

תכנית בחשבונאות

פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

סיכום דיון

מסמך זה מהווה את תמצית הדיונים של "פורום שווי הוגן" מתוך מטרה לשתף את הקהל הרחב בעיקרי הדברים. בקריאת המסמך יש להביא בחשבון שמדובר בתמצית הדיון ולא בפרוטוקול מלא. בהתאם למדיניות הפורום, הדברים מובאים שלא בהכרח בציון שמות כל הדוברים. יודגש כי הדברים מייצגים את עמדותיהם האישיות והמקצועיות של חברי הפורום ואינם מייצגים בהכרח את העמדות הרשמיות של הגופים אליהם הם משתייכים.

תאריך המפגש: 4.12.2019

נושא המפגש: "סוגיית המשך השימוש בחברות הייעוץ לאסיפות הכלליות על רקע הצורך באקטיביזם מוסדי"

משתתפים: אמיר ברנע, שלומי שוב, רקפת שני, משה ברקת (רשות שוק ההון), איתי קדמי (בנק ישראל), אילן פלס (איגוד החברות הציבוריות), בועז דהרי (ליאון אורליצקי ושות'), אלי שמעוני (משרד עו"ד), גיקי אהרון (MVP), גתית גור גרשגורן, דגנית דניאל (משרד המשפטים), יורם עדן (מכללת הדסה), מורן אופיר (IDC), מיכל עבאדי בויאנג'ו, צחי זנזורי (מגדל), קים שוהם ניר (הכשרת הישוב), רועי שפירא (IDC), שיראל גוטמן עמירה (אגמון ושות'), שלומי וינר (אוניסון יועצים), סאמר חאגי יחיא (בנק לאומי), מני נאמן (הפניקס), שמואל האוזר (רשות ניירות ערך לשעבר), אבי לוי (מליסרון לשעבר), אסף חמדני (אוניברסיטת תל אביב), יניב פגוט (איילון), גנדי גולדשטיין (משרד המשפטים), אמיר סוראיה (קנובל בלצר סוראיה ושות'), אסתר גלעוז, עדי סקופ (מגדל).

אורחים שנכחו בדיון: צחי דרוקר (כלל ביטוח), יערה שחורי בן הרוש (אגמון ושות'), אמיר איל (אינפנייטי) רות פשצ'יק אליאס (הפניקס), עודד ורד (הפניקס), סמי בבקוב (הראל), איילת נחמיאס ורבין (חברת כנסת לשעבר), ברק גונן (צדק פיננסי), צבי סטפק (מיטב ד"ש), ניר מורוז (מנורה), מירב דוד (לובי 99), רוני אלרואי (עמדה), איתי מקמל (עמדה), ניצן סנדור (פישר בכר חן וול אוריון ושות'), אייל ידוב (רדהאן), תום טרילניק (רשות שוק ההון), אמיר וסרמן (רשות ניירות ערך), לידור רוזנצוויג (KPMG), יעל סלטון (סומך חייקין), משה קאשי (הסדנא לידע ציבורי), אורי קרן (מור), אלעד כהן (איגוד החברות הציבוריות), חמוטל דרקסלר (משרד המשפטים), אולגה אלקסייב (EY), טל הפלינג (רשות שוק ההון).

צוות מקצועי: דניאל שרון, דקל רינצקי, יואב אטיאס

תכנית בחשבונאות

פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

שלומי שוב

בוקר טוב לכולם, קודם כל אנחנו רוצים לציין את פתיחת השנה האקדמית ה-9 של פורום שווי הוגן. אנחנו דנים היום בתפקיד של חברות הייעוץ באסיפות הכלליות פה בישראל, מה שנקרא גופי הפרוקסי. כמובן שהרקע הוא הטיוטא שפורסמה לאחרונה ע"י רשות שוק ההון. למעשה נכון לעכשיו אנחנו מבינים ויודעים שלחברות הייעוץ האלה יש השפעה משמעותית, בין היתר לאור העובדה שהגופים המוסדיים יכולים להישען על ההחלטות שלהם. במצב היום אנחנו יודעים שהגופים המוסדיים צריכים לפרט את נימוקי אופן ההצבעה שלהם כאשר הם מצביעים בניגוד לגוף המייעץ. לעומת זאת לפי ההצעה החדשה – הגוף המוסדי צריך לבצע אנליזה עצמאית ולתת נימוקים בכל מקרה כולל דעת מיעוט אם הייתה בוועדת ההשקעות, כלומר ההצעה החדשה מאוד מחדדת את האחריות של הגוף המוסדי בין היתר באמצעות שקיפות והיכולת שלו להישען במידה מוחלטת על הפרוקסי נחלשת. אלו דברים שיעלו פה לדיון היום ויש היגיון בשיפור בהסתמכות העיוורת אבל השאלות שעולות פה הן שאלות יישומיות – מה זה בדיוק "עצמאית" כפי שמדובר בהצעה? האם יהיה ניתן ואיך להשתמש בגורמים חיצוניים?

לצורך הדיון עשינו בדיקה באמצעות הצוות של הפורום שלנו – לקחנו 60 אסיפות משמעותיות ובולטות ב-3 השנים האחרונות ומצאנו למשל שב-86% מהמקרים אנטרופי הצביעה בעד. כמובן שיש פה הטיה מובנית כי אנחנו מודעים לכך שההצעות מתוקנות לעיתים קרובות לפני האסיפות ומדיניות ההצבעה ידועה, אך עדיין הנתון הזה יכול להיות משמעותי כי למשל עמדה הייתה באותן ההחלטות בעד ברק 47% מהמקרים. אך לקחנו שני גופים משמעותיים אחרים שלא נשענים על גופי הפרוקסי שאלו הם אלטשולר שחם ופסגות והם הצביעו בעד ב-40% מאותם מקרים. זה נכון שלא עשינו מחקר מלא ומושלם, אך זו אינדיקציה לצורך הדיון, כמובן שנשמח לשמוע גם מחשבות אחרות, המטרה היא באמת לייצר דיון עמוק לכל כיוון.

כמו כן ממה שראינו בד"כ הגופים המוסדיים, ברוב המקרים הולכים עם ההמלצה של גוף הפרוקסי. רק במקרים נדירים יש התנגדויות, למשל ראינו התנגדות של הגופים המוסדיים במקרה של אייל לפידות לפני כחצי שנה, למרות שאנטרופי הייתה בעד. בגדול – אין הרבה מצבים שהם לא מאמצים את החלטת הפרוקסי.

מעבר לצורך באקטיביזם מוסדי שזה נושא שיעלה פה, החשש הגדול כאן להבנתי הוא הנושא של ניגוד העניינים משני מישורים:

תכנית בחשבונאות

פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

- 1) גופי הייעוץ - לגבי שירותים אחרים שהם מספקים לחברות הרלוונטיות
- 2) הגוף המוסדי עצמו – אנחנו יודעים שיש להם השקעות נוסטרו ולא פחות מזה שירותים של ביטוח לדוגמא לחברות, ותחשבו על חברה שנותנת שירות לגוף שלגביו מתקבלת החלטה, אז גם פה יתכן ניגוד עניינים.

אני חייב להגיד לכם שמה שמטריד אותי וזה גם סממן לבעיה – זה שבשורה התחתונה המודל העסקי של חברות הפרוקסי בישראל, ככל שאנחנו מסתכלים על שירותי הייעוץ לאסיפות הכלליות, הוא לא בר קיימא, אז מן הסתם זה נובע מכך שהשוק קטן, אבל אנחנו במסגרת הדיון כאן רוצים לדבר על הכל – עד כמה קיים התמריץ של הגופים המוסדיים לעשות עבודה מעמיקה בניתוח ההחלטות או שזה יותר כורח. אסף חמדני יושב פה עם ההמלצות בזמנו של הוועדה בראשותו, אין לי ספק שאם אנחנו לוקחים את המצב בעבר מול היום – השתפרנו, השאלה אם אנחנו במקום הנכון, והדברים עוד יותר מתחדדים בעולם של שחיקת דמי הניהול. תראו יש פה רווחיות שהיא לא סבירה כשאתה מנתח את החברות עצמן, מצד שני יש להן כוח אדיר, זה מזכיר לי את העיתונות – שכסף אין יותר מידי, אבל כוח ההשפעה הוא משמעותי. וכל המצבים האלה – הם קרקע פורייה לניגודי עניינים מאוד רגיש שצריך לשים אליו לב.

דבר נוסף - המבנה הריכוזי של שוק הפרוקסי שלנו - עצם העובדה שיש רק שני גופי ייעוץ שגוף אחד תופס כמעט את כל השוק יכול להעיד גם על בעיה. לא מצאנו נתונים שמראים את נתח השוק, אך למיטב הבנתנו מתוך 5 גופי הביטוח הגדולים בארץ, 4 מתוכם עובדים עם אנטרופי ורק אחד עובד עם עמדה. גם הניוד בין החברות כמעט ולא קיים, הכל מאוד סטאטי. אלו סימנים שיכולים להיות מדאיגים, ובאמת יהיה מעניין לשמוע את נציגי המוסדיים שעושים את התהליך עצמאית. ממה שאני ראיתי אצל פסגות ואלטשולר שחם – הם נותנים נימוקים לכל החלטה שהם מקבלים, אני חושב שהנושא של לתת נימוקים הוא דבר מאוד משמעותי שקיים בהצעה והוא מאוד חשוב בכל פתרון שלא יהיה.

