



רשות ניירות ערך מחלקת השקעות

רח' כנפי נשרים 22, ירושלים 9546434

טל': 02-6556565

פקס': 02-6597565

www.isa.gov.il

06 בפברואר 2017

סוגיות שעלו אגב קיום מפגשים עם דירקטורים המכהנים במנהלי קרנות נאמנות, מנפיקי תעודות סל וחברות ניהול תיקים גדולות¹ (להלן: "חברות מנהלות") וכן במסגרת ביקורות שנערכו בחברות המנהלות

לכבוד
החברות המנהלות
באמצעות מערכת יעל

רקע

מאז כניסתם לתוקף של תיקונים מס' 16 ו-17 לחוק החברות² וחוק ממשל תאגידי³, ממשיך להתגבש ולהתעצב ממשל תאגידי בחברות המנהלות. ההטמעה המורכבת של הרגולציה החדשה, המצריכה התמודדות תדירה עם סוגיות שונות, העלתה את הצורך לבחון את יישומה המהותי בפועל בחברות המנהלות.

כפועל יוצא, קיים מדור ממשל תאגידי (להלן: "סגל הרשות") במחלקת השקעות מפגשים אישיים עם דירקטורים חיצוניים ודירקטורים המכהנים כחברי ועדת ביקורת (להלן: "הדירקטורים"), במטרה לבחון סוגיות הנוגעות לתפקודו, תפיסת מעמדו ואופן התנהלותו השוטפת של הדירקטור, בעיות מבניות הקשורות בהרכבים שונים של הדירקטוריון, מידת התאמתה של הרגולציה הקיימת למאפייני הפעילות של החברות (לרבות זיהוי נושאים בהם קיים עודף או חוסר רגולציה) ועוד.

במקביל, ביצע סגל הרשות ביקורות במספר חברות מנהלות בנושא ממשל תאגידי, לרבות התייחסות לעבודת הדירקטוריון וועדותיו (להלן: "הביקורות").

מסמך זה משקף מספר סוגיות אשר עלו במסגרת המפגשים עם הדירקטורים ו/או במסגרת הביקורות כאמור, ואשר ביחס אליהן נדרשת הבהרה או הכוונה, או שמתבקשת תשומת לב החברות המנהלות אליהן.

¹ "חברת ניהול תיקים גדולה" - כהגדרתה בתוספת ראשונה א' לחוק הסדרת העיסוק ביעוץ השקעות, בשיווק השקעות ובניהול תיקי השקעות, התשנ"ה-1995.

² חוק החברות (תיקון מס' 16), התשע"א-2011; חוק החברות (תיקון מס' 17), התשע"א-2011.

³ חוק ממשל תאגידי למנהלי קרנות ולמנהלי תיקים (תיקוני חקיקה), התשע"ב-2011.

חובות אמונים וזהירות של נושאי המשרה

חוק החברות, התשנ"ט-1999 (להלן: "חוק החברות") מחיל חובת אמונים על נושא משרה, על פיה הוא מחויב לנהוג בתום לב ולפעול לטובת החברה, ומכיר בכך שאין בחובה זו כדי למנוע קיומה של חובת אמונים גם כלפי אדם אחר.⁴ כמו כן, מוחלת על נושא משרה חובת זהירות, לפיה עליו לפעול ברמת מיומנות בה היה פועל נושא משרה סביר, באותה עמדה ובאותן נסיבות, לרבות נקיטה באמצעים סבירים לקבלת מידע הנוגע לכדאיות עסקה המובאת לאישורו או ביחס לפעולה הנעשית על ידו בתוקף תפקידו, ולקבלת כל מידע אחר שיש לו חשיבות לעניין פעולות כאמור.

חוק הסדרת העיסוק בייעוץ השקעות, בשיווק השקעות ובניהול תיקי השקעות, התשנ"ה-1995 (להלן: "חוק הייעוץ") מחיל חובה על בעל רישיון לפעול לטובת לקוחותיו באמונה ובשקיטה,⁵ וכן לנהוג בעיסוקו בזהירות וברמת מיומנות שבעל רישיון סביר היה נוהג בהם בנסיבות דומות, ולנקוט בכל האמצעים הסבירים להבטחת עניינם של לקוחותיו.⁶

חוק השקעות משותפות בנאמנות, התשנ"ד-1994 (להלן: "חוק הקרנות") מחיל אף הוא חובה על מנהל קרן לפעול בזהירות, באמונה ובשקיטה בעת מילוי תפקידו,⁷ וכן קובע כי עליו למלא את תפקידו ולהשתמש בסמכויותיו לטובת בעלי היחידות בלבד.⁸

הואיל וחברה ממלאת את חובותיה באמצעות האורגנים שלה, הדבר משליך על חובות האמונים והזהירות של נושאי המשרה בחברות המנהלות, ומעלה את הצורך במציאת דרכים לקיום החובות כלפי ציבור המשקיעים, לצד חובות נושאי המשרה כלפי החברה, תוך יצירת איזונים בין אינטרסים שונים.

