברת ייעוץ תהיה רשאית לקבל תשלומים מגופים מוסדיים בגין שירותים אחרים, כל עוד אין בכך ליצור ניגודי עניינים מהותיים (להבדיל מניגודי</p>	<p>השירותים האחרים אותם מספקת אנטרופי מחקר כיום כוללים שירותי ניהול חוב ואנליזות לעמידה בהנחיות ועדת חודק וכן שירותי דירוג ממשל תאגידי. לדעתנו, מתן שירותים אלה אינו יוצר חשש לניגודי עניינים בגיבוש המלצות הצבעה. החשש לניגוד עניינים עקב פעילות אנטרופי מחקר עולה רק מקום בו מדובר בלקוח מהותי של אנטרופי מחקר (בין אם הוא מקבל שירותי הצבעה ובין אם הוא מקבל שירותים אחרים) אשר הינו גם חברה ציבוריות לגביו מתבקשת המלצה של אנטרופי מחקר.</p> <p>לגישת אנטרופי, הדרך הנאותה להתמודד עם החשש מפני ניגוד עניינים במקרה של לקוח שאינו מהותי היא אימוץ וולנטרי של כללי ממשל תאגידי מחמירים.</p>	<b>אנטרופי שירותי מחקר כלכלי</b>	<p><b>סעיף 3 (ה) - מגבלות על ניגודי עניינים</b></p> <p>מלבד התשלומים בגין שירותי הייעוץ, חברת ייעוץ תהיה רשאית לקבל תשלומים מגופים מוסדיים בגין שירותים אחרים, כל עוד אין בכך ליצור ניגודי עניינים שאינם זניחים (לדוגמא: תשלום בגין שירותי הצבעה באסיפה כללית (proxy)).</p>

**הערות הציבור לעקרונות הראויים לפעילות חברות ייעוץ בנוגע להצבעה באסיפות כלליות**

**נספח א'**

עמדת הסגל	תוכן ההערה	נותן ההערה	סעיף ברשימה
<p>עניינים שאינם זניחים, כפי שנוסח קודם לכן).</p>			
<p><b>מוצע שלא לקבל את ההערה, מהטעמים הבאים:</b></p> <p>סגל הרשות סבור כי גביית תשלום של חברות הייעוץ מהחברות הציבוריות מקימות איתם חשש לניגודי עניינים מובנים ומשכך לא רואה לנכון להסדיר אפשרות תשלום של החברות הציבוריות. תחת זאת, קיימות נסיבות חריגות (שהן בבחינת החריג לכלל), במסגרתן ראוי להתיר תשלום כאמור. נסיבות חריגות אלו יתקיימו מטבע הדברים במקרים בהם מנוטרל החשש מניגודי עניינים (למשל כאשר התשלום מהחברה הציבורית מועבר במלואו לידי גוף שלישי).</p>	<p>מתנגדים לאפשרות קבלת תשלום מהחברות הציבוריות גם בנסיבות חריגות. חברת הייעוץ נשכרת על ידי המוסדיים ושכר הטרחה צריך שיכוסה על ידי המוסדיים בלבד.</p>	<p><b>איגוד החברות הציבוריות</b></p>	<p><b>סעיף 3 (ו) - מגבלות על ניגודי עניינים</b></p> <p>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).</p>
<p><b>מוצע שלא לקבל את ההערה, מהטעמים הבאים:</b></p> <p>חובת הגילוי בדבר ניגודי עניינים מוסדרת בסעיף 2(ג) א' 8 למסמך העקרונות הראויים.</p>	<p>יש להוסיף התייחסות להיבטים נוספים של קבלת טובות הנאה מהחברות, כגון מימון טיסות, שהיות בחו"ל וכדומה. ככל שהתקבל תשלום כלשהו מהחברות, לרבות ב"נסיבות חריגות" שפורטו בסעיף, או ניתנו טובות הנאה, יהיה על חברת הייעוץ לפרט את הסכום שהתקבל ובגין מה התקבל, וכן לתת לכך גילוי מלא בדוח ההמלצה לגופים מוסדיים.</p>	<p><b>איגוד קופות הגמל (באמצעות ארנון שגב ושות' משרד עורכי דין)</b></p>	