ברקע של הדברים אנחנו צריכים להבין שבארה"ב גופי הייעוץ האלו קיימים, הפעילות שלהם מקובלת ומותרת. זה לא שבעיית ניגודי העניינים של חברות הפרוקסי לא נמצאת על סדר היום של ה-SEC, אך שם הם מחדדים את הנהלים בדבר הנאמנות למשקיעי הקצה, אחריות לגוף שמקבל את הייעוץ שלא תהיה הסתמכות עיוורת ובכלל טיפול בניגודי העניינים של הפרוקסי. יחד עם זאת צריך תמיד לזכור שבארה"ב אין את הריכוזיות שקיימת לנו, ואין מה לעשות יש צורך להתחשב בריכוזיות הספציפית שלנו.

תכנית בחשבונאות

פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

אנחנו יודעים שיש מגמה בישראל שנובעת בעיקר מחוק הריכוזיות של חברות ללא גרעין שליטה, אבל גם עם המגמה הזו עדיין 85% מהחברות בבורסה בארץ הן כן במבנה של שליטה וזה משהו שאי אפשר להתעלם ממנו.

אז יש לנו באמת היום דיון מרתק, וזה קשור באמת לאחריות ציבורית ואקטיביזם של הגופים האלו, עולה השאלה – עד כמה וועדות ההשקעה של הגופים המוסדיים יכולות לעמוד במעמסה של אנליזה עצמאית, בהקשר זה עלו כל מיני הצעות לפחית את כמות האסיפות, עולה השאלה – באיזה מנגנון יש לעשות זאת? כי אנחנו כן רוצים שיהיה אקטיביזם מוסדי, תחשבו על הכוח שלהם ביחד, אנחנו רוצים שיפעילו את היכולת שלהם ושלא יהיה מצב שהרבה מאוד חברות בשוק ההון נמצאות בספסלים האחוריים, אלו בדיוק אותן חברות שאנחנו חוששים מהממשל התאגידי שלהם והמצב שלהן רק יוחמר.

תסתכלו רק מהשבוע האחרון את הדוגמא של נכסים ובניין וגב ים, אתם יודעים שב-Q3 נכסים ובניין ירדה בשיעור אחזקה מ-40% ל-35% בגב ים, ועולה השאלה – האם נכסים ובניין איבדה שליטה בגב ים? מדובר בסוגייה רבת משמעות גם כמובן מבחינת חוק הריכוזיות ויתר חוקי ניירות ערך, וגם מבחינה חשבונאית. איבוד השליטה יצר להם רווח של כ-900 מיליון שקל, והוא נקרא רווח חלומי כי אין עליו מס שוטף, ואפילו אין עליו מיסים נדחים. למיטב הבנתי גם לפי חוק החברות הנוכחי לצערי הוא גם ניתן לחלוקה כדיבידנד. חשוב להבין שהחלטה על קיומה הוא קיומה של שליטה אפקטיבית היא אף פעם לא טריוויאלית מבחינה חשבונאית ויכולה להיקבע על קוצו של יוד.

עולה השאלה – האם השליטה החשבונאית זהה לשליטה משפטית? זה שהחשבונאות קבעה שיש כאן איבוד שליטה לא אומר שהחוק רואה זאת כזה, ב-IFRS 10 הפוטנציאל להחלפה, שהמוסדיים יכולים להתאגד ולבצע החלפה של דירקטורים – העובדה הזו מספיקה כדי להגיד שאבדה השליטה החשבונאית, יכול להיות שלצורך המשפט תהיה הסתכלות אחרת. למה אני מזכיר את הנקודה הזו, אם נכסים ובניין מחזיקה 35% השאלה היא כמה גורמים מגיעים באמת לאסיפות, מה דפוסי ההצבעה באסיפות, וככל שמיעוט פסיבי – נכסים ובניין ישלטו גם עם 35%, זאת אומרת שלנכסים ובניין יש אינטרס לעודד אקטיביזם מוסדי.

ממה שאני מבין רשות ניירות ערך ומשרד המשפטים חושבים אחרת מרשות שוק ההון לגבי נושא חברות הפרוקסי, ואנחנו נשמע היום את דעתם. בכל מקרה אני סבור שכל פתרון צריך באמת לטפל בניגוד העניינים וחידוד האחריות של הגופים המוסדיים ופרסום הנימוקים לדעתי הוא MUST בכל מקרה. צריך גם לבחון הטלת רגולציה על חברות הפרוקסי.

תכנית בחשבונאות

פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

לטעמי יש כאן גם עניין של רגולטורים שונים. אנחנו מודעים לזה שהרגולטור שנמצא כאן איתנו הוא זה שעוסק ברוב הכסף המוסדי וזה קצת מוזר שקרנות הנאמנות מטופלות ברשות לניירות ערך וכל שאר הכסף מטופל ברשות שוק ההון, אנחנו יודעים שתחת כהונתו של האזור הרשות עשתה הסדרה של הנושא.

משה ברקת

זה לא כל כך דרמטי כי ממילא הסכום הופך להיות לא מהותי ביחס לסך הכל הכסף של הגופים המוסדיים. זה מעט כסף יחסית לעומת כל המערכת אז זה לא מפריע.

שלומי שוב

עדיין בשעתו הוא ניסה לעשות הסדרה לנושא. סך הכל הרגולטור צריך להתמחות בתחום שלו, אבל האזור בזמנו ניסה לטפל בנושא של יכולת מקצועית של גופי הפרוקסי, השאלה כמה באמת הנושא נאכף.

משה ברקת

יש הבדל בין חיסכון ארוך טווח כמו פנסיה וכספים שמעודדים חיסכון לטווח ארוך, מול כספים שהם בעצם מכשיר השקעה, וזה ההבדל העיקרי, ולכן אני לא רואה בעיה בהסדר הקיים.

אמיר ברנע

הרי אין הבדל בין וועדות ההשקעה בתוך הגוף המוסדי בין זאת שאחראית על קרנות הנאמנות לבין זאת שאחראית על פנסיה וגמל מוזר מאוד שיש שני רגולטורים שונים עליהן.

משה ברקת

סוג הפיקוח הוא אחר, בפנסיה ההסתכלות היא שונה לגמרי, המסלולים לא דומים, רוב הכסף של הציבור במסלול כללי.

אמיר ברנע

בהכנה למפגש בנושא הזה שאלתי את עצמי "האם הנושא הזה מספיק חשוב?" כלומר אני יודע שבדרך כלל נושא ההצבעה באסיפות הכלליות הוא טכני להוציא אולי שני נושאים של חדלות פירעון שבו

תכנית בחשבונאות

פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

קיימים חילוקי דעות בין סדרות שונות ועסקאות של החברה עם בעלי שליטה. מצד שני הנוכחות בפורום מוכיחה ששאלת תפקיד הפרוקסי המייצג מול אקטיביזם מוסדי ישיר היא שאלה בעלת משמעות לשוק ההון הציבורי. כשמופעל פרוקסי צפים ניגודי עניינים: החל מהפרוקסי עצמו שגם נותן שירותי ייעוץ וגם מייצג משקיעים כנראה שקיים בפרוקסי קיר בלתי חדיר אטום להשפעות אמנם לא בדקתי את המשרדים אבל כנראה שיש קיר כזה. לדעתי השאלה המרכזית היא לא ניגוד העניינים בין הפרוקסי והמשקיע המוסדי אלא היא בתוך הגוף המוסדי עצמו, בין נוסטרו לעמיתים, וועדות השקעה שמחזיקות יותר אגרות חוב או פחות, טובת מי על הפרק? טובת הסדרה אם יש אסיפה שמחולקת לסדרות – טובת הסדרה או המשקיע שיש לו אינטרסים בסדרות אחרות? ראינו את הסיפור הזה בבי-קום. השאלה הייתה האם מותר להצביע לגוף מוסדי שמחזיק בסדרה ספציפית אולי קטנה יחסית כאשר האינטרס שלו נובע מסדרה אחרת גדולה יותר, כאשר האינטרס מתנגש – למשל באשר להליך פירעון החוב.

לגבי שאלת האחריות – מי מייצג, האם לפרוקסי יש פילוסופיה מובנית לגבי ממשל תאגידי והמשקיע המוסדי יכול להתנגד או ללכת עם הפרוקסי? או להפך הפרוקסי שואל את המוסדי – מה דעתכם? לפי מה הפרוקסי קובע את דעתו? השאלה היא – האם הפרוקסי חייב להחזיק במין מתכונת סדורה של ממשל תאגידי שמתקיימת בכל המצבים? בעיה נוספת – האם החוק שקובע מתי מותר להצביע ומתי אסור להצביע האם יש לעשות בו שינויים, האם זה סביר שגופים יצביעו על בסיס אינטרסים בסדרות אחרות, האם האחוזים שנקבעו בתקנות מספקים. מעניין לשמוע מה דעתכם לגבי העימות בין המוסד והיועץ בשאלות בדוגמאות שהועלו בהן המוסדיים הצביעו בניגוד להמלצת היועץ.

