



## רשות ניירות ערך

החל מחודש ינואר 2012, הפרוטוקולים נערכים בדרך של תמצות עיקרי הדיון. הפרוטוקולים המפורסמים לציבור אינם כוללים נושאים שנקבע כי אינם מתאימים לפרסום, כגון דיונים בעניינים העלולים לפגוע בפרטיות של אדם או חברה, עניינים מנהלתיים, סקירות ועדכונים בנושאים שונים, וכדומה.

### עיקרי דברים מישיבת רשות מספר 10-2013

שהתקיימה ביום א' 8/9/2013 בשעה 14:00 במשרדי הרשות בירושלים

חברי המליאה:	שמואל האוזר, שי פלפל, אלדר דוכן, אורלי שדה, מיקי שניידר, בארי טאף, יהלי כהנוב.
--------------	--

עובדי רשות:	אמיר וסרמן, עודד שפירר, אורנית קרביץ, רועי תורג'מן, חנוך הגר, יסמין נבון, איל גבע, לירון כהן-דניאלי, יובל גרנות, עידו טוויג, אבי לאור, מאיה גרטי-גלבוע, אבי וורשביאק, דודו לביא, שרונה מזליאן-לוי, יהודה אלגריסי, עדי טל, שרה קנדלר, גיל שדה.
-------------	---

### על סדר היום

1. תקנות השקעות משותפות בנאמנות (נוסחת פדיון), התשע"ג-2013 - עולות לאישור מליאה אחרי הערות ציבור.
2. מקבץ חקיקת ההקלות הראשון - לאישור מליאה אחרי הערות ציבור.
3. הארכת הנחיית שאלון ממשל תאגידי - עדכון לקראת הערות ציבור.
4. חובות ההשתתפות של מנהלי הקרנות ופעילות חברות הייעוץ - עדכון לקראת הערות ציבור.

## הדיון

1. תקנות השקעות משותפות בנאמנות (נוסחת פדיון), התשע"ג-2013 - עלות לאישור מליאה אחרי הערות ציבור.

### רקע:

במהלך החודשים האחרונים מובאת על ידי סגל הרשות לאישור המליאה חקיקת משנה במטרה לקדמה בד בבד יחד עם קידום תיקון 21 לחוק השקעות משותפות בנאמנות (להלן – תיקון 21).

לאחר השלמת תיקון 21 והתקנות מכוחו, יוסדרו נוסחאות הפדיון של תעודות הסל בתקנות, בהן מפורטים, בין היתר, הרכיבים אותם תכלול נוסחת הפדיון, ובהוראת רשות, בה ייקבעו הנוסחאות הפרטניות לכל סוג תעודה. טיוטה של התקנות וההוראה הועלתה לאתר הרשות להערות הציבור.

בפני המליאה הוצג הנוסח המתוקן של תקנות השקעות משותפות בנאמנות (נוסחת פדיון), התשע"ג-2013 ופירוט הערות הציבור המרכזיות שהתקבלו. הנוסח המתוקן של הוראת הרשות יועלה בהמשך לאישור המליאה.

הערת הציבור היחידה שהתקבלה לתקנות עסקה ביכולת ההשוואה בין שכר המנהל האפקטיבי בתעודות סל ובקרנות הנאמנות. הערת הציבור עוסקת בדרישות גילוי השוואתיות, ואינה מתייחסת לרכיבי נוסחת פדיון, ועל כן תטופל בהמשך במסגרת הסדרת דרישות הגילוי של תעודות הסל וקרנות הנאמנות.

### דיון:

לשאלת חבר המליאה, האם לא ראוי להסדיר כעת גם את דרישות הגילוי של תעודות הסל וקרנות הנאמנות על מנת שלא לייצר פער זמנים בין ההסדרה הזו להסדרה הנוכחית של נוסחאות הפדיון של תעודות הסל, הוסבר על ידי סגל הרשות כי אין פער זמנים בין ההסדרות האמורות. זאת, היות ותיקון 21 טרם נידון ואושר בכנסת. בשלב זה סגל הרשות עובד על הכנת מערך שלם של תקנות, ובהן התקנות שיסדירו את דרישות הגילוי, אשר כולן יכנסו לתוקף לאחר אישורו של תיקון 21.

לשאלת חבר מליאה נוסף, הוסבר כי בהתאם למצב הקיים היום, אין רגולציה שמסדירה את נוסחת הפדיון של כל תעודה.

**החלטה: הוחלט פה אחד לאשר את נוסח התקנות.**

**רקע:**

לפני שנה הוצג בפני המליאה פרויקט ההקלות, מתווה הכולל עשרות הקלות בנושאי הפיקוח השונים. רוב ההקלות מחייבות תיקוני חקיקה ולכן במהלך השנה האחרונה הועלו למליאה תיקונים מוצעים שונים.

מובא כעת לאישור המליאה מקבץ חקיקה ראשון של חקיקת ההקלות אשר פורסם להערות ציבור בחודש יוני האחרון. המקבץ, לצד הערות הציבור שנתקבלו ביחס אליו, מובא לאישור המליאה לצורך קידומו בהליך החקיקה. היות ומרבית הנושאים הובאו זה מכבר בפני חברי המליאה, נתמקד בנושאים אשר הערות הציבור ביחס אליהם טרם הוצגו.

**הקלות לחברות קטנות**

ביולי האחרון הוצג המתווה המעודכן של הקלות לחברות קטנות. במסגרת המתווה נכללה הגדרה לתאגיד קטן, הכוללת שני מבחנים - שווי שוק מניות וערך נקוב אג"ח, וכן פורטו 4 ההקלות שמוצע לתת בשלב זה לחברות קטנות והגילוי הנדרש מחברות קטנות בנוגע להיות חברות קטנות ולהקלות שמבקשות ליישם. ההקלות שהוצגו הינן:

- א. ביטול החובה לפרסם דוח על הבקרה הפנימית ודוח רואה חשבון מבקר על אפקטיביות הבקרה הפנימית, והותרת הדרישה להצהרת מנהלים בלבד בנוסח מעודכן ומותאם.
- ב. העלאת סף המהותיות לצירוף הערכות שווי ל - 20%.
- ג. העלאת סף המהותיות לצירוף דוחות חברה כלולה ברבעונים ל- 40%. הדרישות לעניין גילוי והדרישות בשנתי נותרות כפי שהן.
- ד. ביטול הדרישה לגלאי, למעט בתאגידי קטנים שיש להם חשיפה מהותית לסיכונים שוק.