הערות הציבור לעקרונות הראויים לפעילות חברות ייעוץ בנוגע להצבעה באסיפות כלליות

עמדת הסגל	תוכן ההערה	נותן ההערה	סעיף ברשימה
<p><b>מוצע שלא לקבל את ההערה, מהטעמים הבאים:</b></p> <p>סגל הרשות סבור כי קשירת מהלך הייעוץ בקבלת תשלום מהחברות הציבוריות יוצרת ניגוד עניינים, העלול לפגוע בתפקידה של חברת הייעוץ כשלוח של הגופים המוסדיים ואף בטיב המלצותיה. חשש לקיומו של ניגוד עניינים כאמור עלול להיתפס גם כבעל השפעה שלילית על יושרת הליך ההצבעה, אף אם לא התמשש בפועל.</p> <p>אשר למנגנוני התשלום שהוצעו, חברות הייעוץ הוקמו מתוך צורך כלכלי של הגופים המוסדיים ובשל כך שהן פועלות להוזלת עלויות עבורם. גם מטעם זה, סגל הרשות אינו סבור כי הוא נדרש להתערב בסוגיה זו או לפעול להסדרת קבלת תשלום מהחברות הציבוריות.</p> <p>ממילא, מנגנון התגמול המוצע לסיקור האנליטי אינו ניתן ליישום ביחס לחברות הייעוץ. בעניינן של חברות הייעוץ החשש הוא כי תשלום רק מצד חלק מהחברות יוביל לאפלייתן לטובה (למשל, בדרך של קיום דיון מקדמי). זאת ועוד, אם לא יינתן גילוי לזהות החברות שהסכימו לשלם בגין הייעוץ, לא יהיה לאף חברה תמריץ להצטרף למעגל התשלומים.</p>	<p>מימון נאות הוא הכרחי בכדי להבטיח את איכות השירות שניתן על ידי חברות הייעוץ. יש אפוא לתת את הדעת לכך במסגרת בחינת עקרונות הפעולה של חברות הייעוץ.</p> <p>מוצע לשקול מנגנון "תיווך", לפיו המימון לפעילות חברות הייעוץ יבוצע על ידי החברות הציבוריות ב"תיווך" הבורסה (בדומה למנגנון שהוצע ביחס לסיקור האנליטי).</p> <p>לחילופין, בהיעדר פתרון מקיף ויסודי לבעיית המימון, אנטרופי סבורה כי ניתן לקבוע מנגנונים שיאפשרו גביית תשלום מהחברות הציבוריות באופן שיסיר את החשש מקיומם של ניגודי עניינים, קרי מהחשש להטיית ההצבעה בשל התשלום על ידי החברות. למשל, באמצעות