משה ברקת

אחד הדברים שעובר כחוט השני, אתם תראו את זה בכהונה הנוכחית שלי, זה שאני אוהב להגיד לציבור את האמת. אני שונא פיקציות. אם זה היה הסופים שהיו, אם זה היה לגבי מצגים מסוימים שמציגים לציבור ואני חושב שצריך להציג אותם אחרת. גם בנושא הזה של הצבעות יש סוג של פיקציה. צריך אומץ ציבורי להגיד את זה, אבל אני חושב שאני הגעתי למקום הזה כדי לעשות את הדברים בצורה הנכונה. אני לא פועל לבד, יש רשות שלמה מאחוריי ואנחנו מחליטים את ההחלטות שלנו אחרי שאנחנו עושים עבודה מאוד רצינית בכל נושא. זו הסיבה למשל שבנושא של הוצאות ישירות, אני לא אגע בזה עכשיו, עשינו עבודה, עשינו מחקר אקדמי עם בחור שעובד אצלנו והוא תלמיד PHD מבריק. הוא עשה עבודה אקדמית נהדרת שבחנו אותה אקדמאים. זו פעם ראשונה שנעשה מחקר כזה מקיף בנושא הזה. עשינו עוד עבודה עם אנשי השקעות, הבאתי סגן חדש לתחום ההשקעות.

תכנית בחשבונאות

פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

אדם שיש לו תואר שני במתמטיקה פיננסית ותואר M.B.A, בחור שהיה בשוק ורובכם מכירים אותו ועם הצוות שלו עשינו עבודה מאוד רצינית. למרות כל העבודה הזו והמסקנות שהגענו, החלטנו שאנחנו צריכים ולידציה מקצועית, אקדמאית וציבורית יותר רחבה ואנחנו נפעל כדי להביא לציבור החלטה מבוססת בנושא הזה למשל, שהוא נושא קרדינלי. אמיר שאל אם הנושא הזה של ההצבעות הוא קרדינלי? ואני אסביר מה כן קרדינלי בעיניי והוא מתקשר לנושא הזה של ההצבעות. היום אנחנו נמצאים במצב שבו למעשה הפרדנו את ניהול ההשקעות בין הנוסטרו לבין העמיתים. מה שלא הופרד בצורה נאותה זה זכויות ההצבעה. אני הייתי בשוק הזה, אני ראיתי את הדברים ואני יודע איך הדברים פועלים. אני אומר לכם שבסופו של דבר מי שמחליט מי יהיה דירקטור בבנק לאומי ומי שמחליט מי יהיה דירקטור בפז ומי שמחליט כל מיני החלטות אחרות בחברות הציבוריות, זה לא הציבור. והציבור הוא זה שצריך להחליט כי לציבור יש את זכויות ההצבעה. למי שמוקנות זכויות ההצבעה, כפי שהכסף הוא שלו, גם זכויות ההצבעה הן של הציבור, לא של הנוסטרו, לא של החברה המנהלת ולא של חברת הביטוח. זו הדרמה המשמעותית שקיימת פה. יש פה הרבה מאוד כסף והציבור צריך לדעת שהוא יכול לסמוך על מי שמנהל את הכסף שלו בכל המובנים ולא שקיימים ניגודי אינטרסים. גם ועדת חמדני הצביעה על ניגודי העניינים האלה. ניגודי העניינים האלה רק גוברים מידי יום ולכן צריך, כמו הקשר הגורדי, צריך באיבחה פשוטה לחתוך את ניגודי העניינים האלה, וזה מה שאנחנו עושים כאן. הנוסטרו יחליט על ההחזקות שלו, וועדת השקעות העמיתים, שזה גוף נטול זיקה, גוף שאנחנו מחזקים עם הצעת התקנות לגבי ועדות השקעה, הוא זה שיכול להחליט עבור זכויות ההצבעה של הציבור. עכשיו, כמו שדירקטוריון לכאורה אמור להחליט על האסטרטגיה של חברות, בידיו מופקדת האסטרטגיה. מה קורה היום? וזה גם נושא שאני הולך לטפל בו, ההנהלה מגישה את האסטרטגיה, הדירקטוריון נותן הערה פה, הערה שם וזה הכל. מי קובע את האסטרטגיה בפועל? דה פקטו זה ההנהלה האקזקוטיובית, ולא הדירקטוריון. ולמה זה כך? מכיוון שלדירקטוריון אין כלים. אז בא הפיקוח על הבנקים ואמר: אנחנו ניתן לדירקטוריון כלים, יהיה מטה שיעסוק באסטרטגיה, שיעסוק בניתוחים. אני לא יודע אם זה פועל בצורה מושלמת, אבל בוודאי שזה מה שצריך לעשות. אותו הדבר בנושא ההצבעה. וועדת השקעות, אם היא מופקדת על החלטות ההצבעה, היא צריכה לקבל כלים, והכלי שלה מבחינתנו זה אנליזה עצמאית. מה זה אומר אנליזה עצמאית? זה אומר שיהיה מי שיופקד על הריכוז של הדברים, על הנראות של הדברים, על הניתוח של הדברים. אבל לפעמים יש כמובן מגבלה כשהנושא מורכב מידי או שיש היקף מסוים של נושאים. אז אפשר להתייעץ עם יועצים כלכליים או יועצים משפטיים. כל דירקטוריון מתייעץ עם יועצים כלכליים ויועצים משפטיים, אבל לאף אחד אין מונופול על הייעוץ הזה. הדבר הזה צריך להיות מנוהל ע"י וועדת השקעות עמיתים ומי שאמון על כספו של הציבור צריך לעמוד בחובות הנאמנות שלו. מה שאנחנו רואים כיום זו תמונה

תכנית בחשבונאות

פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

לגמרי אחרת. זו קודם כל המטרה של המהלך, אחר כך יש כל מיני נגזרות. לא הבינו את הדבר הזה, דרשו מאיתנו להגיע לנגזרות. אנחנו דיברנו על ניגודי עניינים מסוימים שקיימים, אבל אז אמרנו אתם יודעים מה, אם אתם רוצים נבדוק. ואני הולך להוציא דו"ח ביקורת. אתמול יצאה טיוטת דו"ח הביקורת להערות המוסדיים כדי שיגיבו. הממצאים בדו"ח הביקורת הזה הם מאוד חמורים. קיים העניין הזה שניגודי עניינים לא נבחנים כראוי ע"י המוסדיים בלא מעט מקרים שבדקנו. נושאי ניגודי עניינים קיימים בלא מעט מקרים בין חברת הייעוץ לבין החברה שבעניינה ההצבעה. זאת אומרת, כשהם מקבלים את חוות הדעת המוסדיים צריכים לבחון האם חוות הדעת הזאת יכולה להיות מוטה או לא ויש להם חובה בחוק. יש חובה בחוק לבחון את ניגודי העניינים והדבר הזה לא נבדק באופן מלא או ראוי במקרים לא מעטים. דבר שני, לעיתים חברת הייעוץ עצמה לא תמיד חושפת את כל הפרטים הדרושים. דעו לכם שגם בדו"ח הביקורת שאנחנו נפרסם, כרגע יש טיוטה ואחר כך נפרסם גם את הדו"ח לציבור, ריככנו את הדברים, הסתרנו שמות של חברות, הסתרנו שמות של גופים מוסדיים, הסתרנו שמות של חברות ייעוץ - פשוט כי המטרה שלנו זה להראות לציבור את הכשל העקרוני.

זה מגיע למצב שבו יש חברת ייעוץ אחת שהתקשרה עם החברה ונתנה לה שירותים מסוימים ויש חברת ייעוץ אחרת שלא עשתה את זה ואנחנו מקבלים חוות דעת הפוכות. יש קשר, אין קשר אני לא יודע. אבל הדברים הם כרגע כאובזרבציה. הבעיה היא גם שלפעמים גופי הייעוץ עצמם לא נתנו גילוי לגופים המוסדיים אודות ניגודי העניינים שלהם ואנחנו רואים מקרים שהם באמת בעייתיים. אז אמרתי שזו הנגזרת השניה, זו לא הנגזרת הראשונה. הנגזרת הראשונה של מה שאנחנו רוצים לעשות זה בעצם ההפרדה של ההצבעות. האם זה חשוב? זה חשוב כאשר כל כך הרבה כסף מנוהל ע"י הגופים המוסדיים, זה כסף שבדאי יכול להשפיע על ניהול של חברות בצורה מאוד קרדינלית. בחברות שהאינטרס הציבורי בהן הוא רב, אז גם האינטרס הציבורי בהצבעות הוא רב, אלא אם ההצבעות מתייתרות לגמרי. אז אנחנו מסכימים עם כל מה שנאמר בדו"ח ועדת חמדני אבל אנחנו עכשיו אומרים, אוקיי, השוק התפתח, בואו נתקדם. בנוסף, האם המנגנון שהיה עד היום עובד או לא עובד? המסקנה שלנו היא שכנראה לא עובד וצריך לשנות. וצריך לשנות באופן שהוא מאוד טבעי. כי אנחנו בחנו את השוק וראינו שיש מודלים שעומדים גם כלכלית. מודלים כאלה שבעצם אפשר להחזיק אנליזה כזו ואפשר לעשות אנליזה עצמאית. ואמרתי, ואומר שוב, אין שום מניעה להתייעץ גם עם יועצים כלכליים באופן רחב ויועצים משפטיים וכן הלאה. אם יש חברה שעושה ייעוץ בתוך הבית, עושה ייעוץ כזה כ"ליין אוף ביזנס" מרכזי והיא עושה עבודה טובה וללא ניגוד עניינים, אין שום בעיה להתקשר איתה, גם במודל שאנחנו מציעים, אבל צריך לדעת שהאחריות בסופו של דבר נופלת אצל הגוף המתאים, ובנוסף אנחנו חותכים את כל ניגודי העניינים האלה שבין הנוסטרו לבין העמיתים.