בפני המליאה הוצגה סקירה של הערות הציבור שהתקבלו:

בראשית הדברים יצוין שהמשוב שהתקבל מהשוק הוא חיובי ותומך.

ההערות העיקריות שהתקבלו, מעבר למספר הערות נוסח, היו בקשה להחיל את ההקלות שהוצעו על כלל התאגידיים, ובקשה להקלות נוספות. ההערות הטכניות וניסוחיות התקבלו בעיקרן ושולבו בנוסח המתוקן.

לעניין החלת ההקלות על כלל התאגידיים, המלצת הסגל הינה לקדם את ההקלות לחברות קטנות מבלי לכרוך אותן בהקלות לכלל התאגידיים, ולקיים דיון נפרד, כחלק מהמשך פרויקט ההקלות לכלל התאגידיים המדווחים, בדבר החלת ההקלות המוצעות לקטנות על כלל התאגידיים המדווחים או הצעת הקלות אחרות בנושאים אלו לתאגידיים שאינם חברות קטנות.

בנוסף, נתקבלה הערה שעניינה האפשרות לקבוע מנגנון שיאפשר עדכון של סכומי הכספים להגדרה כתברה קטנה, (הסכום של 300 מיליון לגבי שווי שוק מניות, וע.נ של 200 מיליון לגבי אג"ח), וזאת כפונקציה של שינויים שיכולים לחול בתנאים הכלכליים בשוק (כגון שינויים במדד או בשיעור היחסי של סך שווי השוק של חברות קטנות מסך שווי השוק). כרגע המבחן המוצע מוביל לכך שבסביבות 6%, 7% מסך שווי השוק הן חברות שתוגדרנה קטנות, וזה מהווה כ- 60% עד 70% מכלל התאגידיים המדווחים שיש היום. ההערה נתקבלה והוסף מנגנון המקנה סמכות לשר האוצר, לאחר התייעצות עם הרשות, לעדכן את הסכומים, בהתקיימם

של שינויים מסוימים. לבסוף יצוינו הערות לשכת רואי חשבון, שעיקרן הוא החלת הקלות על כלל התאגידים (ראה דיון לעיל), ויצירת מנגנון שונה להקלה בעניין פטור מ- ISOX שאינו שווי שוק או ערך נקוב של אג"ח אלא מבחן המבוסס על מורכבות העסק והתהליכים והדיווח בחברה. עם זאת, הלשכה לא הציעה מודל חלופי לסיווג החברות אשר ייהנו מהפטור מה- ISOX, כלומר מהו המבחן הספציפי שיכול לשקף את מורכבות העסק והתהליכים בחברה. סגל הרשות סבור שהמודל שהוצע על ידו ומתייחס לגודל שוק הינו אובייקטיבי, קל ליישום, יוצר וודאות ובמקרים רבים גם מהווה אינדיקציה למורכבות העסק והתהליכים והדיווח בחברה, ועל כן בסך הכל יוצר איזון ראוי.

**דיון והחלטה: לא היו הערות. ההצעה אושרה פה אחד.**

## **תשקיפים**

### **רקע:**

כפי שצוין במליאות קודמות, ההקלות הנוגעות לתשקיפים מציעות מתווה לפיו תאגידים אשר עומדים בדרישות שנקבעו בתקנות יכולים לקבל היתר מהרשות לפרסם תשקיף מדף אשר מכוחו ניתן יהיה להציע ניירות ערך מספר פעמים, במועדים שונים במשך שנתיים ללא צורך בקבלת היתר הרשות לגבי כל אחת מההצעות. בנוסף, במסגרת התיקון שכבר הוצג בעבר בפני חברי המליאה, מוצע להאריך את תקופת תשקיף המדף בשנה נוספת (לשלוש שנים), לגבי תאגידים אשר יעמדו בתנאים המקדמיים שנדרשו מלכתחילה לשם קבלת זכאות לתשקיף המדף. כמו כן, מוצע לכלול הוראת מעבר כך שהארכה תתאפשר לתאגידים אשר תשקיף המדף שלהם בתוקף ביום כניסת התיקון לתוקף.

הערות הציבור שהתקבלו תאמו את רוח התיקון המוצע ולכן סגל הרשות קיבל את כולן. כמו כן, למרות שהנושא לא עלה במסגרת הערות הציבור סגל הרשות בחן והתחבט בשאלה האם להעניק תשקיף מדף של שנתיים + שנה בהתאם לעמידה בתנאים המקדמיים כפי שמוצע כעת, או לאפשר מראש תשקיף של שלוש שנים אוטומטית. מאחר ולא רצינו להתנתק מן התאגיד לפרק זמן ארוך כל כך של שלוש שנים, הוחלט בסוף להעניק תשקיף מדף לתקופה של שנתיים + שנה.

בנוסף, לפי המצב הקיים היום, בהצעות מורכבות בהן לא היה ניתן לצפות את התנאים הנלווים להן במועד מתן ההיתר לתשקיף המדף ולדרוש גילוי רלבנטי בעניינם, נדרש תיקון תשקיף קודם לפרסום דוח הצעת המדף. ההצעה המקורית של סגל הרשות להקלה בהקשר זה כללה רשימה סגורה של מקרים בהם יידרש תיקון תשקיף (כל הנפקה של ניירות ערך שאינם נסחרים), לבסוף, הוחלט ללכת כברת דרך נוספת מבחינת ההקלות והתקבלו מרבית הערות הציבור שביקשו כי תיקון התשקיף יעשה רק במקרים חריגים. על כן, לפי התיקון המוצע, יידרש תיקון תשקיף רק בשלושה מקרים: (1) תאגיד מדווח המבקש להנפיק מניות לראשונה (2) הצעת רכש חליפין (3) הנפקת אג"ח המגובה בביטחונות/שעבודים. עם זאת, נבקש כי במסגרת התקנות נוכל לקבוע רשימה במסגרת כללים שתקבע הרשות (לפי סעיף 23א(ז)(1)) אשר תאפשר לרשות גמישות בעדכון הרשימה בהתאם לאופן התנהגות השוק וסוגי הנפקות חדשים כפי שיהיו מעת לעת.