משיחות עם הדירקטורים עולה, כי לא תמיד ניתנת תשומת לב לצורך לאזן בין טובת החברה לבין עמידה בחובותיה כלפי לקוחותיה המנוהלים או בעלי היחידות. הדבר בא לידי ביטוי למשל במצבים הבאים:

- החלטה על הקמת קרן חדשה, בדמי ניהול שונים, מקום בו כבר קיימת קרן תחת אותה קטגוריה בעלת מדיניות השקעות דומה.
- החלטה על התקשרות עם גורמים חיצוניים לשם ניהול תיקי השקעות של קרנות.
- החלטה בעלת השלכות משמעותיות על בעלי היחידות בקרן, כמו שינוי מהותי של מדיניות השקעות בקרן.

לאור האמור לעיל, מן הראוי לחדד ולהדגיש בפני הדירקטורים את הצורך ביצירת איזונים בין אינטרס החברה לבין האינטרסים המוגנים של לקוחותיה המנוהלים או בעלי היחידות בקרנות.

⁴ סעיפים 252 - 254 לחוק החברות.

⁵ סעיף 11 לחוק הייעוץ.

⁶ סעיף 20 לחוק הייעוץ.

⁷ סעיף 75 לחוק הקרנות.

⁸ סעיף 74 לחוק הקרנות; ביחס לחברות תעודות הסל צפויות לחול הוראות דין דומות עם הסדרתן תחת חוק הקרנות.

תמהיל הדירקטוריון

במסגרת חוזר התבונות⁹ נאמר כי על יו"ר הדירקטוריון ו/או הדירקטוריון בכללותו, להיות מעורבים בתהליך בחינת הרכב הדירקטוריון, בדגש על קיומה של בחינה מהותית, וזאת במיוחד בעת מינוי דירקטורים והארכת כהונתם. אגב בחינה זו, מצופה מחברי הדירקטוריון להציף בפני הגורמים הממנים את תחומי הידע והמומחיות בפעילות הליבה בחברה בהם נדרשת העשרת הדירקטוריון, על מנת שאלו יילקחו בחשבון בעת בחינת מועמדים לתפקיד.

מבדיקות שערך סגל הרשות ביחס להרכב הדירקטוריון בחברות המנהלות, אותרו מינויים לגביהם מצופה היה כי הדירקטורים יעמיקו בחינתם ביחס להתאמתו של המועמד לדירקטוריון החברה וכן לכל אחת מן הוועדות בהן הוא עתיד לכהן. חשיבותה של כהונה בוועדה ייעודית אינה פחותה מחשיבות כהונה כחבר דירקטוריון, ואף היא מחייבת בירור מעמיק באשר ליכולתו של הדירקטור להשתלב בפעילות הוועדה ולתרום לתפקודה.

כך לדוגמא במקרה מסוים, מונה דירקטור לכהונה כיושב ראש ועדת השקעות בחברה אף שהיה ברי לכל, לרבות בעת הדיון במינוי בישיבת דירקטוריון החברה, כי הדירקטור חסר ניסיון בתחום ההשקעות וכי תרומתו לוועדה שבראשה הוא מתעתד לעמוד, שהיא בבסיסה ועדה מקצועית הנדרשת לקבלת החלטות קונקרטיות בתחום ההשקעות, אינה נהירה.

גם **משיחות שהתקיימו עם הדירקטורים** עולה, כי הדירקטוריון אינו מקיים בפועל בחינה וחשיבה ביחס לתמהיל הדירקטוריון בהיבט של מומחיות, גיוון, ניסיון וכיו"ב, ככלי מסייע למימוש תפקידיו. לדברי הדירקטורים, בעת מינוי דירקטור חדש, הדירקטוריון לרוב כלל אינו מעורב בבחינת המועמדים, אלא נדרש לאשר בסיום התהליך כי המועמד הסופי עומד בתנאי הכשירות. יודגש כי לדעת מרביתם, מעורבות הדירקטוריון בתהליך זה כלל אינה נדרשת.