המנגנון אותו ביקשה אנטרופי להנחיל של גביית עמלה שנקבעה בהתאם להון העצמי של החברה הציבורית, ואשר משולמת מראש עבור כלל האסיפות שתזומנה בשנה קלנדארית. ככל שניתן יהיה לחייב את כלל החברות הציבוריות לשלם תשלום זה, יהיה בכך לצמצם עוד יותר את ניגודי העניינים הקיימים. אפשרות גביית תשלום מהחברות הציבוריות תאפשר לחברות הייעוץ:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>▪ קיום דיאלוג מתמשך ומעמיק עם החברות המשלמות ובכך לשפר את איכות ומקצועיות הטיפול הניתן על ידי חברות הייעוץ לטובת המשקיעים מהציבור והחברות כאחת.</li> <li>▪ קיומו של מודל עסקי נכון ובריא אשר יבטיח את חזקת חברת הייעוץ ויכולת העמידה שלה בלחצים ודרישות מקצועיות אל מול החברות ויועציהן.</li> </ul> <p>נכון דורשת הרשות כי יחול איסור על חברות הייעוץ לרבות בעל השליטה להיות בחשש לניגוד עניינים. בשים לב, כי על חברות הייעוץ חלה החובה לפעול בהיעדר ניגוד עניינים, כפועל יוצא מכך, לפעול רק כיועצים לגופים המוסדיים, הרי לאור היקפו המוגבל של שוק הייעוץ ועל מנת לעודד גופים נוספים לפעול, אנו בדעה כי על הרשות לבוא ולהסדיר את נושא המימון של פעילות זו.</p>	<p><b>אנטרופי שירותי מחקר כלכלי</b></p> <p><b>עמדה מחקר כלכלי</b></p>	
<p><b>מוצע לקבל חלקית את ההערות, כדלקמן:</b></p> <p>הערות 1, 2 ו-6 אינן רלבנטיות</p>	<p>קשר של חברת הייעוץ עם החברה הציבוריות לקראת האסיפה הכללית הוא חיוני ויש לראותו כחלק בלתי נפרד מפעולת הייעוץ. משכך מבקשים להכניס תיקונים לחוק, כדלקמן:</p> <p>1. המשקיעים המוסדיים יחויבו לדווח דיווח מיידי לחברה בדבר החזקותיהם בניירות</p>	<p><b>איגוד החברות הציבוריות</b></p>	<p><b>סעיף 4 (א) - קשר עם חברה לקראת מתן המלצה בעניינה</b></p> <p>איך מניעה כי במסגרת עבודתה תהיה</p>