## דין והחלטה: לא היו הערות לחברי המליאה. ההצעה אושרה פה אחד.

### **הקלה באיסור תגמול בגין ביצוע עבודת אנליזה**

#### **רקע:**

ההקלה המוצעת בנושא איסור תגמול בגין ביצוע עבודת אנליזה מהווה חריג לחוק הייעוץ. לפי מצב הדברים היום, אנליסט נחשב ליועץ השקעות וככזה, אסור לו לקבל תגמול מהחברה המסוקרת על ידו. רשות ניירות ערך, בשיתוף עם הבורסה, ביקשה לייצר מנגנון אשר יעודד את הסיקור האנליטי ויאפשר הקלה בדמות מתן היתר לקבלת תגמול בגין ביצוע עבודת אנליזה. המנגנון המוצע ייצר מאגר של חברות מסוקרות מצד אחד, וחברות אנליזה מסוקרות בצד השני. התשלום של החברות המסוקרות בגין האנליזה, וכן כל הקשר החוזי וההתקשרות לפני מתן אנליזה תיעשה בתיווך הבורסה. כמו כן, המנגנון המוצע יציע שורה של אמצעים נוספים אשר נועדו להבטיח כי התגמול בגין ביצוע עבודת אנליזה לא יפגע בשיקול הדעת העצמאי של האנליסט המסקר את החברה.

תיקון החקיקה המוצע הוצג בעבר בפני חברי המליאה ואולם נעשה בו שינוי קטן, בעקבות הערת חברי המליאה והערות ציבור שהתקבלו בנושא. בהתאם לטיוטת התיקון שהוצעה קודם לכן נקבע שהאנליזה תוכל לכלול המלצה בנוגע לכדאיות ההשקעה (למכירה או קנייה של הנייר) אך לא תכלול מחיר יעד. זאת, על מנת להפחית במידה מסוימת את ההסתמכות על האנליזות, בהתחשב בכך שמדובר במנגנון חדש.

עם זאת, בעקבות הערות הציבור והערות חברי המליאה, בהתאם לטיוטת התיקון המוצע כעת נקבע כי האנליזה תוכל לכלול מחיר יעד. זאת בין היתר, בשל העובדה כי בצורה זו האנליזות יהיו אפקטיביות יותר והיות וזו המתכונת המקובלת לאנליזות בעולם.

המנגנון המוצע הינו מנגנון שזכה לתמיכה ותגובות אוהדות בשוק. הערה נוספת שעלתה במסגרת הערות הציבור היתה בקשה להרחיב את מנגנון התיווך המוצע לתחומים נוספים. סגל הרשות סבור כי בשלב ראשון יש להחיל את המנגנון המוצע על תחום מצומצם (תחום חברות מדעי החיים), ולאחר תקופה של כשנתיים תיבחן היתכנות הרחבת תחולתו.

#### **דין:**

אחד מחברי המליאה העיר כי לא נכון בהכרח לחייב את האנליסטים להיות בעלי רישיון יועץ השקעות, שכן קיימים אנליסטים כשירים וראויים על אף שאין להם רישיון כאמור. בנוסף, עלול להיות קשה למצוא אנליסטים שהם גם בעלי רישיון יועץ השקעות וגם מבינים היטב בעסקיהן של החברות המסוקרות. בתגובה לכך, הוסבר על ידי סגל הרשות כי נכון שעבודת האנליסטים מצריכה הסדרה המותאמת לעבודתם, אשר אינה בהכרח זהה לזו של יועצי השקעות הנותנים ייעוץ אישי ללקוח על פי צרכיו, ואולם לפי הדין הקיים אנליסטים צריכים להיות בעלי רישיון יועצי השקעות וזהו ערוץ הפיקוח המוסדר כיום ביחס לאנליסטים. סגל הרשות מודע לכך כי המתכונת של חוק הייעוץ לא מתאימה במלואה לנותני האנליזות, שאינם מספקים ייעוץ אישי אלא סוג של ייעוץ כללי. ואכן, לפני מספר שנים התחילה יוזמת חקיקה להסדרת הייעוץ הכללי, ואולם יוזמה זו לא התקדמה. סגל הרשות סבור שנכון לאמץ את המנגנון המוצע ולא להמתין לחוק הייעוץ הכללי.

אחד מחברי המליאה העיר בהקשר זה כי אמנם הבורסה אינה הלקוח הסופי של האנליזות,

אך היא מעורבת במתן האנליזות כמתווכת, ובכך הציבור עשוי לתפוס את האנליזות כביכול יש להן "חותמת הכשר" של הבורסה. במצב דברים זה קיימת חשיבות יתרה בכך שיהיה פיקוח על האנליסטים המסקרים.

התקיים דיון בשאלה מדוע נחוץ לייצר את המסגרת החדשה לפיה יקבלו האנליסטים תגמול שמקורו בחברות. צוין בהקשר זה כי זיהינו אינטרס מיוחד לעודד סיקור של חברות בתחום המו"פ, כיוון שקשה לעתים לבסס החלטה על בסיס נתונים בדוחות הכספיים ופרמטרים אחרים המשמשים בניתוח פעילות ריאלית.

אחד מחברי המליאה העיר כי לא ברור לו מדוע נדרש רישיון יועץ השקעות, שכן הכישורים הנדרשים הם ביחוד מתחומי העיסוק של החברה (לדוגמא, ידע בביוטכנולוגיה, כימיה, וכדומה). בתשובה צוין כי בעקבות הערות הציבור, הוסדרה אפשרות של שילוב מומחים לצורך עריכת ניתוח החברות המתעסקות בתחומים רפואיים ומדעיים במסגרת האנליזה. מומחים אלו לא יחויבו ברישיון ייעוץ. עם זאת, האנליזה בכללותה תינתן על ידי בעל רישיון כיוון שבסופו של יום מדובר באנליזה פיננסית, ומתייחסת למחיר יעד.