כמו כן, למרות שלדעתם של מרבית הדירקטורים עמם נפגשנו, בהרכבים מסוימים של הדירקטוריון, כמו למשל כהונה של בעל שליטה כיו"ר דירקטוריון / מנכ"ל או לחלופין היותו של מנכ"ל החברה קרובו של בעל השליטה וכיו"ב, קיים פוטנציאל ממשי לפגיעה ביכולתו של הדירקטוריון למלא את תפקידו בצורה מיטבית, סוגיות אלו לא נדונו בפועל בחברות הרלוונטיות כחלק מבחינת תמהיל הדירקטוריון ויכולתו למלא את תפקידו.

לאור האתגרים הרבים מולם ניצבות החברות המנהלות, ישנה חשיבות רבה לקיומו של הרכב דירקטוריון מגוון, אשר יכלול חברים בעלי מימונויות שונות ו/או ייחודיות, כך ששייכות הדירקטוריון יממשו את רעיון "התבונה הקיבוצית"¹⁰ ויהוו מקום להחלפת דעות ולקיום דיון מפרה ומעמיק, על בסיס סך הניסיון והכישורים של כל אחד מחברי הדירקטוריון. על יו"ר הדירקטוריון ו/או הדירקטוריון בכללותו להוות חוליה מהותית בתהליך בחינת הרכבו, תוך זיהוין של נסיבות העולות לפגוע ביכולתם של הדירקטוריון וועדותיו למלא את תפקידם בצורה מיטבית והצפתן בפני הגורמים הממנים, וזאת במיוחד בעת מינויים של דירקטורים או הארכת כהונתם.

⁹ חוזר למנהלי קרנות נאמנות, מנפיקי תעודות סל וחברות ניהול תיקים גדולות, בדבר עמדת סגל הרשות במספר ממצאים וסוגיות שעלו אגב ניתוח מענה החברות המנהלות לשאלון בנושא ממשל תאגידי (להלן: "חוזר התבונות").
¹⁰ ביטוי שהוטמע בפסיקה ביחס להרכב דירקטוריון של חברה, למשל בפרשת בנק צפון אמריקה.

התווית מדיניות החברה

חוק החברות מחלק את תפקידיו של הדירקטוריון לשני מישורים מרכזיים – התוויית מדיניות החברה ופיקוח על התנהלותה¹¹. התוויית המדיניות מבוצעת, בין היתר, בדרך של קביעת מדיניות עסקית של החברה לטווח הארוך, גיבוש תכניות פעולה המתורגמות לכדי יעדים מעשיים המורים על דרכי ואופן הביצוע ומאפשרים ניטור של יעדים אלו לבחינת התקדמותה של החברה ועמידתה במדיניות שהוגדרה.

משיחות עם הדירקטורים עולה, כי מרביתם אינם רואים בעצמם גורם האחראי להתוויית המדיניות העסקית בחברה, או שאינם יודעים מה הוא התוכן שעליהם לצקת לעניין זה. בנוסף, גם במקרים בהם גובשה מדיניות כאמור על ידי הנהלת החברה, הדירקטורים לא ידעו לפרט את פרטיה ואף לא את עיקריה. ניכר כי הדירקטוריון מתמקד בתפקידו הפיקוחי, בעוד שמעורבותו בהתוויית מדיניות בנושאים שונים הנוגעים להיבטים העסקיים של החברה מצומצמת.

כמו כן, **מביקורות שנערכו בחברות המנהלות** עולה, כי פעמים רבות נערכים בישיבות הדירקטוריון דיונים נקודתיים בסוגיות אד-הוק המובאות לפתחם של הדירקטורים, גם מקום בו היה מתבקש לערוך תחילה דיונים אסטרטגיים בראיה כוללת ארוכת טווח. להלן מספר דוגמאות:

- קיום דיונים לאישור הורדת דמי ניהול בקרנות מחקות ספציפיות, ללא קיום דיון המתייחס למדיניות של קביעת דמי ניהול הפסדיים ומדיניות המחרה (Pricing policy) של מוצרים מסוימים.
- החלטה על התקשרות אד הוק עם מנהלי השקעות חיצוניים לצורך ניהול תיקי השקעות של קרנות נאמנות, ללא קיומו של דיון המתייחס למדיניות מנהל הקרן ביחס לכדאיותה של פעילות זו אל מול הסיכונים והחשיפות הגלומים בה.
- אישור אד-הוק של הנפקת תעודת סל ממונפת, ללא בחינת כדאיות הנפקת מוצרים מסוג זה (עלות ניהול המוצרים והחשיפות הכרוכות בניהולם, אל מול התועלת והרווחים הצפויים מהם וכדומה).
- גיוס של לקוחות בעלי סכומי השקעה נמוכים מהרף המזערי שנקבע בחברה או לחלופין הורדת דמי ניהול בתיקים מנוהלים, בניסיון להגדיל נתח שוק, וזאת ללא התוויית מדיניות על ידי הדירקטוריון ביחס לאופן המיטבי בו מטרה זו עשויה להיות מושגת.