תכנית בחשבונאות

פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

אמיר ברנע

אבל מצד העמיתים – ימשיכו ניגודי העניינים האלה בגוף מוסדי שפועל בכמה סדרות ובכמה ניירות ערך. במיוחד בשאלות שקשורות לעמדה במצב חדלות פירעון או עסקאות בעלי עניין.

משה ברקת

כן, אמיר, אבל אתה קורא לזה ניגודי עניינים ואני קורא לזה שכל וועדת השקעות עמיתים מייצגת את האינטרס שלה. זה לא מצב שבו מגיעים לפעמים במינוי דירקטורים למנכ"ל של חברת הביטוח. כאשר רוב זכויות ההצבעה של עמיתים מגיעים למנכ"ל של חברת ביטוח? או מגיעים לכך בעקיפין דרך גוף אחר?

אמיר ברנע

התניית הצבעה בעסקים במחתרת?

שלומי שוב

אז השקיפות היא למעשה הפתרון פה?

משה ברקת

אני חושב שמה שאנחנו רואים זה שיש פה ערבוב גדול מאוד של ניגודי עניינים וצריך לחתוך את ניגודי העניינים האלה ואפשר לעשות את זה בצורה מאוד פשוטה. אלה ניגודי העניינים של הגופים המוסדיים בין הנוסטרו לעמיתים, אלה ניגודי העניינים של גופי הייעוץ עצמם. עכשיו צריך להבין את המודל העסקי שנוצר פה. בואו נזכור מאיפה הנושא הזה נולד. פועלים סהר, היתרון המרכזי שלה היה לא בהמלצות לגבי הצבעות, אלא בנושא של תפעול ההצבעות. הייתה לה בעצם מערכת מעקב אחר ההצבעות, איזה הצבעות עולות, מי מחזיק וכולי. מרבית ההכנסה של חברות הייעוץ, שיש להן גם תפעול הצבעות, באה בעבר דווקא מתפעול ההצבעות ולא מהמקור האחר. כאשר עושים חשבון גס של כמה הכנסות נובעות בעצם מייעוץ המלצות למוסדיים, ואנו בודקים את העלויות, ולפעמים מידי פעם צריך לגשת לכל מיני יועצים מומחים, וכשמפחיתים את השכר של יועצים כאלה, מה נשאר? אז מה, מנהלים עסק הפסדי? על מה מושתת המודל העסקי הזה? וכנראה שהמודל העסקי הזה בפני עצמו מוביל לבעייתיות מאוד גדולה שגוררת ניגודי עניינים וכניסה של חברות ייעוץ מסוימות לכל מיני עסקים עסאותן חברות שיום אחד אני משמש כאילו סוג של אנליסט שממליץ על המלצת קניה או מכירה או הערכת שווי ולמחרת אני צריך להצביע על הממשל התאגידי שלהן, ואני צריך להצביע על עסקאות בעלי עניין ושכר וכך הלאה. או שחברת ייעוץ מייצגת על הממשל התאגידי בחברה מסוימת

תכנית בחשבונאות

פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

ולאחר פרק זמן ממליצה האם עסקה ספציפית באותה חברה עומדת בכללי ממשל תאגידי תקין או לא. יצאו גם כללים בנושא הזה של רשות ניירות ערך ואני מסכים עם הכללים של רשות ניירות ערך בנושא הזה של ממשל תאגידי, אבל האם הדבר מיושם או נאכף בפועל? אני אומר לכם שמהבדיקה של רשות שוק ההון עולה כי זה לא בהכרח כך. אכיפה בנושאים האלה היא מאוד קשה ואם נשאיר את הכל לאכיפה זו בעיה. אנחנו צריכים להגיע למודל אחר, האם תוך כדי יישום המודל אנחנו צריכים לדאוג לכך שלא תהיה הדרת משקיעים מוסדיים מחברות ציבוריות קטנות? התשובה שלי היא כן. אנחנו נגיע למודל שלא ייפגע בחברות הקטנות, כי אנחנו רוצים בורסה צומחת, ואנחנו רוצים חברות ציבוריות קטנות שיש להן נגישות לשוק ההון. האם יש בעיה עם העלויות שיצטרכו המשקיעים המוסדיים לשאת בהם? אני לא חושב שיש לנו בעיה, וכל בעיה תיפתר על ידנו. אז במסגרת הזאת שאין בעיה של עלויות ואין בעיה של חברות ציבוריות קטנות, אז בעצם על מה אנחנו מדברים? אנחנו באים להגן על הציבור. השאלה במודל הקיים, וכלפי מי שתומך במודל הקיים, על מי הוא בא להגן? אלה שיש להם צורך בלהגן על המודל העסקי שלהם, אני יכול להבין אותם. אבל אנחנו לא דואגים למודל עסקי כזה או אחר, אנחנו דואגים לכספי הציבור, שבסופו של דבר, ישרתו אותו נאמנה גם בנושא של זכויות ההצבעה שלו.

אבי לוי

איך זה שאין בעיה של עלויות אם כל גוף יקים לעצמו חברת ייעוץ משל עצמו?

משה ברקת

תשאל את מיכל, מיכל הייתה יו"ר פסגות. היא יכולה לענות על השאלה.

אבי לוי

אין ספק שעולה לה יותר, הם סופגים את העלויות. גם אלטשולר שחם סופג יותר עלויות, בסדר. אבל זה עלויות, זה לא שזה הולך לאיבוד. אבל זה עולה.

משה ברקת

אם בסופו של דבר וועדת השקעות עמיתים היא זאת שמחליטה והיא וועדה ללא תלות בחברה המנהלת ויש לה עלות של שני אנליסטים או שלושה אנליסטים וזה רק משרת את זכויות ההצבעה של העמיתים, אז אנחנו נבחן את האפשרות לסווג עלויות מסוימות שמשרתות את העמיתים בלבד כהוצאות ישירות אם זה חלק משירות ההצבעה. הסכומים הם זניחים שבזניחים ביחס להוצאות אחרות שמשתים על עמיתים. אז יש גם פתרון לזה ואין פה גם עלות אינקרמנטלית.

תכנית בחשבונאות

פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

אבי לוי

יש עלות, אתה אומר "נשית אותה על החוסכים". בסדר.

צבי סטפק

קודם כל, לי די ברור, וזה כבר עלה בשיחות לפני 8 שנים עוד כשגושן היה יו"ר הרשות שאין היתכנות כלכלית למסגרת הזאת של חברה שעוסקת ביעוץ כי השוק הישראלי הוא קטן, וכמו שאמר ד"ר ברקת, אם אתה מפסיד במקום אחד, אתה צריך להראות איך אתה מביא את הכסף ממקום אחר, ואז אנחנו נכנסים לסוגיית ניגודי עניינים.

עכשיו לגבי ניגוד עניינים, אני אגיד הערה כללית, לאו דווקא שמתייחסת לעניין הזה. אני חושב שבסה"כ יש הגזמה מאוד גדולה בכל הסוגייה הזו של ניגודי עניינים. אני לא מדבר כרגע על המקרה הזה, אבל אני חושב שבאמת לוקחים לפעמים את ניגודי העניינים למקומות מאוד רחוקים, ואני אתן רק דוגמית ששמעתי לפני שנה: דירקטורית בחברת בת של חברת ביטוח קיבלה הצעה להיות דירקטורית חיצונית בחברה תעשייתית שהייתה מבוססת באותה חברת ביטוח, ואז אמרו לה: "רגע, את לא יכולה כי את תצביעי בחברה התעשייתית להמשיך את הביטוח". היא לא הייתה דירקטורית בחברת ביטוח. היא הייתה בחברה נכדה או משהו כזה. בקיצור, מנעו ממנה את האפשרות לעבור לשם.

ניגודי עניינים קיימים ברגע שאתה מנהל שני תיקי השקעות, אתה פוטנציאלית יכול להעדיף לקוח אחד על משנהו. פוטנציאלית, אני לא אומר שזה קורה. עכשיו השאלה היא כזו. נניח לרגע שלא היו ניגודי עניינים באנטרופי או בעמדה, האם אז לא הייתה בעיה. כלומר, האם אז הייתה בעיה לייצר איזשהו מנגנון שיאפשר קיום בכבוד של החברות האלה בלי שום הטיית בלי שום ניגודי עניינים. בזמנו למשל גושן, כמה שאני זוכר, שקל אפילו לתת תמיכה של המדינה לנושא הזה כדי שתהיה יותר מאשר חברת ייעוץ אחת. אז הייתה רק חברת אנטרופי. או שזה בא מתקציב המדינה או שזה בא מתקציב המוסדיים, או שזה בא משניהם. צריך לדון בזה, או שזה נזקף לעמיתים בעצם כפי שד"ר ברקת אמר הרגע בצמוד לנושא הזה.

