

תכנית בחשבונאות

פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

חומר רקע למפגש דצמבר 2019:

סוגיית המשך השימוש בחברות הייעוץ לאסיפות הכלליות על רקע הצורך  
באקטיביזם מוסדי

רקע

שירותי הייעוץ שמעניקות חברות הייעוץ לגופים המוסדיים בקשר להצבעה באסיפות כלליות, שהוא נדבך אחד מתוך שירותי הייעוץ שלהם, נמצאים בשנים האחרונות על סדר היום הציבורי. לאחרונה, פרסמה רשות שוק ההון, ביטוח וחיסכון טיוטת נייר עמדה הנוגעת לדרישה מהגופים המוסדיים לבצע את האנליזה בצורה עצמאית - ללא שימוש בגופי ייעוץ כפי שנעשה כיום (ראו פירוט להלן). עמדה זאת של רשות שוק ההון עשויה להשפיע משמעותית על אופן ההצבעה וקבלת ההחלטות של גופים אלו באסיפות הכלליות של החברות הציבוריות בישראל.

בישראל פועלים נכון לשנת 2018 כ-95 גופים מוסדיים שמנהלים קרוב ל-2 טריליון שקל, כאשר הרגולטור המרכזי שלהם הוא רשות שוק ההון, ביטוח וחיסכון. תיק ההשקעות של המשקיעים המוסדיים, שאמונים על השגת תשואה עבור הציבור הישראלי, בצורה של פנסיות, קופות גמל וקרנות השתלמות, מורכב בדרך כלל מאג"ח ממשלתי (כ-28%), אג"ח קונצרני (כ-15%), מניות (כ-12%) ושאר הנכסים הם מזומן, פיקדונות והשקעות בחו"ל, נכון לנתונים עדכניים מבנק ישראל.<sup>1</sup> רשות ני"ע מפקחת על קרנות נאמנות (לרבות קרנות סל) ומנהלי תיקים שהיקף התיק שלהם מזערי ביחס לגופים המוסדיים המפוקחים ע"י רשות שוק ההון.

לפי תקנות הפיקוח על שירותים פיננסיים, התשס"ט 2009,<sup>2</sup> משקיע מוסדי מחויב להשתתף ולהצביע באסיפה כללית של תאגיד שהוא בעל זכות הצבעה בו, אלא אם מדובר באסיפה כללית של תאגיד חוץ (האסיפה מחוץ לישראל).<sup>3</sup> בהמשך לחובה זו של הגופים המוסדיים, בתחילת שנת 2008 פרסמה וועדת חמדני את ממצאיה בנוגע להיקף ההשתתפות הראוי של הגופים המוסדיים באסיפות בעלי מניות ומחזיקי אג"ח. עיקר המלצותיה של הוועדה בנושא היו כי יש לאפשר למוסדיים להיעזר בחברות הייעוץ בכדי להקל על חובתם להצביע באסיפות.<sup>4</sup> מאז המלצות הוועדה ועד היום השימוש בגופי הייעוץ בישראל הפך נחלת מרבית הגופים המוסדיים, שרובם עובדים עם חברת ייעוץ אחת – אנטרופי.

<sup>1</sup> ממוצע לפי נתוני בנק ישראל

<sup>2</sup> [https://www.nevo.co.il/law\\_html/law01/500\\_178.htm](https://www.nevo.co.il/law_html/law01/500_178.htm)

<sup>3</sup> החרגה השני לחובת הצבעת המוסדי באסיפה הכללית היא כאשר ההצבעה היא ברוב רגיל וידוע שבעל השליטה יצביע, עם זאת אנחנו מניחים שגם במצב המתואר, הגופים המוסדיים עדיין יצביעו בשל החשש מפגיעה בעמיתים המבוטחים.

<sup>4</sup> וועדת חמדני

תכנית בחשבונאות

פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

לחלק מהגופים המוסדיים מחלקות אנליזה פנימיות שבעזרתן מקבלים אותם גופים החלטות אודות ההחלטה באסיפות הכלליות, אך עדיין – מרבית הגופים נעזרים בשירותי ייעוץ חיצוניים בכדי לנתח את המידע ולקבל החלטה בעניין ההצבעה.