מצאנו לנכון להפנות תשומת לב החברות למכלול תפקידי הדירקטוריון, הן בהיבט הפיקוחי והן בהתווייתה וגיבושה של מדיניות בנושאים אסטרטגיים.

¹¹ סעיף 92 לחוק החברות.

אישור מערך הבקרה הפנימית ומדיניות ניהול סיכונים על ידי דירקטוריון החברה

במסגרת תפקידיו של הדירקטוריון כגורם מפקח, מחילות עליו הוראות הדין את החובה לאשר את מערך הבקרה הפנימית של החברה¹². סגל הרשות פרסם שו"ת¹³ המפרט את רכיבי מערך הבקרה הפנימית ובכלל זה פיקוח ההנהלה ותרבות הבקרה, זיהוי והערכת סיכונים, פעילויות בקרה והפרדת תפקידים, קיום מערכות מידע מהימנות וערוצי תקשורת אפקטיביים וכן פעילויות ניטור ותיקון ליקויים. בנוסף, התייחס סגל הרשות במסגרת חוזר התובנות לצורך בתכנון המערך באופן בו יינתן מענה הולם לסיכונים הקיימים, לעדכונו באופן שוטף על בסיס שינויים החלים בפעילות החברה, בסביבתה העסקית או בהוראות הדין ובהתאמת תהליכי העבודה והבקרות הנגזרות ממנו בהתאם לשינויים אלו.

משיחות עם הדירקטורים ומביקורות שנערכו בחברות המנהלות עולה, כי על אף שהדירקטורים עוסקים רבות בעניינים הקשורים בבקרה הפנימית, הם התקשו בתיאור מבנה מערך הבקרה הפנימית (היכרות עם רכיבי המערך והבנה טובה של מארג קשרי הגומלין הקיימים על בסיס תהליכי העבודה המתרחשים בפועל בחברה). כך לדוגמא:

- חלק מהדירקטורים סבורים כי די בנושאים השוטפים הנוגעים לתחום זה והמובאים לפתח הדירקטוריון, כדי לשפוך אור על מערך הבקרה הפנימית, זאת על אף שאין בדיונים אלו כדי לשקף בהכרח תמונה מקיפה על מערך הבקרה הפנימית בכללותו, באופן המאפשר הערכה של מידת יעילותו.
- במספר חברות בהן נערך דיון במערך הבקרה הפנימית לצורך אישורו נמצא, כי הצגת המערך הועברה לדירקטוריון באופן זהה מדי תקופה, בדומה לאופן הצגתו לדירקטוריון לראשונה עם חקיקת חוק ממשל תאגידי. כמו כן הצגה זו עסקה בתיאור כללי של הרכיבים, מבלי לצקת תוכן בדבר אופן יישומם של הרכיבים הלכה למעשה בחברה.

הפועל היוצא בשתי הדוגמאות, הוא היעדר הבנה והיכרות של הדירקטורים עם מערך הבקרה הפנימית, והיעדר יכולת לבחון את המערך ב"מבט על" באופן שיאפשר הערכה באשר למידת יעילותו ולזיהוין של חולשות המחייבות טיפול ומעקב.

כמו כן, חלק מן הדירקטורים עמם שוחחנו, אינם בקיאים במדיניות ניהול הסיכונים של החברה, לרבות סוגי הסיכונים הנכללים במדיניות, האופן בו גובשה ואושרה והתדירות בה היא נבחנת. חלק מהדירקטורים אף לא ידעו להבחין בין הגורם האחראי לניהולם השוטף של הסיכונים בחברה לבין המבקר הפנימי האחראי, בין היתר, לביצוע ביקורת בדעבד על תהליך ניהול הסיכונים¹⁴.