עכשיו אני רוצה לומר כמה דברים לגבי המשמעויות של הדבר הזה. קודם כל אני חושב, כמה שאני יכול להעיד, שהחברות האלה חברות ייעוץ נוהגות בצורה הגונה. אני לא ראיתי מקרים אבל יכול להיות שהיו, שלא גילו, כפי שאמר ד"ר ברקת, לא נתנו גילוי לעובדה שיש ניגודי עניינים אם הם נותנים שירות לחברה שבעניינה דנים, ואני גם לא יודע מה ערך הגילוי הזה. זאת אומרת, אוקיי, נגיד שלא נתנו גילוי ומקרה אחר שכן נתנו גילוי מה אני אמור בדיוק כמשקיע מוסדי אני מדבר עכשיו, לעשות

תכנית בחשבונאות

פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

עם הדבר הזה. נתנו גילוי, אוקיי, ייתנו לי עשרה גילויים. בתשעה גילויים אני אחליט ככה, שזה לא מספיק חמור, ובאחד זה כן חמור, זאת אומרת זו גם סוגייה.

משה ברקת

זה מה שהחוק מחייב אגב.

צבי סטפק

כן, בסדר. עכשיו ככה, מבחינת הלוגיסטיקה שכרוכה בכל האסיפות האלה יש המון לוגיסטיקה של איסוף נתונים וחומרים וכל הדברים האלה. זה דבר תפעולי שאני לא רואה שום מניעה להשתמש בשירותים של גוף ייעוץ. לגבי נושא האנליזה אני לא יכול לפסול את ההצעה הזאת לעשות אנליזה עצמית. אגב, אנחנו עושים גם. זאת אומרת, אני יכול להעיד על עצמנו, שאנטרופי שולח חוות דעת, אנחנו לא מאמצים אותה בהינף יד, זה לא עובד ככה. יש וועדה שמחליטה עניינית, בוחנת את הדברים עניינית.

משה ברקת

היא (חברת הייעוץ) שואלת אותך קודם את דעתך לפני שהיא מפרסמת את הדו"ח שלה?

צבי סטפק

אנטרופי חוסכת עבודה גם לחברות הציבוריות. אני גם חברה ציבורית, כן? עד עכשיו אני דיברתי כמשקיע מוסדי. גם כחברה ציבורית וגם למשקיעים המוסדיים היא אוספת את הנתונים. אבל היא לא רק אוספת את הנתונים, היא הרבה פעמים משמשת איזשהו גורם שבמקום שהחברה הציבורית תפנה עכשיו לעשרים – שלושים מצביעים ותקיים איתם דיונים וזה מסכים לסעיף ההוא וזה מסכים רק לסעיף ההוא בתנאי שהסעיף הזה לא יהיה. בהרבה מקרים היא מרככת את העמדה והבקשות של החברה הציבורית, נגיד בנושא העלאות שכר ובנושאים אחרים. ממתנת את זה, ומגישה את ההמלצה שלה בסוף, כן או לא, ואני יודע שהרבה גופים מוסדיים לא מצביעים בדיוק כמו שאנטרופי אמרה. עכשיו, גם כשאומרים ש-80% מהגופים המוסדיים מצביעים יחד עם ההמלצה של גוף הייעוץ ו-20% לא, אז בואו נתנו גם קצת קרדיט לזה ש-80%, חלק גדול מהם הוא הגיוני. אז אין פה עניין של דווקא ניגוד האינטרסים.

משה ברקת

וצבי, אם יש לך גוף שזה 98%?

תכנית בחשבונאות

פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

צבי סטפק

אז זו בעיה.

משה ברקת

ואם המשא ומתן אף פעם לא נעשה עם הגורמים שאחראים לציבור אלא המשא ומתן נעשה בעצם עם החברה המנהלת עצמה שיש לה ניגודי עניינים אז איך פתרנו פה את ניגודי העניינים?

איילת נחמיאס ורבין

ואם זה נעשה עם הדח"צים?

משה ברקת

אז זה משהו אחר, אבל לא תמיד.

איילת נחמיאס ורבין

אנטרופי עושה גם את זה.

משה ברקת

ועדת השקעות העמיתים זה הגוף שאמור להיות אחראי.

איילת נחמיאס ורבין

לא, אבל אני מדברת לפעמים בחברות ציבוריות נניח בנושא העלאות שכר.

משה ברקת

עם כל הכבוד גם דח"צ של חברה ציבורית אחראי ומשרת את טובת החברה. זה לא בהכרח תמיד טובת העמיתים.

איילת נחמיאס ורבין

זה מה שאני מנסה להגיד, דווקא במקרים האלה אנטרופי, פוטנציאלית יש לה הרבה יותר כוח מהשוק המוסדי שהיא מנהלת משא ומתן אל מול החברה שרוצה לתת שכר גבוה.

מיכל עבאדי בויאנג'ו

בשם מי היא מנהלת משא ומתן? היא מחזיקה את המניות?

תכנית בחשבונאות

פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

איילת נחמיאס ורבין

בשם לקוחותיה.

צבי סטפק

באיזשהו אופן צריך להסתכל על אנטרופי או על עמדה כגוף שמקל לוגיסטית וגם מרכז דרישות שבאות מהחברה הציבורית שבעניינה דנים. וגם באיזה שהוא מקום היא משמשת איזה שהוא סוג של, הייתי אומר, של חסם מפני תופעות שאתה מאוד מוטרד מהן - שמתקשרים למנכ"ל של החברה ישירות או ליו"ר ואומרים לו "שמע, החברה שלך לא רוצים להצביע כמו שאני מבקש, אולי תעשה טובה ותדבר איתם?" אני יכול לומר שבעבר הרחוק פנו אליי, אני זוכר שלוש פניות כאלה שבגינם, שאני סירבתי כמובן להתערב בכלל. מעבר לזה שאני יכול רק להפנות אותם שידברו עם האנשים שמחליטים כי לא רציתי להיות בחזית ולאט לאט התרגלו לזה ויודעים את זה שאין מה לדבר איתי. ואנחנו שילמנו מחיר גם. כי זה 3 חברות שהוציאו תיקים ממיטב של אז, אני מדבר על לפני מיטב דש, הוציאו תיקי השקעות בגלל העניין הזה. אז שילמנו את המחיר. אחד מהם חזר יותר מאוחר, הבין שעשה טעות. בקיצור, יש את הנושא של חברות קטנות, חברות גדולות, יש את הנושא של משקיעים מוסדיים גדולים, משקיעים מוסדיים קטנים, ויש את הנושא של חברות עם גרעין שליטה וחברות בלי גרעין שליטה, שיש סוגיות שונות של ניגודי עניינים ובעיות. ולכל אחד מהדברים האלה צריך להתייחס בנפרד.

מיכל עבאדי בויאנג'ו

מאוד קל לנתב את הדיון הזה לאנטרופי. אני חושבת שזה לא מה שעומד על השולחן. מה שעומד על השולחן הוא נושא שהמפקח התייחס אליו. מה תפקיד הגוף המוסדי. הכסף המנוהל בגופים המוסדיים היום רק הולך וגדל, הם מנהלים טריליונים. הגוף המוסדי מנהל כספי ציבור וגם מקבל דמי ניהול. ללא קשר יש שאלה גדולה היום אם דמי הניהול לא נמוכים מידי. לענייננו – השאלה היא למה מתמצה תפקיד הניהול של הגוף המוסדי. האם רק להחלטת הרכישה או המכירה של אג"ח או מניה, או גם לאחריות שלו בתקופת ההחזקה של ההשקעה. לעניין מה שנאמר על ידי אמיר ברנע – אני מירה שלמרות שיש שאלה לגבי הדברים שמגיעים לאסיפה הכללית, אני יכולה לתת שתי דוגמאות לנושאים שבוודאי צריכים להגיע לאסיפה הכללית – הצבעה בבעור דירקטורים ואפילו השיפוי לנושאי משרה שמשפיע על מערך האינטרסים שלהם בלקיחת סיכונים.