מבחינת התנהלות, חברות הייעוץ מבצעות מעקב אחר תאריכי ונושאי האסיפות של הגוף המוסדי ששוכר את שירותן, מבצעות ניתוח לנושא האסיפה ומספקות המלצת הצבעה, לעיתים הן גם מקבלות ייפוי כוח (Proxy) להצביע בשם הלקוח (הגוף המוסדי).



5

במהלך חודש פברואר 2014 פרסמה הרשות לני"ע חוזר בדבר התקשרות המוסדיים עם גורם מקצועי לצורך קבלת המלצות לגבי אופן ההצבעה באסיפה כללית<sup>5</sup>. החוזר מסדיר את אופן ההתקשרות של הגוף המוסדי עם חברות הייעוץ, וקובע כי חלה חובה על המוסדי לבדוק את כשירותו המקצועית של אותו היועץ וכן כי הוא אינו מצוי בניגוד עניינים בטרם ההתקשרות. כמו כן קובע החוזר כי על מנהל הגוף המוסדי לקבוע את מידת ההסתמכות על ממצאי הגוף המייעץ, פוטנציאל ניגוד העניינים שלו, כיצד לעבוד עם אותו הגורם וכן באילו מקרים יחליט המוסדי בניגוד למדיניות ההמלצה של היועץ. בנוסף, מפרט החוזר את הצורה, התוכן והחשיבות של נייר ההמלצה שניתן לגוף המוסדי בעת הייעוץ.

<sup>5</sup> דפוסי הצבעה של הגופים המוסדיים אל מול המלצות ייעוץ הפרוקסי  
<sup>6</sup> חוזר הרשות 2013

## תכנית בחשבונאות

# פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

### ייעוץ הפרוקסי בארה"ב

בניגוד לגישת ה-Wall Street Rule (כל עוד המשקיע מחזיק בנייר ערך – הוא תומך בהחלטות ההנהלה ולא חולק עליהן) שרווחה בארה"ב עד תחילת שנות ה-2000, קמה לה גישת האקטיביזם המוסדי. כחלק מגישה זו, פרסם ה-SEC האמריקאי ב-2003 תיקון לחוק שמאפשר ליועצי פרוקסי להצביע עבור המוסדיים כל עוד הם עומדים ברגולציה ספציפית<sup>7</sup>. ב-2018 פרסם ה-Business Roundtable מכתב שהעביר ל-SEC שבו נטען כי יש להגביר את הרגולציה על יועצי הפרוקסי ולבחון את ההשלכות של הייעוץ שניתן על ידם על ההיבטים הכלכליים והמשפטיים של התאגיד<sup>8</sup>. בחודשים האחרונים הוציאה ה-SEC שתי הצעות לתיקונים לחוק הפדרלי המסדיר את פעילות חברות הפרוקסי<sup>9</sup>.

עיקר התיקונים נוגעים לנושא מעט שונה מאשר הדיון במשק הישראלי – מערכת היחסים בין מנהלי ההשקעות בבנקים לבין הלקוחות שלהם (הציבור). נציבי ה-SEC בראשות אלעד רויזמן בחנו את נושא הרגולציה על גופי הפרוקסי ואף פנו לציבור בכדי להביע את דעתם בנושא. חלק מהמגיבים טענו כי על הרשות להימנע מלפעול להגבלת כוחן של חברות הייעוץ כי למעשה כך יופחת האקטיביזם המוסדי – וכך יוכלו החברות הציבוריות להעביר החלטות בקלות ללא התייחסות למיעוט המוסדי. רשות ניירות ערך האמריקאית דחתה טענה זו. החלטת ה-SEC היא להדגיש את אחריותם של מנהלי ההשקעות בעת ההתייעצות בחברות הייעוץ, ולהדגיש כי עליהם חלה חובת האמונים לציבור, זאת תוך הבהרת החובות על חברות הייעוץ עצמן.