לשאלת חברי המליאה הושב כי בעקבות פרסום התיקון המוצע להערות ציבור, סגל הרשות קיבל תגובות חיוביות מהציבור וכי נעשו מספר פניות מחברות אשר הביעו התעניינות בהצטרפות למנגנון המוצע. עוד הוסבר כי יתכן ויהיה קושי למצוא חברות מסקרות, בשל בעיות של ניגודי עניינים. נושא זה, לצד נושאים נוספים, ייבחנו ויעברו הערכה מחודשת לאחר תקופה מסוימת שהמנגנון יפעל בשוק, ויצטברו לקחים.

**החלטה: מקבץ חקיקת ההקלות הראשון אושר פה אחד.**

### 3. הארכת הנחיית שאלון ממשל תאגידי - עדכון לקראת הערות ציבור.

#### **רקע:**

ביום 12 בספטמבר 2012 פורסמה על ידי רשות ניירות ערך הנחיית הגילוי בדבר שאלון ממשל תאגידי ותחילתה נקבעה לדוחות התקופתיים לשנת 2012. ההנחיה קובעת כי על תאגיד לכלול בדוח התקופתי גילוי לגבי הוראות הממשל התאגידי, בדרך של מתן תשובות לשאלון מובנה, אשר מתמקד ביישום הוראות חובה רלוונטיות מחוק החברות וכן בהוראות ממשל תאגידי מומלצות לפי התוספת הראשונה לחוק החברות. השאלון ערוך במתכונת באופן בו תשובה "נכון" לגבי כל אחת מהשאלות מהווה אינדיקציה חיובית לקיומו של ממשל תאגידי תקין, ולהיפך. תוקפה של ההנחיה הוא לשנה מיום פרסומה, אשר על כן התבקשה מליאת הרשות להאריך את תוקף ההנחיה לשנה נוספת בטרם התקנת ההנחיה בתקנות.

לשאלון ממשל תאגידי מספר מטרות. אחת ממטרותיו היא לקבץ יחד דרישות גילוי ביחס לממשל תאגידי שמופיעות במקומות שונים בדוחות הכספיים, ולרכז אותן יחד במקום אחד כך שניתן יהיה לקבל תמונת מצב ברורה ושקופה ביחס לעמידת התאגיד בכללי ממשל תאגידי. המליאה עודכנה כי במהלך שנת היישום הראשונה יישמו התאגידיים את השאלון,

ואפשרו למשקיעים לבחון, הלכה למעשה, את איכות הממשל התאגידי של החברות הציבוריות השונות (לרבות "הצפה" של פגמים בהתנהלות התאגידיים), בדרך יעילה, ממוקדת ותמציתית, ולפי הצורך גם במתן פלטפורמה לתמחור נייר הערך, ומכאן גם חשיבותו למשקיעים ולתאגידיים כאחד. עוד עודכנה המליאה בדבר פרויקט איסוף נתונים אשר במסגרתו סגל מחלקת תאגידיים איגד את כלל התשובות שניתנו על ידי כלל החברות במסגרת השאלונים שפורסמו. לפרויקט זה היו שתי מטרות עיקריות: האחת, לבחון כשלים ובעיות בניסוח ובמבנה השאלון, בעניין זה הוסקו מסקנות והשאלון המתוקן הוצג למליאה בעקוב אחר שינויים, ומובא לעדכון המליאה לקראת פרסומו להערות ציבור. מטרה שנייה הייתה לבחון מגמות (וגם שינויים בעתיד) בתחום הממשל התאגידי. מסקנות הסגל מאיסוף הנתונים הוצגו למליאה. כהקדמה צוין כי השאלונים פורסמו על ידי 465 חברות ציבוריות. לא נאספו נתונים מחברות שקיבלו פטור מיישום השאלון (שותפויות גז נפט, תאגידי אג"ח, חברות ברישום כפול ותעודות סל). בחלק מן השאלות הוצגה השוואה לחברות ת"א 100 (הנתונים בת"א 100 מתייחסים ל-65 חברות).

### דיון:

אחד מחברי המליאה העיר כי לא בטוח שהשאלון המוצע מאפשר קבלת תמונת מצב אמיתית ומלאה שכן קיימת נטיה שלא לדווח על כשלים או אי קיום הוראות. על כן הועלו על ידו מספר הצעות על מנת לשפר את אמינות הדיווח המתקבל בשאלונים (כדוגמת העברת השאלונים בעילום שם או באמצעות גורם בלתי תלוי). הוסבר על ידי סגל הרשות כי השאלונים הם חלק מחובת הדיווח החלה על התאגידיים לפי הדין ולכן הם חייבים להיות מזהים וספציפיים לחברה המדווחת. כיוון שמדובר בחובה חוקית פוחת גם החשש למענה לא מדויק. כמו כן, השאלות בשאלון מנוסחות באופן טכני וקונקרטי כך שלא ניתן להתחמק ממתן תשובה ישירה וחד משמעית. בהמשך יוצגו בפני חברי המליאה ממצאי התשובות לשאלונים וניתן יהיה לראות כי תאגידיים אכן דיווחו שלא עמדו בחלק מהוראות הממשל התאגידי.

בתשובה לשאלה אם השאלון גורם לשינוי שוק ומאפשר איסוף מידע, והאם לא כדאי בהקשר זה כי חלקו יהיה חסוי, צוין כי התקבלו פידבקים מחברות לפיהם השאלון שינה את היכרות הדין ויישומו, וכי העבודה שהוצגה כעת משקפת את היכולת לאסוף ולנתח נתונים. אחד מחברי המליאה שאל האם לצורך ניסוח השאלון הסתייע סגל הרשות בשאלון הקיים לתאגידיים הבנקאיים. סגל הרשות השיב בשלילה, אך ציין כי גם הבנקים מילאו את שאלון הממשל התאגידי הנדון.