אני מצדיקה ב-100% את משה ברקת. הגוף המוסדי יכול לומר: "אני מתקשה להחזיק עשרות אנליסטים על כל שביר מניה". אני סבורה שבפרקטיקה, הגוף המוסדי יכול שמישהו יעשה את

תכנית בחשבונאות

פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

העבודה עצמה כי אז הרבה גופים מוסדיים מתחלקים באותה עלות אנליזה. אבל האם נכון לעשות מיקור חוץ לשיקול הדעת ואחריות של הגוף המוסדי? אני חושבת שלא. ללא קשר לשון החוק זה גם לא נכון מוסרית. מי שמקבל פה את דמי הניהול מהציבור על התפקיד שהוא עושה בניהול הכספים שלו, הוא גם זה שצריך להיות אחראי להחלטה. וכאן יש שאלות גדולות על התנהלות הגוף המוסדי. האם לגוף המוסדי יש מערך של בקורות? מה מגיע לוועדת ההשקעות? איזה סוג של בקרה הוא עושה על היועץ? זה לא קשור בכלל לאנטרופי. יכולים להיות הרבה יועצים אחרים. כשהוא רוכש השקעה בחו"ל הוא לא נעזר בגופי ייעוץ? נעזר – אז זה מסיר מוועדת ההשקעות את האחריות גם לשאלת ההשקעה עצמה? ולכן אני חושבת ואני אגיד את זה במשפט אחד, מיקור חוץ לעבודת האנליזה אפשר לעשות, לא מיקור חוץ לאחריות. ובנקודה הזאת, הנקודה הבסיסית הזאת מטפל היום הפיקוח על שוק ההון, מה מידת האחריות של הגוף המוסדי. עכשיו יש פה המון שאלות פרקטיות וצבי אמר את זה. כמוכן שאין דין שבריר החזקה בחברה כדין החזקה בחברה שאתה בעל עניין בה.

שלומי שוב

אז מיכל, בגדול את מסכימה עם ההצעה?

מיכל עבאדי בויאנג'ו

חד משמעית. אבל אני אומרת יותר מזה - לגוף מוסדי יש אחריות לשאלת ניגוד העניינים ולא לחברת הייעוץ. כיצד גוף מוסדי יכול להסתמך על יועץ אם ליועץ יש ניגוד עניינים והוא לא שקל את עוצמת ניגודי העניינים שלו? ולכן להסיט את הדיון לאנטרופי זה לא נכון. אני אומרת את עמדותי - צריכים להיות הרבה יותר גופי ייעוץ. האם יש מקום לגופי ייעוץ? בוודאי שיש מקום לגופי ייעוץ. לא על זה ברקת דיבר. ברקת דיבר על האחריות של הגוף המוסדי להתנהלות שלו כלפי הציבור ופה לדעתי בנושא הזה הוא צודק ב-100%. איפה שמים את הגבול?

אתה יודע שבפסגות היו 630 אסיפות כלליות שהשתתפו בהם בשנה מסוימת? יכולים להיות גם הצבעות שונות בגוף מוסדי לגופי גמל שונים. ז"א אם מסלול גמל אחד מחזיק יותר אג"ח מסדרה אחת לעומת מסלול גמל שני ששם המצב הפוך, שני גופי הגמל צריכים להצביע הפוך אם יש איזשהו דיבייט בין סדרות האג"ח. ז"א הנושא של גוף מוסדי הוא הרבה יותר מורכב. יכולה להיות הצבעה בקרנות הנאמנות שהיא אחראית מגופי הגמל. גוף מוסדי זה לא איזה משהו שאיזה גוף ייעוץ אומר לו, והוא מצביע. הוא גוף מורכב, לעיתים עם מאות עובדים והוא מקבל על זה דמי ניהול משמעותיים.

שלומי שוב

מיכל, בפסגות עשיתם אנליזה עצמאית?

תכנית בחשבונאות

פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

מיכל עבאדי בויאנג'ו

ראשית אני לא נמצאת היום בפסגות. אבל אני יכולה לומר בגאווה שהתפיסה הייתה שעבודת האנליזה נעשית ע"י פסגות. אנחנו השתמשנו בגופי ייעוץ לעבודת הטכניקה. גם הסתכלנו מה אומרים הם אומרים. סוג של שיקול בקבלת החלטה. אני ישבתי בוועדות השקעות ולעיתים הגיעה המלצה של גוף ייעוץ וההמלצה של הסגל הייתה אחרת. ברור ששאלנו אותם. ז"א שהעניין המרכזי הוא התנהלותו של הגוף המוסדי. איזה משקל הוא נותן לחברת הייעוץ? מה מידת ההסתמכות עליה? הסתמכות מוחלטת אני חושבת שהיא לא עונה בקנה אחד.

שלומי שוב

המודל של פסגות הוא סוג של יישום של ההחלטה הזאת כבר דה פקטו. וצריך גם לחשוב האם גם גופים קטנים יכולים לעמוד בזה?

מיכל עבאדי בויאנג'ו

למה יש צורך בחברות ייעוץ? כי יש פה איזושהי חלוקה של עלויות. אנחנו רוצים שתהיה תחרות בשוק ההון, בעולם של העלויות אדירות (שרק הגדול שורד). עכשיו שמעתי את מה שהציע זוהר גושן ואני חושבת שהוא צדק. יכול להיות שצריך עידוד מדינתי, תקציבי להקמתם של גופים שעושים אנליזות עצמאיות. כי הם לא עומדים כלכלית. גם מעלות בזמנה הוחזקה ע"י הבנקים. זה לא דבר לא הגיוני.

אסף חמדני

חשוב לציין, אני לא מדבר בשם הוועדה, אלא בשם עצמי. ראשית, אני רוצה לברך את משה על זה שהוא נדרש לנושא הזה. ההמלצות של הוועדה גובשו לפני למעלה מ-10 שנים. שוק ההון הוא שוק דינמי וחובה לבדוק את ההמלצות על רקע ההתפתחויות בשוק. אני רוצה לקחת את הדיון לפרספקטיבה אחרת ולתת שלוש נקודות. קודם כל, נקודה של משפטן, גם במצב היום לא מוסרת האחריות על החלטת ההצבעה מעל הגוף המוסדי. אנחנו מאוד הקפדנו שיהיה ברור מההמלצות שאלה גופי ייעוץ בלבד. יש הבדל ברמה המשפטית בין להגיד "מותר לך להתייעץ, ואתה תהיה אחראי" לבין להגיד "אתה חייב לעשות אנליזה עצמאית". ההבחנה הדקה הזו נעלמת כאן מהדיון הזה ולאמירות האלו יש משמעויות שונות שאתייחס אליהן בהמשך. פרספקטיבה אחרת – מה שעשינו בדו"ח לגבי גופי ייעוץ היה מבוסס על הנעשה בעולם: הסתכלנו מה ה-SEC עשתה ויישמו לגבי ישראל. במילים אחרות השאלה של גופי ייעוץ, המעמד שלהם והשפעה שלהם בעולם שבו גופים מוסדיים הולכים ומנהלים הרבה יותר כספים זאת לא שאלה ייחודית לישראל. בכלל, אני מציע, גם בעניין ההוצאות הישירות דרך אגב, שישראל תמנע ככל הניתן בלהמציא את הגלגל מחדש. שאלות של ניגודי עניינים

תכנית בחשבונאות

פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

בגופים מוסדיים קיימות בכל מקום, שאלות של מודל התמחור של גופי Proxy קיימות בכל מקום ועדיין אין מדינה שאוסרת על שירותי proxy. אנחנו צריכים לחשוב על איך אנחנו לוקחים את המודל ומטייבים אותו עד כמה שניתן כי לאותם גופים שהוא מתאים, זה מתאים, ולאותם גופים שהוא לא מתאים הוא לא מתאים. עוד שתי נקודות אחרונות ואני לא מדבר על ישראל עכשיו אני מדבר על ארצות הברית, אני רק מעלה שאלה. בארצות הברית יש גם היום קריאות כמו שאמרת שלומי לצמצום והגבלה של גופי Proxy. דרך אגב, מה שרוצים לעשות היום בארצות הברית קצת דומה למה שהרשות הציעה לעשות בתקופת שמוליק האוזר. הפרשנות המקובלת שם לסיבה לקריאות אלו היא שמי שדוחף לזה אלו החברות הציבוריות והמנהלים שלהן. אני רק מעלה את זה בתור שאלה: מי מרוויח מהאיסור על קיום חברות proxy? והאם בעולם שבו אנחנו מחלישים את הגופים שמנהלים את המשא ומתן בשם המוסדיים, מישו מרוויח. בנקודה האחרונה אני רוצה להתחבר לנקודה של משה. ממה שאני קורא בעיתונים ומהתפישה הכללית של הרשות שהוצגה היום, עולה שיש כיום חשיבות להפעלת ביקורות בתחום ההשקעות על איך גופים מצביעים, על איך גופים משתמשים בגופי הצבעה, על איך באמת מתמודדים בנקודות של ניגוד עניינים. אני חושב שעריכת ביקורות בתחום הזה היא עניין מאוד חשוב. אבל, גם בהנחה שהממצאים שתמצא הרשות לא עולים בקנה אחד עם מה שאתם חושבים שצריך שיהיה, ואני מסכים שאם יש בעיות של ניגודי עניינים צריך לפתור אותן, יש מקום לעבודה של הרשות להנחיה ופיקוח על העבודה של ועדות ההשקעות עוד לפני שאנחנו מגיעים לצעד של איסור על פעילות גופי proxy. אין ארוחות חנם וביטול שירותי ה-proxy יביא לתוספת עלויות לגופי הפנסיה. כמו שמשה אמר, "אני אבטל את האפשרות להשתמש בשירותי הייעוץ וכדי לממן את זה אני אאפשר לגבות הוצאות של מערך אנליזה עצמאי מכספי העמיתים", אני חושב שבין הצעד מרחיק הלכת הזה לבין שיפור המצב הקיים יש עוד הרבה מאוד אמצעים שאפשר לעשות ברמת הפיקוח, הביקורת והתוויית סטנדרטים לוועדות ההשקעה. כשאנחנו כתבנו בדות, שוועדת ההשקעה תפקח על גופי הייעוץ ידענו שאנחנו מטילים הרבה מאוד משימות על ועדות ההשקעה וההנחה הייתה שיהיה פיקוח וביקורת של הרשות על הנושא הזה. בהחלט יש מקום לפיקוח שבה ואומר "מי שמשמש בגופים האלה בואו נוודא שהם עושים את העבודה כמו שהיא צריכה להתבצע", וזאת לפני שאנחנו באים והופכים למדינה הראשונה בעולם שבעצם אומרת יש לנו עמדה עקרונית ששוללת את הקיום של הגופים האלה.