### ממצאים אמפיריים בישראל

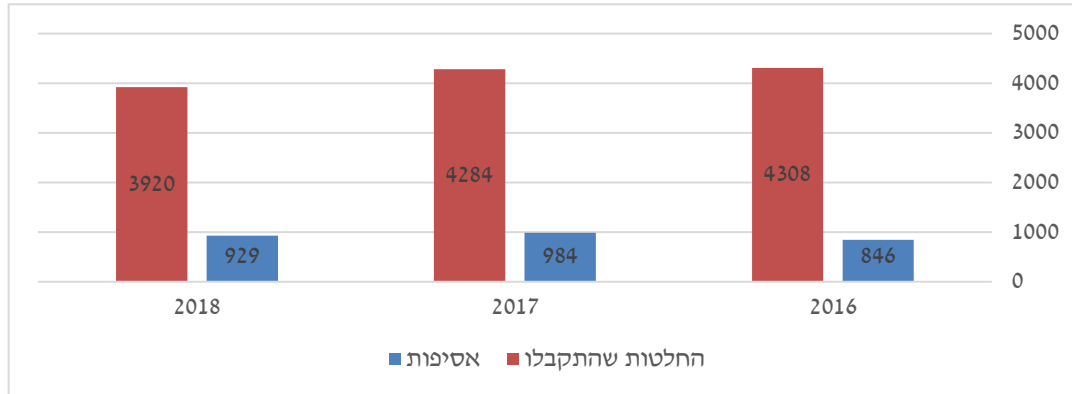
לצורך הכנת חומר הרקע למפגש, בוצע ניתוח אמפירי על כ-60 אסיפות כלליות שנערכו במהלך השנים 2015-2019. הניתוח בחן את אופן המלצת 2 חברות הייעוץ העיקריות בישראל (עמדה ואנטרופל), וכן את אופן הצבעת הגופים המוסדיים העיקריים בישראל (מיטב דש, מנורה, מגדל, כלל, פניקס, אלטשולר שחם, פסגות, הראל, איילון, הכשרה, הלמן אלדובי, ילין לפידות, IBI, מור). נתוני ההצבעות של המוסדיים נלקחו מאתר המא"י, והמלצת חברות הייעוץ נלקחה מהחברות עצמן. במחקר לא הובאו בחשבון החלטות לא משמעותיות (מינוי ר"ח, מינוי דירקטור וכו'), וכן לא נכללו אסיפות בהן לא פורסם אופן הצבעת בעלי המניות. כמו כן נסקרו נתונים של כלל האסיפות הכלליות בשנים 2016-2018 בעזרת נתונים הלקוחים מדיווח חברות הייעוץ.

<sup>7</sup><https://www.sec.gov/rules/final/ia-2106.htm#IA1>  
<sup>8</sup>BusinessRoundtable letter to SEC  
<sup>9</sup><https://www.sec.gov/rules/interp/2019/ia-5325.pdf>