אחד מחברי המליאה העיר הערה ביחס לממצא הנוגע לכהונות מקבילות של דירקטורים במספר חברות. הערתו היתה כי אולי כדאי לשקול לקבוע הוראה המגבילה את מספר הדירקטוריונים בהם יכול להיות דירקטור חבר. הוסבר על ידי סגל הרשות כי כהונה מקבילה מוגבלת במקרים בהם החברות בדירקטוריונים מקבילים יוצרת ניגוד עניינים או במקרים בהם אין לדירקטור זמן סביר למלא את תפקידו. אלו יכולים שלא להתקיים גם כאשר דירקטור חבר ביותר מחברה אחת. מאידך, יתכן ולדירקטור אין די זמן למלא את תפקידו גם כאשר הוא חבר רק בחברה אחת אך במקביל מחזיק במשרה מלאה אשר מצריכה ממנו את כל זמנו. אי לכך, ראוי שהיתכנות הכהונה המקבילה תיבחן לפי אמות

מידה איכותיות יותר ולא בהתאם לקריטריון מספרי נוקשה. באופן דומה, גם ביחס לנוכחות הדירקטורים בישיבות הדירקטוריון, לא בהכרח נכון לקבוע דרישת נוכחות מינימלית. זאת שכן יש הרבה אלמנטים שיכולים להשפיע על יכולת הדירקטוריון למלא את תפקידו כראוי, ובהם מידת ההשתתפות ואיכות ההשתתפות. אחד מחברי המליאה שאל מה בכוונת סגל הרשות לעשות עם הממצאים המעידים על כך שחלק מהחברות הפרו הוראות מסוימות מהוראות הממשל התאגידי. הוסבר על ידי סגל הרשות כי סמכות הרשות באה לידי ביטוי בדרישת הגילוי מהחברות. אך יש בגילוי זה כשלעצמו לשמש נורה אדומה הן עבור הדירקטוריון המפקח על החברה והן עבור ציבור המשקיעים. סגל הרשות סבור כי דרישת הגילוי משרתת באופן עקיף את המטרה הרצויה, הן של הכוונה, הן של פיקוח טוב יותר מצד הדירקטוריון, והן אכיפה פרטית. מכל מקום וכאמור, השאלון פורסם בשנת 2012 בפעם הראשונה. סגל הרשות סבור כי במבחן הזמן ניתן יהיה לבחון האם עצם הגילוי בשאלון מוביל לתוצאות המיוחלות ולשיפור ולטיוב הממשל התאגידי בחברות, או שמא יש לנקוט באמצעים משלימים נוספים.

**החלטה: הוחלט, פה אחד, לפרסם את הנחייה להערות ציבור.**

#### 4. **חובות ההשתתפות של מנהלי הקרנות ופעילות חברות הייעוץ - עדכון לקראת הערות ציבור.**

**רקע:**  
מובאים בפני המליאה שלושת נדבכי ההסדרה בנושא חובת ההשתתפות של מנהלי הקרנות באסיפות כלליות ופעילות חברות הייעוץ. הרקע להסדרה המוצעת הינו ההכרה בחשיבותו של אקטיביזם מוסדי המקובלת כיום בשוקי הון ברחבי העולם ואשר התגברה על רקע גידול ניכר בשיעורי ההחזקות של משקיעים מוסדיים בחברות הציבוריות. 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 ההחלטה 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 המנוהלים 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 החלטות 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 בפיקוח 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, הובאה בפני המליאה ולאחר מכן 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.

לאחר השיח שנערך במסגרת ה"שולחן העגול" ולאחר שנתקבלו הערות הציבור למסמך העקרונות הראויים ונערכו פגישות עם המפוקחים לשמיעת הערותיהם, מובאת לאישור המליאה טיוטה מעודכנת של העקרונות הראויים, לצד הערות הציבור שנתקבלו וההתייחסות אליהן וכן טיוטות של יתר נדבכי ההסדרה.

יצוין, כי האמור בטיוטות אלו מובא לאחר דיונים עם אגף שוק ההון, ביטוח וחסכון במשרד האוצר ומשרד המשפטים. אישור המליאה נדרש בכפוף לשינויים קלים שאולי יהיו בהמשך בהתאם לתיאומים נוספים מול אגף שוק ההון ומשרד המשפטים. מכל מקום, הנושא יובא בפני המליאה פעם נוספת לאחר קבלת הערות הציבור.

שלושת נדבכי ההסדרה הם:

#### 1. הסדרת חובת ההשתתפות של קרנות הנאמנות באסיפות כלליות

חובת ההשתתפות באסיפות כלליות של מנהלי קרנות מוסדרת בסעיף 77 לחוק השקעות משותפות, והיא מנוסחת באופן עמום ורחב יחסית. לפיכך יזמה הרשות כבר בשנת 2010 תיקון של סעיף 77 לחוק השקעות משותפות בנאמנות. מטרת התיקון היתה העברת הנושא

להסדרה בתקנות, להבדיל מחקיקה ראשית, הבהרת היקף חובת ההשתתפות המוטלת על מנהלי הקרנות, והסדרת אופן ההסתייעות בחברות ייעוץ. נכון למועד זה, תיקון החוק (תיקון 15 לחוק השקעות משותפות בנאמנות) עבר קריאה ראשונה בכנסת וטיוטת תקנות השקעות משותפות בנאמנות (השתתפות מנהל קרן באסיפת מחזיקים), התשע"ג-2013, אושרה בזמנו על-ידי מליאת הרשות.

כעת מובאת בפני המליאה טיוטת נוסח מעודכן לתקנות, המשקפת לקחים שנצברו מיישום חובת ההשתתפות בשנים האחרונות, לאחר שנעשו גם בחינה של ההוראות המקבילות שנקבעו על-ידי אגף שוק ההון ודיונים עם אגף שוק ההון ומשרד המשפטים. בבחינת המצב בשטח, התברר כי כיום הגופים המוסדיים נוהגים להשתתף בכל האסיפות הכלליות, גם אם אין להם יכולת הכרעה לגבי ההצעה שעל סדר היום וגם אם הנושא אינו נמנה בין הנושאים המחייבים השתתפות בהתאם לתקנות הקיימות של אגף שוק ההון. כפי הנראה, הדבר נובע מניסוח עמום ומעורפל יחסית של חובת ההשתתפות. אחת המטרות של ההסדרה המוצעת הינה להבהיר את היקף חובת ההשתתפות באופן שבו הגופים המוסדיים ישתתפו רק באסיפות הכלליות בהן יש להם יכולת השפעה או בנושאים מהותיים. כפועל יוצא ממהלך זה, מצופה כי הגופים המוסדיים יגלו מעורבות רבה יותר בהצבעותיהם באספות בהן הם כן משתתפים.