שמואל האוזר

נדמה לי שאין חולק ביחס לתועלת שיש בעצם המעורבות של המשקיעים המוסדיים בהחלטות חשובות בתאגידים ציבוריים. יש לכך עדויות אמפיריות בלא מעט עבודות שנעשו. כך לדוגמה, בעבודה

תכנית בחשבונאות

פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

שאני עשיתי לפני כמה שנים, ועבודה נוספת של דוקטורנטית שלי שעוסקת בסוגייה הזו, אנחנו מראים שיש ערך גדול למעורבות של המשקיעים המוסדיים, ויש תרומה חיובית גם לפעילותה של אנטרופי. הנקודה השנייה, נוגעת לטענה שהועלתה בצדק ע"י ד"ר משה ברקת, היא סוגיית ניגודי עניינים, שצריך לטפל בהם ואפשר לטפל בהם. הנקודה השלישית, כדאי לזכור שניגודי העניינים שיש בחברת ה ISS בארצות הברית ששולטת על כמעט 70% מהשוק הרבה יותר גדולים מניגודי העניינים שיש באנטרופי. נקודה נוספת, רשות ניירות ערך ורשות שוק ההון היו שותפות ליוזמה של בניית סוג של Best practice לפני כ- 3 שנים שמטפלת במידה מסויימת בסוגיית ניגודי העניינים. הבעיה בפיתרון הזה הוא הקושי לאכוף את זה.

אני סבור שיש שני פתרונות שיכולים לבוא בחשבון: האחד, לגבי אנטרופי כגוף יחיד, בהתחשב בעובדה שזה לא בוננזה כלכלית ושאינן כנראה מקום לגוף נוסף משמעותי, וגם אין סיכוי שמישהו יממן הקמת גוף כזה, אחד הפתרונות הטובים זה להביא למצב שיש ריבוי של קולות, לא רק אנטרופי. איך אפשר לעשות את זה? כיוון שהצורך הוא צורך כלכלי שנובע מכך שגופים קטנים לא יכולים לממן פעילות אנליזה וללכת למאות אסיפות ולהצביע בעצמם, ניתן לחשוב על חיוב מוסדות גדולים, נניח כאלה שמנהלים מעל 100 מיליארד \$, לא להסתמך על חברות יעוץ, לחייב אותם שתהיה להם אנליזה משלהם, ואנטרופי תטפל בכל האחרים. בדרך הזו, קולה של אנטרופי לא יהיה הקול היחיד ויהיו קולות שונים בהצבעות באסיפות הכלליות.

אמיר ברנע

אבל יש פה סתירה, כי בתוך מיטב דש יש ניגודי עניינים פנימיים. בתוך פסגות יש ניגודים.

שמואל האוזר

זה סיפור אחר, זאת בעיה אחרת. והדיון באנטרופי הנוכחי הוא דיון אחר. מה שאני מבקש לטעון הוא, שאם יש לך ריבוי קולות כאמור, אתה פותר גם את הבעיה הכלכלית של אותם משקיעים מוסדיים קטנים, שלא יכולים להרשות לעצמם לממן פעילות אנליזה לכל החברות, וגם אתה נותן פיתרון לבעיית אנטרופי שמייצגת קול אחד דומיננטי. כשיש הרבה קולות זה פותר את הבעיה.

נקודה נוספת נוגעת לפיתרון סוגיית ניגודי העניינים, היא השירות שאנטרופי מספקת לדירוג ממשל תאגידי. במצב היום, זה שירות שאנטרופי מקבלת בעבורו תשלום. התשלום יוצר את בעיית ניגוד העניינים. אזכיר לכולם שכל הרעיון של דירוג של ממשל התאגידי נבע משיחות שהיה לנו בזמנו עם אנטרופי כשאמרנו להם "אתם לא יכולים לבוא לחברות עם "צ'ק ליסט" ולהמליץ על פי אמות מידה דוגמטיים. תמצאו לכם דרך שתיתן לכם את האפשרות לסטות מה "צ'ק ליסט" כשראוי לעשות כן.

תכנית בחשבונאות

פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

הרעיון של ממשל תאגידי היה שאם יש לך חברה שיש לה ציון ממשל תאגידי גבוה אתה יכול לוותר לה יותר, אתה יכול לסטות מה "צ'ק ליסט".

אילן פלטו

אבל זה לא קורה.

שמואל האוזר

הבעיה היא אכן שזה לא קורה! וזאת הבעיה, משום שאנטרופי הפכו את זה לסוג של שירות שהוא שירות מתנה. זה צריך להיות משתנה אנדוגני שהוא חלק מההחלטות שלהן, אבל לא שירות בתשלום.

שלומי שוב

אגב, אני חושב שאם הבנתי אותך נכון משה, ההצעה מתמודדת עם הבעיה של ניגודי עניינים בתוך הגוף המוסדי על ידי הגברת השקיפות והטלת האחריות על ועדת ההשקעות. הבעיה שהכי מטרידה כאן היא כמו שאמרת, כשזה מגיע למנכ"ל הוא חושש שהצד השני "יחתוך" לו את חוזה הביטוח. אני מבין שההתמודדות פה היא דרך השקיפות, נכון?

משה ברקת

הייתי יכול להוציא חוזר שלי ולהחיל את המשטר הזה. לא חשבתי שזה נכון ציבורית. צודק גם אסף, יש פה שאלה שהיא מאוד דרמטית וצריך לשים אותה בפני הציבור. צריך להבין, לא מזמן הייתה כתבה של סמי פרץ לגבי הנושא של תאגידים ללא גרעין שליטה, והוא חשש מזה שהמוסדיים הופכים להיות יותר מדי דומיננטיים במשק כולו. זו אחת הדרכים להסיר את החששות האלה. ברגע שיש וועדות השקעות עמיתים שהדאגה שלהן והמחויבות שלהן היא רק לציבור אז בעצם פתרנו את הבעיה הדרמטית הזאת ואז אפשר לנהל את הכסף של הציבור בצורה מקצועית ואחראית ולעזוב את נושא ההצבעות לוועדת ההשקעות. אבל שוב אני אומר, צריך לתת לה כלים.

אמיר ברנע

אתה מדבר על להטיל אחריות על ועדת ההשקעות.

משה ברקת

היא אחראית גם היום.

תכנית בחשבונאות

פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

אמיר ברנע

אני שואל, על פי איזה קריטריון? אני יכול לחשוב על שני קריטריונים חלופיים שיוצרים החלטות מנוגדות. האחד, טובת הסדרה והשני טובתי כמשקיע שיש לו השקעה בכמה סדרות ויש לי השקעה גם במניות וגם באגרות חוב, אני באותה ועדת השקעות ובאותו גוף מוסדי. ללא קריטריון מנחה כזה, איך אני יכול להטיל אחריות?

משה ברקת

אמיר אתה מדבר על subset של הבעיה, שיכול להיות שאותה לא נפתור אבל נפתור בעיות רבות אחרות.

שלומי שוב

את בעיית ניגוד העניינים הפנימיים איך אתה פותר משה?

משה ברקת

בין העמיתים לבין עצמם?

שלומי שוב

בתוך הגוף המוסדי.

משה ברקת

בתוך הגוף המוסדי, לגמל והפנסיה יש ועדות השקעה נפרדות.

שלומי שוב

לא, בין הוועדות שלהן לבין המנכ"ל של חברת הביטוח.

משה ברקת

אין להם זיקה.

שיראל גוטמן עמירה

כל הרעיון של ועדת חמדני בא ואמר תראו, כשיש לנו Other people's money בואו ננצל את זה ככוח שנכריח אותו לבוא להצביע כי הוא אמור לייצג את הציבור והעמיתים. נשאלת השאלה לטובת מי? בכובע של בעל מניות, הוא אמור להצביע לטובת החברה. נניח שאני קופת גמל ושיש עסקה בין חברה

תכנית בחשבונאות

פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

א' לבין בעלת השליטה בה שהיא חברה ב'. אני קופת הגמל שאמורה לפעול לטובת העמיתים שלי ויש לי אחזקות בשתי החברות. נניח שהאנליזה ברמת המניה באה ואומרת "הצביעו נגד" אבל בתמהיל שיש לי בקופה אני מחזיקה יותר כבעלת השליטה. יש פה בעצם ניגוד בין האינטרס של העמית שליטובתו מצד אחד הקופה מחויבת לפעול לבין הרעיון שמלכתחילה לשמו רתמו את הקול של אותה קופת גמל להצביע. נשאלת השאלה, במצב אוטופי, לפי הגישה שלכל ועדת השקעות תהיה אנליזה שלה, יכול להיות שהם פוסלים קולות, מקזזים את ההצבעה, פוסלים את עצמם כי יש כאן עניין אישי.