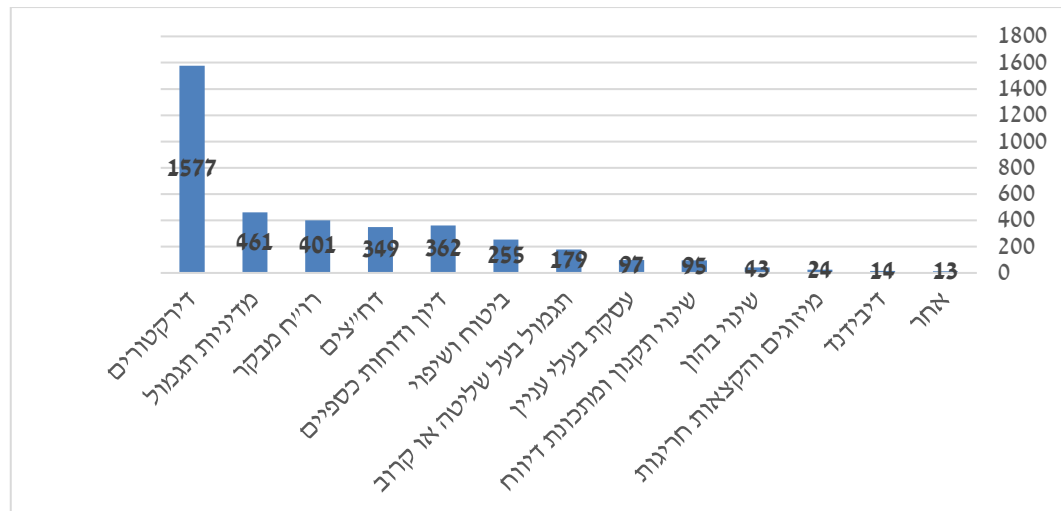
תכנית בחשבונאות

פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

כמות ההחלטות והאסיפות הכלליות ב- 2016-2018 :



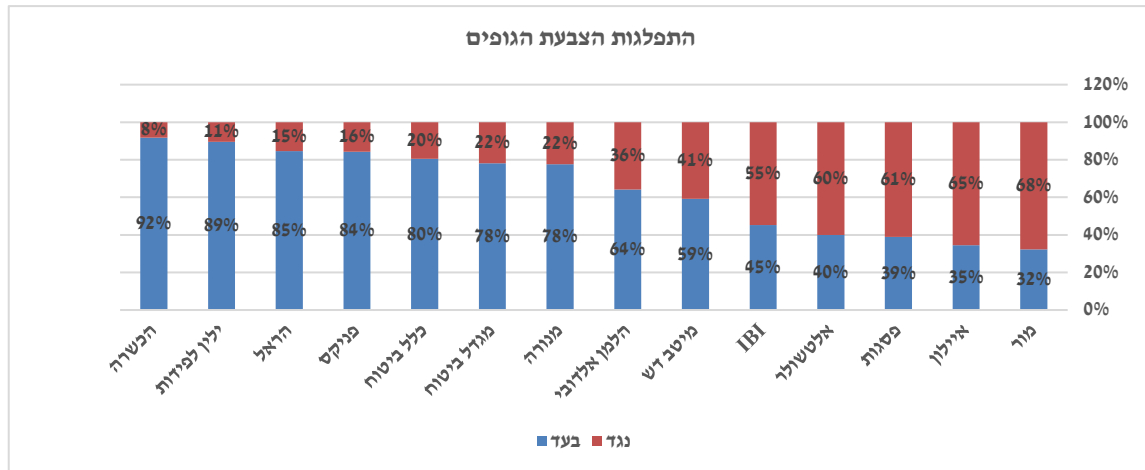
ההחלטות שנידונו באסיפות הכלליות במהלך שנת 2018 :



תכנית בחשבונאות

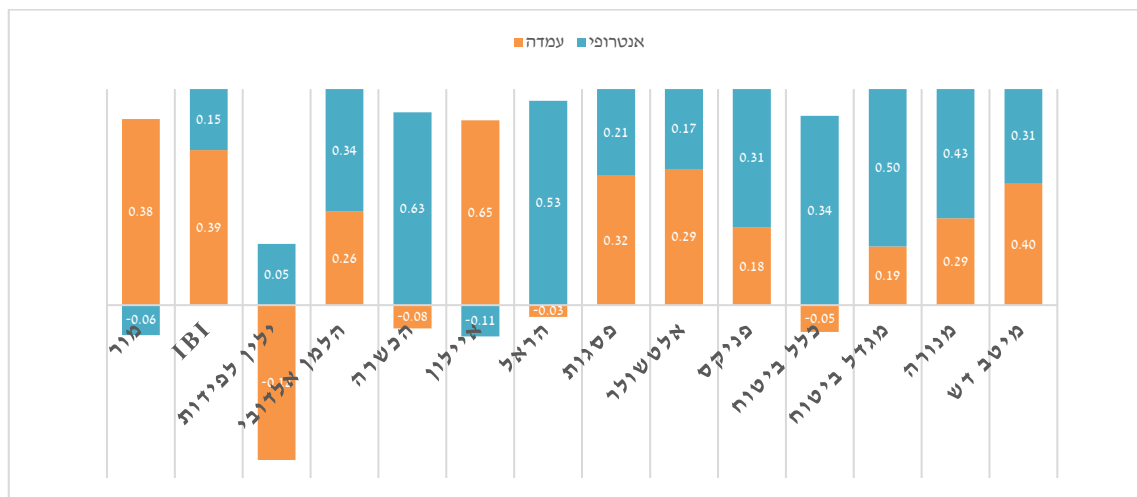
פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