## **2. הסדרת התקשרותם של מנהלי הקרנות עם חברות הייעוץ לצורך הסתייעות בהן**

הפן הנוסף של המלצות ועדת חמדני להקל על הגופים המוסדיים היה לאפשר להם להתקשר עם גורם מקצועי חיצוני לצורך גיבוש החלטת אופן ההצבעה באסיפות כלליות. על רקע המלצות אלו, ועל רקע ההכרה כי מנהל קרן נדרש להשתתף באסיפות רבות בנושאים שאינם בהכרח בתחום מומחיותו הטבעית, מובא חוזר למנהלי קרנות אשר יקבע תנאים לעניין התקשרות מנהל קרן עם חברות הייעוץ.

במסגרת החוזר מוסדרים תנאים, בדיקות ואישורים מינימאליים אשר מנהל קרן ידרש לקיים בהתקשרותו עם חברות הייעוץ, על מנת ליהנות מחזקה כי הצבעתו בהתאם להמלצת חברת הייעוץ מקיימת את חובת הנאמנות כלפי בעלי היחידות, בה הוא מחויב לפי חוק. התנאים בחוזר נקבעו באופן שנועד לוודא כי הסתייעות בחברות הייעוץ לא תהפוך להאצלה מוחלטת של שיקול הדעת הנתון למנהל הקרן ולא תגרע מאחריותו כלפי בעלי היחידות.

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, שכן אלו אינן מפקחות באופן ישיר אלא פועלות מטעם מנהלי הקרנות. החוזר למנהלי הקרנות נועד להבטיח כי מנהלי הקרנות יביאו לעמידה של חברות הייעוץ בעקרונות הראויים, ככל שבכוונתם של מנהלי הקרנות להתקשר איתן.

## **3. עקרונות ראויים לפעילות חברות הייעוץ**

מסמך העקרונות הראויים, המהווה נדבך במסגרת ההסדרה העקיפה של פעילות חברות הייעוץ, משקף את עמדת הרשות ביחס לאופן עבודתן הרצוי של חברות הייעוץ, ונועד להוות

אמת מידה עבור הגופים המוסדיים ביחס לסטנדרט ההתנהלות המצופה מחברות הייעוץ. המסמך פורסם להערות ציבור ביום 21 במרץ 2013 ומובא כעת לאחר שנערכו בו מספר שינויים בעקבותיהן, לצד התייחסות להערות אלו. כיוון שהערות הציבור ניתנו מבלי לראות את כלל רכיבי ההסדרה, מוצע לפרסם גם את טיוטת העקרונות הראויים להערות הציבור פעם נוספת.

נסקרו בפני המליאה הנושאים העיקריים לגביהם התקבלו הערות ציבור. נושא ראשון הוא היחס של חברות הייעוץ לחברות הציבוריות והסדרת ההידברות ביניהן עובר לאסיפות הכלליות. איגוד החברות הציבוריות ביקש להסדיר כי תהיה לחברות הציבוריות אפשרות להשמיע את קולן לפני האסיפה הכללית, וכן לחייב את חברות הייעוץ לתת המלצות מנומקות ולפרסם את ההמלצות המנומקות לאחר האסיפה. זאת בין היתר לאור העובדה כי במצב הקיים הגופים המוסדיים נותנים משקל מכריע להמלצות חברת הייעוץ. מנגד, חברות הייעוץ היו בעמדה שאין מקום להטיל עליהן חובות כאמור, שכן הן נשכרות על ידי הגופים המוסדיים ולא על ידי החברות הציבוריות. הטלת חובות כלפי החברות הציבוריות עלולה להוביל לכך שהחברות הציבוריות יעשו בהן שימוש לרעה על מנת להשפיע על המלצות חברת הייעוץ. בנייר העקרונות הראויים המתוקן סגל הרשות נתן משקל להערות הציבור שהתקבלו ונעשה ניסיון לאזן בין הערות הצדדים השונים.

נושא נוסף שלגביו התקבלו הערות ציבור הוא סוגית ניגודי העניינים של חברות הייעוץ, אשר נוגעת להיקף הפעילות של חברות הייעוץ ומודל התגמול שלהן. בכלל זה, עולה שאלה לעניין הסדרת האפשרות של חברות הייעוץ לתת שירותים נלווים לחברות ציבוריות ולגופים המוסדיים בכובעם כחברות ציבוריות, תוך שימוש במנגנוני ממשל תאגידי כדוגמת גילוי וחומות סיניות. סגל הרשות התחבט רבות בעניין. בסופו של יום הוחלט כי ניגודי העניינים הפוטנציאליים הם רבים ומגוונים ולכן נכון לנהוג במידתיות ביחס להגבלה על תחומי העיסוק של חברות הייעוץ, וזאת בין היתר על מנת לעודד כניסתן של חברות ייעוץ חדשות, לאפשר יתרון לגודל וקיום מודל עסקי בר קיימא. על כן, במרבית המקרים, לא נקבע איסור מוחלט על פעולה בניגוד עניינים ובלבד שחברת הייעוץ תגלה אודותיו לגוף המוסדי ששכר את שירותיה ותסביר מדוע אין בו כדי להשפיע על אופן המלצתה. עם זאת, יש שני מקרים בהם סגל הרשות סבור כי נכון לאסור על פעולה בניגוד עניינים וזאת במקרים בהם יש חשש ממשי שקשרי עבודה חיצוניים לפעילות הייעוץ הספציפית יובילו להטיה בהמלצות חברות הייעוץ. מקרים אלו הם מקום בו החברה הציבורית משלמת לחברת הייעוץ עצמה, ומקום בו חברת הייעוץ נותנת שירותים שמובילים לאופן ההצבעה (כדוגמת עריכת מדיניות תגמול על ידי חברת הייעוץ, כאשר לאחר מכן חברת הייעוץ נדרשת להמליץ לגופים המוסדיים כיצד להצביע ביחס למדיניות זו).