אנו מפנים את תשומת לב החברות לצורך להבטיח שאישור מערך הבקרה הפנימית בידי הדירקטוריון לא יהיה אישור פורמלי, אלא יתבסס על היכרות עם האופן שבו פועלות הבקרות ועם מדיניות ניהול הסיכונים. עיסוק בסוגיות בקרה פנימית וניהול סיכונים, ללא הבנה מעמיקה של

¹² סעיף 18(5) לחוק הקרנות וסעיף 124(2) לחוק הייעוץ. הוראת דין דומה לא קיימת בחוק החברות ביחס לחברות המנפיקות תעודות סל, אולם קיומו של מערך בקרה פנימית נאות נדרש מתוקף היותם מנפיקים של מכשירים פיננסיים מתחייבים.

¹³ קישור לשאלות ותשובות שפרסם סגל הרשות בעניין רכיבי מערך הבקרה הפנימית – שו"ת מספר 2.8.2.

¹⁴ תקן ביקורת מקצועי בינלאומי IIA 2120 והנחיה מקצועית מספר 10 של לשכת המבקרים הפנימיים.

מעריך הבקרה הפנימית ומדיניות ניהול הסיכונים, דומה לקבלת החלטות עסקיות אד-הוק, מבלי שהן מתחשבות במדיניות העסקית שהותוותה על ידי החברה.

על מנת להבטיח שהדירקטורים יהיו בקיאים בעניינים האמורים, מוצע שיקבלו מהנהלת החברה אחת לתקופה¹⁵ התייחסות פרטנית באשר לאופן יישומם של כל אחד מרכיבי הבקרה הלכה למעשה בחברה, כחלק מהצגת תמונה שלמה וכוללת של מערך הבקרה בחברה, ככלי לניטור שוטף ואפקטיבי של תהליכי העבודה ולטיפול נאות בסיכונים להם היא חשופה. ככל שיחולו שינויים מהותיים באחד מרכיבי המערך, יעודכנו הדירקטורים לגבי שינויים אלו והשלכותיהם בסמוך למועד התרחשותם.

בחינת כשירות המבקר הפנימי ותפקודו על ידי ועדת הביקורת

במניין תפקידיה של ועדת הביקורת בחברות המנהלות נקבע, כי על הוועדה לבחון את מערך הביקורת הפנימית ואת תפקודו של המבקר הפנימי, וכן אם עומדים לרשותו המשאבים והכלים הנחוצים לו לצורך מילוי תפקידו¹⁶.

כמו כן קובעות הוראות החקיקה¹⁷, כי אחת לשנה לכל הפחות תקיים ועדת הביקורת ישיבה עם המבקר הפנימי בלבד, ללא נוכחות בעלי עניין, בעלי שליטה או מנכ"ל.

משיחות עם הדירקטורים ומביקורות שנערכו בחברות המנהלות עולה, כי במקרים רבים סברו חברי ועדת הביקורת כי קיום מפגש שנתי של הוועדה עם המבקר הפנימי לבדו, הוציאם אף ידי חובת הערכת תפקודו של המבקר הפנימי, כנדרש בהוראות הדין. יודגש כי חשיבות איסוף מידע באמצעות פגישה עם המבקר הפנימי, לצורך בחינת תפקודו ובחינת מערך הביקורת, הינה ברורה, אולם זהו רק כלי אחד מני רבים העשוי לשמש את הוועדה בעניין זה.

אנו מפנים את תשומת לב החברות כי הערכת תפקודו של המבקר הפנימי נועדה לבחון את מקצועיותו, עמידתו בתקנים מקצועיים מקובלים, איכות תוצריו ועמידתו בזמנים, מעורבותו בנעשה בחברה, הערך המוסף שהוא מספק לחברה במסגרת תפקידו, ממשקי עבודתו עם גורמים בחברה וכדומה. קיומה של ישיבה עם המבקר הפנימי ללא נוכחות נושאי משרה, אינו מהווה תחליף לדיון מהותי של חברי הוועדה במידת שביעות רצונם מהמבקר ומתוצריו.

בברכה,



אסף וייס, רו"ח

ראש מדור ממשל תאגידי
היחידה לביקורת ולהערכה

¹⁵ התדירות תיקבע על ידי החברה ויכולה להשתנות בהתאם למידת התחלופה של הדירקטורים או היקף השינויים בתהליכי העבודה בחברה.

¹⁶ סעיף 24ח(3) לחוק הייעוץ, סעיף 20א(3) לחוק הקרנות, וסעיף 117(4) לחוק החברות.

¹⁷ סעיף 24ח(ז) לחוק הייעוץ, סעיף 20א(ז) לחוק הקרנות, וסעיף 6 בתוספת הראשונה לחוק החברות.