התפלגות שיעורי ההצבעות של הגופים המוסדיים ב-60 האסיפות הכלליות שנבחנו:



ניתן לראות כי איילון, מור, פסגות ואלטשולר שחם הצביעו הכי הרבה פעמים "נגד" ההחלטות, וכי הכשרה, הפניקס וכלל הצביעו הכי הרבה פעמים "בעד" ההחלטות. שאר בתי ההשקעות לא בלטו לכיוון אחד או אחר.

להלן הקשר בין המלצות חברות הייעוץ להצבעת המוסדיים ב-60 האסיפות שנבחנו:



ניתן לראות כי הכשרה, הראל ומגדל הציגו את הקשר הגבוה ביותר לחברת הייעוץ אנטרופי, וכי איילון, מור ומיטב דש הציגו את המתאם הגבוה ביותר לחברת עמדה. ילין לפידות הציגו מתאם שלילי לחברת עמדה ומתאם חלש מאוד לאנטרופי. שאר הגופים לא בלטו לכיוון אחד או אחר.

## תכנית בחשבונאות

# פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

### הצעת רשות שוק ההון, ביטוח וחסכון

בחודש אפריל 2019 פרסמה רשות שוק ההון, ביטוח וחסכון מסמך שבו מוצעים תיקונים בחוזר המאוחד (קודקס הרגולציה פרק 4 – ניהול נכסי השקעה<sup>10</sup>) שדן בהצבעת משקיע מוסדי באסיפה כללית של תאגיד. הסעיף המרכזי הוא הפרדה מוחלטת של שימוש בזכויות ההצבעה של עמיתים מהנוסטרו והחלת חובה שהצבעות מכוח זכויות ההצבעה של עמיתים יבוצעו על ידי ועדת השקעות עמיתים במנותק מכל זיקה או תהליך בנוסטרו. זהו המרכיב המרכזי בעמדת הרשות וטיוטת התקנות שהופצה בהתאם.

התיקונים כוללים בין היתר:

1. השמטה של סעיף המאפשר לוועדת ההשקעות של המשקיע המוסדי להגדיר באילו סוגי החלטות המוסדי יתקשר עם גורם מקצועי, קרי חברת ייעוץ.
2. השמטה של סעיף שדורש מהגוף המוסדי לפרט כיצד פעל בהתאם להמלצת חברת הייעוץ.
3. הוספת סעיף שדורש מהגוף המוסדי לפרסם עבור כל הצעת החלטה את הנימוקים שעל בסיסם התקבלה ההחלטה, וכן מי המתנגדים לקבלת אותה החלטה (לרבות מדוע מתנגדים, שמותיהם ותפקידם).
4. ביטול כל סעיף 1(ד) – שמגדיר את כללי ההתקשרות עם גורם מקצועי (חברת הייעוץ).
5. הוספת סעיף המגדיר כי כל החלטה שאין חובה להביאה לדיון והצבעה בוועדת ההשקעות בגוף המוסדי (לפי הוראות תקנה 4 לתקנות הפיקוח על שירותים פיננסיים<sup>11</sup>) תובא לדיון ולקבלת החלטה אצל מנהל כספי המוסדי או עובד בגוף המוסדי, וכן על אותו גורם להיות כפוף לוועדת ההשקעות, וכן לא לקבל החלטות בעניינים שיש לו או לקרובו זיקה אליהם, כמו כן;  
א. על המשקיע המוסדי נדרש לקבל את החלטותיו בנוגע להצבעה באסיפות הכלליות בצורה מושכלת, על בסיס מידע מלא, באופן עצמאי וללא השפעה של אינטרסים זרים מלבד טובת החוסכים.  
ב. בשל הדרישה לניתוח עצמאי בעת קבלת החלטות הצבעה של הגוף המוסדי בתאגידים בהם הוא משקיע, הצורך בשימוש בייעוץ מקצועי מצטמצם, וכן הצורך באסדרה של ההתקשרות הזו מתייתר.  
ג. מובהרים המקרים בהם יש חובת הצבעה – החלטות ברוב מיוחד, החלטות משמעותיות (מינוי ופיטור דירקטורים) וכן הצעת החלטה מיוחדת.