#### **דיון:**

אחד מחברי המליאה שאל האם נעשתה הבחנה בין קרנות אקטיביות לבין קרנות מחקות בקשר להחלת חובת ההשתתפות. שכן, קרנות מחקות הן קרנות שמטבען מתחייבות רק "לחקות" ולא להיות אקטיביות. ככאלו גם דמי הניהול שהם גובות הם נמוכים יותר. משכך, אולי לא נכון להטיל עליהן חובת השתתפות דומה לזו שמוטלת על קרנות נאמנות

אקטיביות במהותן, אשר מתחייבות לאתר את ההשקעות הטובות, ואשר מצופה מהן לעשות ניתוח, מעקב וביקורת ובהתאם גם גובות דמי ניהול גבוהים יותר. התוצאה של הטלת החובה על קרנות מחקות תהיה השתתפות עליונות נוספות שיגולגלו למשקיעים בקרנות.

בתגובה הוסבר כי ההבחנה המתוארת קיימת היום בשל הפרדה בין הרגולציה על תעודות סל (שהן מוצר מחקה) לרגולציה על קרנות נאמנות. תעודות סל כפופות לחוק ניירות ערך ולא לחוק השקעות משותפות בנאמנות ומשכך לא חלה עליהן חובות ההשתתפות. סגל הרשות יידרש לשאלת ההבחנה המוצעת בין קרנות מחקות לקרנות אקטיביות כאשר יוחל אותו הדין גם על הקרנות המחקות, ויישקלו בין היתר השיקולים שהועלו כאן.

ואולם, לגופו של עניין קשה לעשות הבחנה כאמור מבחינת כדאיות כלכלית שכן נוכח פיזור ההחזקות, לאף גוף מוסדי אין כדאיות כלכלית אמיתית בהשתתפות באסיפות הכלליות. נקודת המוצא של חובת ההשתתפות היא מראי טובת הציבור בכללותו ושווי האחזקות בטווח הארוך. כלומר, גם אם בטווח המיידי לא משתלם לגוף מוסדי להשתתף באסיפה הכללית, בטווח הארוך זה עשוי להשתלם. בנוסף, הבחנה בין סוגי הקרנות עלולה להיות בעייתית, שכן זה עלול לשמש תמריץ עבור קרנות להגדיר את עצמן כקרנות לא אקטיביות, על מנת לחמוק מחובת ההשתתפות.

זאת ועוד, דווקא קרנות מחקות הן למעשה "שבויים" בכל הקשור לחברות בהן הן מושקעות. כלומר, לא נתונה להן האפשרות "להצביע ברגליים" ולמכור את אחזקותיהן ככל שחברות מתנהלות באופן לא ראוי. גם מטעם זה לא ראוי לפטור אותן מחובת ההשתתפות.

חבר מליאה נוסף העיר כי החלת חובת ההשתתפות באופן גורף בלא לבצע הבחנה בין הקרנות המחקות לקרנות האקטיביות וללא התייחסות לגודל הפוזיציה של הגוף המוסדי בחברה עלולה להוביל לכך שהקרנות יסתמכו באופן מלא על חברות הייעוץ, וזאת על מנת לצאת ידי חובה. בנוסף, הדבר עלול להוביל לכך שקרנות יפעלו להקטין את מספר הפוזיציות שלהם, ומניות פחות סחירות יסחרו עוד פחות.

הוסבר על ידי סגל הרשות כי נקודת המוצא והצורך בהסדרת הנושא היא שלאף גוף מוסדי אין כדאיות כלכלית אמיתית בטווח המיידי בהשתתפות באסיפות הכלליות, ללא קשר לגודל הפוזיציה שלו באחזקות החברה. משכך, והיות ונקודת המוצא היא כי השתתפות הגופים המוסדיים באסיפות כלליות משרתת את טובת הציבור בכללותו, קיים צורך בהסדרה רגולטורית של חובת ההשתתפות.

בנוסף, הוסבר כי ההסתייעות בחברות הייעוץ אינה בהכרח דבר שלילי, היות ולא בטוח שהיכולת של מנהלי קרנות קטנים ובינוניים, המנהלים על פי רוב השקעות אקטיביות, והמאופיינים בכוח אדם מאוד מצומצם, הם בעלי יכולת לגבש המלצות מבוססות ומושכלות ביחס לכלל הנושאים שעל סדר היום באסיפות הכלליות באופן דומה לזה שמבוצע על ידי חברות הייעוץ, הצוברות מומחיות בתחום זה. זו גם היתה אחת התובנות שעמדה בבסיס ההמלצות של ועדת חמדני. על מנת לשפר את אופן ההתנהלות של גופי הייעוץ, מהלך ההסדרה נועד לייצר מנגנון של פיקוח עקיף על חברות הייעוץ באמצעות הגופים המוסדיים ובכך לטייב את אופן התנהלותן של חברות הייעוץ. זאת, באופן שבמבחן התוצאה התהליכים וההמלצות שהם יגבשו יחד עם המערך המשלים שיחול במקרים מסוימים על הגופים המוסדיים כחלק מתהליך גיבוש החלטת ההצבעה, יביאו לשיפור המצב הקיים

היום.

התקיים דיון כיצד ניתן לפתור את חוסר העניין האפשרי מצד גופים מוסדיים בהצבעה באסיפות כלליות והעברת האחריות מצידם לחברות הייעוץ רק כדי לצאת ידי חובה. הוסבר כי החוזר למנהלי הקרנות נועד לטפל באופן ההסתייעות בחברות הייעוץ מצד מנהלי הקרנות ונועד להבהיר שיכולה להיות הסתייעות בחברות הייעוץ אך לא הסתמכות עיוורת. ישנם למעשה מספר מנגנונים שמוסדרים בחוזר ונועדו להבטיח שההסתייעות בחברות הייעוץ לא תהפוך להסתמכות עיוורת ושמנהל הקרן עדיין עומד בחובות האמון שלו כלפי המחזיקים. אחד המנגנונים הוא שעל מנהל הקרן לבחון שחברת הייעוץ עומדת בעקרונות הראויים שהוגדרו על ידי הרשות כסטנדרטים מינימאליים, ולבצע בחינה תקופתית של עמידה בעקרונות אלו. בנוסף, חובה על מנהל הקרן לקבוע מדיניות לעניין מידת ההסתייעות בחברות הייעוץ.