**הערות הציבור לעקרונות הראויים לפעילות חברות ייעוץ בנוגע להצבעה באסיפות כלליות**

עמדת הסגל	תוכן ההערה	נותן ההערה	סעיף ברשימה
<p>למסמך העקרונות הראויים שכן עוסקות בחובות כלליות שיש להטיל על הגופים המוסדיים. הערה 2 מקבלת מענה מסוים במסגרת התיקון שבוצע בעקרונות הראויים לפיו בעת הפניה לחברה הציבורית, חברת הייעוץ תיידע את החברה הציבורית מיהם הגופים המוסדיים בשמם היא פונה. <b>מכל מקום, הערות אלו אינן רלבנטיות למסמך דנא, ומוצע לדחותן.</b></p> <p><u>הערה 4</u> - סגל הרשות סבור כי ראוי שההמלצה הניתנת על ידי חברות הייעוץ במסגרת דו"ח ההמלצה תהיה מנומקת. <b>לכן, מוצע לקבל את ההערה.</b></p> <p><u>הערות 3 ו-5</u>: הערות אלו מקימות חובות של חברות הייעוץ כלפי החברות הציבוריות, לצורך שירות החברות הציבוריות. היות וחברת הייעוץ נועדה לשרת את הגוף המוסדי, הוא הגוף שמשלם בגין השירות - לא ראוי להטיל את החובות המבוקשות על חברות הייעוץ. <b>לכן, מוצע לדחות את ההערה.</b></p>	<p>הערך שלה (כמו בעלי עניין) בלי קשר לשיעור החזקתם. באופן זה חברות תדענה מי בעלי ניירות הערך המוסדיים שלהן, שיעור החזקתם, ותוכלנה לבוא אתם בדברים במידת הצורך.</p> <p>לעניין זה: מציעים לשקול מחדש את חיוב הגוף המוסדי להשתתף באסיפות כלליות ולקבוע חובת השתתפות המותנה בהחזקה בשיעור מינימאלי של 0.5% מהון החברה הציבוריות. במקביל, חובת הדיווח המיידית בדבר החזקתו תחול רק משיעור זה.</p> <p>2. סמוך לאחר פרסום דיווח של החברה הציבוריות, בדבר אסיפה כללית, שעל סדר יומה נושאים בהם ניתנו זכויות הצבעה מיוחדות למוסדיים - יודיעו המוסדיים לחברה אם מינו חברת ייעוץ ומי היא. המוסדיים גם יודיעו לחברה הציבורית שם וטלפון של נושא המשרה בגוף המוסדי איתו ניתן לדון בנושא האסיפה.</p> <p>3. המגעים עם החברה הציבוריות יתקיימו או לפני פרסום הדוח על האסיפה או בהקדם האפשרי לאחר פרסומו.</p> <p>4. חברת הייעוץ תחויב להסביר את נימוקיה אם היא ממליצה להצביע "נגד" להצעת ההחלטה של החברה.</p> <p>5. במקרה של ייעוץ להצביע "נגד" לבקשת החברה, חברת הייעוץ תודיע מהם הנתונים שבהתקיימם היא תמליץ לתמוך בהחלטה.</p> <p>6. עמדת הגוף המוסדי בהצבעה תימסר לחברה לא יאוחר מ-72 שעות לפני מועד האסיפה.</p>		<p>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.</p>
<p><b>מוצע שלא לקבל את ההערה, מהטעמים הבאים:</b></p> <p>הכלל המנוסח בסעיף 4(ב) נועד לשפר את הליך קבלת ההחלטות של חברת הייעוץ. בהתחשב בכך שחברת ייעוץ מייצגת מספר רב של בעלי מניות והמלצתה עשויה לפיכך להביא להכרעה באסיפה, יש חשיבות לדעת סגל הרשות כי תפעל באופן הוגן כלפי החברה (מבלי שהדבר יגרע</p>	<p>יש לבחון את הניסוח ביחס לחובת חברת הייעוץ להעניק "הזדמנות ראויה" לחברות הציבוריות להביע עמדתן. הפרקטיקה הנוכחית של אנטרופי הינה להעביר התייחסות מפורטת לחברה הציבורית לאחר זימון האסיפה ולאפשר לה להגיב במייל או בפגישה פרונטאלית, לפי העניין. במקרים סבוכים אנטרופי נוהגת אף להיפגש עם נציגי החברה טרום זימון האסיפה. עם זאת, יש לזכור כי היקף השירות נקבע בסופו של דבר על ידי הגופים המוסדיים - הלקוחות, ובא לידי ביטוי בהיקף המימון. כמו-כן, הערוץ המרכזי עבור חברה ציבורית המעוניינת לשכנע את המצביעים הוא כתב ההצבעה שעליה לפרסם לקראת האסיפה הכללית. קיים חשש כי חברות אשר דעתן לא נוחה מהמלצה של חברת ייעוץ להתנגד להצעתן ינצלו לרעה קביעה זו.</p>	<p><b>אנטרופי שירותי מחקר כלכלי</b></p>	<p><b>סעיף 4 (ב) - קשר עם חברה לקראת מתן המלצה בעניינה</b></p> <p>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 באמנות מידה שוויוניות, תיתן הזדמנות</p>