<sup>10</sup> קודקס החקיקה – ניהול נכסי השקעה  
<sup>11</sup> תקנות הפיקוח על שירותים פיננסיים

## תכנית בחשבונאות

# פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

### שאלות לדיון

1. האם יש לתת לנוסטרו להשפיע על זכויות ההצבעה של העמיתים? האם חברות הייעוץ תורמות דה פקטו להשפעה כזו?
2. האם העובדה שהדוח המפורסם על ידי חברות הייעוץ הוא כללי ואינו ספציפי לכל גוף מוסדי, מחזק או מחליש את היכולת של הגוף המוסדי לזכות לייעוץ התואם לצרכי עמיתיו? האם הייעוץ רלבנטי גם באסיפות אג"ח (בו האינטרס משתנה בין מחזיקי סדרות שונות) או מוגבל רק לאנליזה של חברות?
3. האם לגופים המוסדיים, בעיקר הקטנים מבניהם, יכולת עמידה בעלויות הקמה ותחזוקה של מערך מקצועי תומך אנליזה חלף הסתייעות בגורמי ייעוץ? האם השינוי יגביל את ההשקעה בחברות ציבוריות קטנות? ככל שכן, האם לא ישפיע על הצבעת הציבור באסיפות כלליות?
4. האם מתפקידה של וועדת ההשקעות לקבל החלטות בזמן אמת או רק לספק קווי מתאר? האם כאן אנחנו הופכים אותה לכזאת שקובעת כל החלטה?
5. במידה ומתקבלת החלטה שהגופים המוסדיים לא חייבים להצביע בהחזקות קטנות יותר מ-0.1% מהתיק שלהם, מה ההשלכות על הממשל התאגידי של חברות כאלו? האם לא יהיו הצבעות של המוסדיים בחברות במדדים קטנים יותר שבדרך כלל מהווים אחוז קטן מהתיק שלהם?
6. עלייה בחברות ללא גרעין שליטה בישראל – האם הגידול בחברות ללא גרעין שליטה בישראל מהווה מגמה שדורשת דווקא הגדלה של האקטיביזם המוסדי?
7. האם לא נדרשת קוהרנטיות מול קרנות הנאמנות? שהן עדיין יכולות להתייעץ עם גופי הייעוץ באותו האופן?
8. עד כמה חברות הייעוץ כיום נמצאות בניגודי עניינים בהקשר להמלצות הצבעה באסיפות כלליות והאם ניתן לבצע מהלכים למניעת ניגודי עניינים אלה? האם נשמרת חובת דיווח ניגוד העניינים של חברות הייעוץ באופן קבוע? בנוסף, האם הייעוץ הנוסף שנותנות חברות הייעוץ למוסדיים – למשל בנוגע לממשל תאגידי פוגע באי התלות של אותו הייעוץ להצבעה?
9. האם יש צורך במנגנון חדש שינטרל ניגוד עניינים של הגופים המוסדיים, לאור השינוי המוצע?
10. האם המבנה הריכוזי של שוק הייעוץ לאספות בישראל יוצר בעיתיות?