חשוב להדגיש כי הליך ההסדרה העקיפה מבוצע כשלב ראשון. בכוונת הרשות לבחון את ההסדרה הזו בעוד כשנתיים ולבחון האם היא מובילה לתוצאה המיוחלת או האם קיים צורך בהסדרה ישירה.

חברי המליאה שאלו מדוע בחברות בהן אין בעל שליטה לא מוחלת חובת השתתפות בכל האסיפות הכלליות, שכן אז לגופים המוסדיים לכאורה יש יכולת הכרעה בכל האסיפות. סגל הרשות הסביר לעניין זה כי אכן בחברות ללא בעל שליטה נקודת האיזון היא שונה, שכן שם המטרה של הממשל התאגידי היא לא לפקח על זכויות המיעוט מול בעל השליטה, אלא בעצם לפקח על ההנהלה, ושם גם החלטות שאינן ברוב מיוחד, כדוגמת מינוי דירקטור, הופכות להיות חשובות, שכן אין הנחה שבעל השליטה מטפל בכך. הנושא נדון רבות הן בדיונים פנימיים והן מול אגף שוק ההון ומשרד המשפטים, ובסופו של יום הוחלט לקבוע מספר החלטות מהותיות במיוחד בהן תידרש חובת השתתפות בחברות ללא בעל שליטה, ואשר אינן ברוב מיוחד. אשר ליתר ההחלטות, קיימות החלטות פחות מהותיות המחייבות אישור ברוב רגיל כדוגמת הגדלת ההון הרשום של חברה, אשר אין צורך ממשי בהחלת חובת השתתפות בהן אך כמובן, תמיד קיימת לגופים המוסדיים האפשרות להשתתף באסיפות הכלליות אף אם לא הוטלה עליהם החובה לעשות כן.

אחד מחברי המליאה שאל האם נוכח המבנה הריכוזי של שוק חברות הייעוץ, לא כדאי שהרשות תפעל על מנת לעודד כניסתן של חברות ייעוץ נוספות לשוק. בתגובה הוסבר כי כפי הנראה אין פוטנציאל רווח כלכלי בשוק חברות הייעוץ שיעודד כניסתן של חברות נוספות. גם בארצות הברית שוק חברות הייעוץ הוא שוק מאוד ריכוזי, כאשר יש שתי חברות ייעוץ גדולות בלבד, המייעצות כמעט לכלל השוק. עם זאת, סגל הרשות מודע לבעייתיות הקיימת בכך שהשוק נשלט על ידי חברה אחת או שתיים וזאת בכך שיש מונופול של דעות. עם זאת חשוב לזכור ששוק חברות הייעוץ הוא שוק שהתעורר כי היה בו צורך מצד הגופים המוסדיים. מהלך ההסדרה המוצע מהווה למעשה את הניסיון הראשון להסדרת פעילות חברות הייעוץ, שהיא הסדרה חשובה וחיונית בשוק ההון. בשלב זה, מוצע מודל של הסדרה עקיפה על מנת לפקח על התנהלות חברות הייעוץ באופן עקיף, דרך מנהלי הקרנות. סגל הרשות שקל גם הסדרה ישירה ואולם זהו מהלך חקיקה ארוך יחסית, ואינו נהוג באף אחת מהמדינות המתקדמות בעולם. ממילא, בסופו של יום חובת האמון מוטלת על מנהלי

הקרנות. אלו היו הטעמים העיקריים שהובילו את סגל הרשות לבחור בדרך של הסדרה עקיפה בשלב זה. ואולם, וכאמור, ככל שנסבור שההסדרה העקיפה אינה מביאה לתוצאות המיוחלות, במבחן הזמן, יתכן בהחלט שבשלב שני יופעל מהלך של הסדרה ישירה. נשאלה שאלה על ידי חבר מליאה מדוע לא נקבע כי חברות הייעוץ יתנו המלצה לעניין אופן ההצבעה, אך הגופים המוסדיים יידרשו לבצע את ההחלטה בכותליהן, בהתבסס על ההמלצה. בכך לא מפקיעים את שיקול הדעת של הגופים המוסדיים. הוסבר על ידי סגל הרשות כי הדבר הוסדר בצורה עקיפה באמצעות החוזר למנהלי הקרנות שנועד להבטיח כי לא תהיה הסתמכות עיוורת על חברות הייעוץ וכי לא יופקע שיקול הדעת ו/או חובות האמון מהגופים המוסדיים. בין היתר, על חברת הייעוץ לקבוע מדיניות לעניין מידת ההסתמכות שלה על חברות הייעוץ, באופן בו הגופים המוסדיים יקבעו מהם הנושאים המהותיים בהם אין מסתמכים על חברות הייעוץ אלא מגבשים החלטה מושכלת באופן עצמאי. סגל הרשות סבור כי בכך יישמר האיזון הראוי בין הותרת חובת האמון על כתפיהם של הגופים המוסדיים מחד, ומאידך לאפשר לגופים המוסדיים להסתייע בחברות הייעוץ באופן שיביא להם תועלת כלכלית מכך.

אחד מחברי המליאה שאל מדוע לא נעשתה הבחנה בין חובות ההשתתפות של קרנות הנאמנות לאלו של קופות הגמל. זאת שכן טווחי הזמן בהם פועלים מוצרים אלו שונים לחלוטין. בתגובה העיר חבר מליאה נוסף כי דווקא היעדר הבחנה בין חובות ההשתתפות בין הגופים המוסדיים השונים עשויה לתרום לכך שחברות גדולות, אשר להן גם קופות גמל וגם קרנות נאמנות למשל, ישאפו לייצר חברת ייעוץ עצמאית שלהם, ובכך דווקא נתרום לתחרות בשוק חברות הייעוץ.

**החלטה: אושר, פה אחד, לפרסם את מערך ההסדרה המוצע להערות ציבור.**