**הערות הציבור לעקרונות הראויים לפעילות חברות ייעוץ בנוגע להצבעה באסיפות כלליות**

עמדת הסגל	תוכן ההערה	נותן ההערה	סעיף ברשימה
<p>כמובן מיכולתה להמליץ נגד ההצעה (של סדר היום).</p>	<p>לא נכון לקבוע חובות אשר תוטלנה על גופי הייעוץ כלפי החברות שהם נותנים שירותי ייעוץ בעניינן. הטלת חובות כאמור תהווה כר נרחב עבור החברות הציבוריות שבעניינן ניתן הייעוץ לתקיפת המלצות, לניסיונות לעכב הליכי הצבעה ולערעור על תוצאות ההצבעה, בייחוד כאשר המלצות לא תהיינה לרווחן של אותן חברות, וכל זאת תחת הטענה שחברות הייעוץ לא עמדו בחובות המוטלות עליהן לכאורה במסמך העקרונות הראויים, ומשכך המלצתן פסולה. פתח לתקיפת המלצה של חברת הייעוץ על ידי החברות הציבוריות עשוי לקעקע את יכולתן של חברות הייעוץ לקבל החלטה מושכלת בדבר אופן ההצבעה. יתרה מכך, מתן אפשרות בידי החברות הציבוריות לתקוף חובות מוגדרות המוטלות על חברות הייעוץ יפעיל על חברות הייעוץ לחץ, ייפגע בעבודתן, ובאופן עקיף עלול לייצר ניגוד עניינים שיזלוג וישפיע גם על עבודתה של חברת הייעוץ באמצעות הלחץ שיופעל עליה מצד אותן חברות.</p> <p>מוצע לבטל את סעיף 4(ב) למסמך העקרונות הראויים. די בכך שהחברות יודעות לפנות במישרין לגופים המוסדיים ולשטוח את טענותיהן במקרים המתאימים, על מנת ליצור את האיזון הנדרש.</p>	<p><b>איגוד מנהלי קרנות להשקעות בנאמנות</b></p> <p><b>הראל חברה לביטוח</b></p>	<p>ראויה לחברות להביע עמדתן, ותקיים עימן דיונים ענייניים.</p>
<p><b>מוצע לדחות את ההערה, מהטעמים הבאים:</b></p> <p>סגל הרשות אינו רואה לנכון לקבוע עקרונות נוקשים ביחס למועד קיום הדיאלוג.</p>	<p>בשים לב לתפקיד הגופים המייעצים ולאחריות של האורגנים בחברות, ולכך שחברות הייעוץ אין מתפקידן להחליף את האורגנים המוסמכים בחברה, ראוי שהדיאלוג בין החברות לגופים המייעצים יהיה לאחר קיום הליך קבלת החלטות מוסדר במוסדות החברה.</p>	<p><b>עמדה מחקר כלכלי</b></p>	
<p><b>מוצע לקבל חלקית את ההערה, מהטעמים הבאים:</b></p> <p>סגל הרשות סבור כי היות ולא מוטלת על חברות הייעוץ החובה לפנות לחברות הציבוריות עובר למתן המלצה, נכון לשנות את נוסח הסעיף בהתאם.</p> <p>עם זאת, ככל שהיו לחברה הסתייגויות מהותיות מהמלצות חברת הייעוץ, סגל הרשות סבור כי חשוב שהדבר יפורט במסגרת דו"ח ההמלצה.</p>	<p>מוצע לשנות את נוסח הסעיף באופן שבו יובהר כי לא בכל מקרה תחויב חברת הייעוץ בקשר מוקדם עם החברה הציבורית. כמו-כן מוצע למחוק את הצורך של החברה לפרט הסתייגויות שהיו לחברה מהמלצת חברת הייעוץ. זאת שכן לא בהכרח נכון שבכל מקרה חברת הייעוץ תמסור לחברה מראש את המלצתה בטרם זו הועברה למוסדיים ולכן כשגרה החברה לא אמורה להסתייג מההמלצה עצמה.</p>	<p><b>הראל חברה לביטוח</b></p>	<p><b>סעיף 4 (ג) - קשר עם חברה לקראת מתן המלצה בעניינה</b></p> <p>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.</p>

הערות הציבור לעקרונות הראויים לפעילות חברות ייעוץ בנוגע להצבעה באסיפות כלליות

נספח א'

עמדת הסגל	תוכן ההערה	נותן ההערה	סעיף ברשימה
<p><b>מוצע לקבל את ההערה, מהטעמים הבאים:</b></p> <p>סגל הרשות סבור כי חיוב חברות הייעוץ לפרט את כל ההסתייגויות שהיו לחברה מהמלצתה עלול להכביד על חברות הייעוץ ולהוביל להסתייגויות סרק. אי לכך, מוצע לקבוע כי חברות הייעוץ יידרשו לפרט רק הסתייגויות מהותיות שהיו לחברה מהמלצתן.</p>	<p>לא סביר שחברת הייעוץ תידרש לפרט כל הסתייגות שהיתה לחברה מהמלצת חברת הייעוץ.</p>	<p><b>אנטרופי שירותי מחקר כלכלי</b></p>	