משה ברקת

בואי לא ניתן לזנב לכשכש בכלב, זה לא רוב המקרים. במקרים כאלה, נלך ליועצים כלכליים חסרי ניגוד עניינים ונשאל אותם.

שיראל גוטמן עמירה

אתה בתור מי שבא מתחום הביקורת, אמרת שאכיפה זה דבר קשה, השאלה היא אם זה לא יהיה רק דרך האכיפה. להוציא עוד חוק או עוד חוזר לא יעזור. אתה בא ואומר שגם ככה המצב החוקי כיום הוא שהאחריות היא של ועדת ההשקעות והיא תחליט איפה היא מסתמכת ואיפה לא.

משה ברקת

איזה כלים יש לה לממש את האחריות שלה? זאת הנקודה המרכזית. אף אחד לא יתנדב לתת לה גוף אנליזה שיעשה את העבודה, למעט גוף אחראי כמו פסגות או כמו גופים אחרים, שאמרו זאת ועדת השקעות ואני צריך לתת לה את הכלים לעשות את העבודה שלה. אותו דבר אני אומר לגבי דירקטוריונים. כשהקמתי ועדת אסטרטגיה בפניקס באתי לרשות ואמרתי לה תני לי כלים כמו בפיקוח על הבנקים, תני לי כלים שאני אנתח את החברה ולא שאני אצטרך להסתמך על ניתוח של ההנהלה.

שיראל גוטמן עמירה

למה אתה צריך להסתמך אבל? זה מה שלא ברור.

משה ברקת

למה אני צריך להסתמך? כי מה יש לי? איך אני עושה ניתוח עצמאי של אסטרטגיה בלי שיש לי את הכלים לזה? במקרים מורכבים אני אלך לייעוץ חיצוני, אין לי שום בעיה עם זה.

תכנית בחשבונאות

פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

שיראל גוטמן עמירה

השאלה היא אם עצם קיומו של ייעוץ חיצוני שבא ונותן לך עבודה, ואתה מחייב אותו "לזרקר" לך ניגודי עניינים, האם זה לא משפר לך? כשאני קוראת הערכת שווי, גם אם היא גרועה, זה עוזר לי, אני קוראת אותה ואומרת "זה הגיוני" "זה לא הגיוני" זה מייעל לי את העבודה.

משה ברקת

מיכל הציגה את זה, אין לי בעיה עם המודל הזה, עם הניתוחים הטכניים, הצגת הנתונים, איסוף הנתונים וכו'.

סמי בבקוב

רציתי להתייחס לכמה נקודות. אני חושב באופן כללי שלא רצוי להחזיר את הפוטנציאל לניגוד העניינים לגוף המוסדי, צריך להרחיק אותו ולהשאיר אותו בחברות הייעוץ. אתן דוגמא, בהראל יש תיק אשראי לא סחיר המשרת את העמיתים בסך של 36 מיליארד ש"ח, כך שאנשינו מתממשקים להרבה מאוד חברות. כל אשראי שאנחנו נותנים לחברה, מגיע לדיון בוועדות ההשקעה שלנו ובוועדת האשראי. אין ספק שיש כאן פוטנציאל לניגוד עניינים, הוא קיים. מה אנטרופי עשתה? מה עמדה עשתה? הם הרחיקו את זה מאיתנו. מכיוון שכל מערכת הלחצים שמופעלת עלינו התרחקה קצת. כי נורא קל להגיד: "תדברו עם הגוף המייעץ והם ידברו איתנו", "אל תתקרב אלי בנושאים האלה". עדיף להרחיק את זה מתוך הגוף המוסדי כי ניגודי העניינים שיש בתוך הגוף המוסדי יכולים להיות גדולים יותר. נקודה שניה, מתייחסת להגדרה שלנו את אנטרופי או עמדה? אנחנו רואים בהם כלי טכני. האחריות היא שלנו. הגוף מוסדי אחראי לקבל את ההחלטות על בסיס ניתוח שהוצג לו. נקודה שלישית מתייחסת לסוגיית ההפרדה בין עמיתים לנוסטרו. וועדת הנוסטרו לא עוסקת בהצבעות מלבד בהסדרי חוב. הוועדה שמקבלת החלטות לעניין ההצבעות היא רק וועדת העמיתים. אתם מעלים על דעתכם שוועדת נוסטרו תצביע בנושאים מסוימים בצורה X ווועדת העמיתים בצורה Y? זאת אומרת שהנוסטרו לא מייצג בצורה נאותה את העמיתים שהוא, בין השאר, אחראי עליהם. אז הנוסטרו בכלל לא בעניין, הוא לא מתקרב להצבעות, רק ועדת עמיתים עוסקת בהצבעות והיא מצביעה בשם כולם כולל בשם הנוסטרו. היא לא מצביע לנוסטרו, אבל ההחלטות שלה בסופו של דבר יהיו גם ההצבעות של הנוסטרו מכיוון שהנוסטרו לא יעז לייצר סיטואציה שהוא מצביע בניגוד לעמיתים שלו, זה בלתי אפשרי. נקודה רביעית, צריך לצאת מנקודת הנחה שבגופים המוסדיים יושבים אנשים, כולל ועדות, שיש להם אחריות והם מודעים לגודל האחריות, הם מודעים להליך שצריך לבצע. מבחינתו, הגופים המייעצים החיצוניים הם יועצים טכניים, שמסדרים לנו את החומר. אנחנו קוראים אותו, מקבלים

תכנית בחשבונאות

פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

החלטות, ואם צריך משנים את ההחלטות. נקודה נוספת אחרונה, יש טענה להתאמה בשיעורים של 80% או 70% בין אופן הצבעת הגוף המוסדי להמלצת אנטרופי. חברים, תראו. יש לאנטרופי מדיניות, חלק מהמדיניות היא מדיניות הדנה בנושאים טכניים. אנחנו מביאים את המדיניות לוועדת ההשקעות בתחילת כל שנה, אנחנו דנים, יש דברים שאנחנו לא מקבלים ואנחנו משנים. כאשר הגוף המייצג ממליץ בהתאם למדיניות אז סביר שתהיה חפיפה בין ההמלצות לאופן ההצבעה של הגוף המוסדי. צריך לזכור, ועדת ההשקעות מתכנסת כל שבועיים, מוטלת עליה אחריות באמת גבוהה, הרבה מאוד עסקאות והחלטות. אני לא חושב שזה נכון לקחת חמישה אנשים חיצוניים לגוף המוסדי, שיש להם חשיבות מאוד גדולה, ולהעסיק אותם יום ב600 אסיפות. איך אנחנו יכולים לקבל החלטות עם ועדת ההשקעות על כל אסיפה? יש הרבה סעיפים שהם סעיפים טכניים, ויש מדיניות התחלתית שעל בסיסה אפשר לעבוד. השורה התחתונה שלי היא כזאת, אני חושב שיותר נכון להרחיק את הפוטנציאל לניגוד העניינים מתוך הגוף המוסדי לגוף חיצוני ולהטיל עליו מגבלות חמורות יותר לעניין ניגוד עניינים.

מני נאמן

אני רק רוצה להעיר משהו על משהו שסמי אמר. סמי הציג מצב שלא יכול להיות שהועדת נוסטרו תצביע אחרת מועדת עמיתים. אני רוצה להגיד לכם שבפניקס זה קרה כמה פעמים ואנחנו גאים בזה. בדיוק הפוך, אצלנו יש הפרדה מלאה בין הנוסטרו לבין העמיתים. אנחנו דווקא שמחים שלפעמים קורה שהם מקבלים החלטות שונות. כי זה מראה שיש דיון אמיתי בוועדות ושיכולות להיות דעות שונות. בדיוק כמו שאמרת שמוליק יש ריבוי דעות וזה בסדר שוועדה אחת תהיה בעד משהו וועדה אחרת תהיה נגד משהו, זה בסדר גמור.

משה ברקת

אבל אני אתן לך נקודה למחשבה. כמה תביעות ייצוגיות ראינו בשם העמיתים, במשק הישראלי, שמוסדיים הובילו אותן?

מני נאמן

משה, אני רוצה בדיוק להגיד על זה. אני חושב שמה שמכיל אמרה בהתחלה, שהדיון הזה בסך הכל שם זרקור על משהו שהוא הרבה יותר גדול. מה התפקיד הגוף המוסדי בהשקעה? בדיון הזה יש הרבה מילים ויש בו מעט מספרים. בסוף בשוק ההון, התפקיד המרכזי שלנו כגוף מוסדי הוא כשאדם יצא לפנסיה יהיה לו יותר כסף להעביר את חייו. זה תפקידנו המרכזי, לדאוג לתשואות שלו. קודם כל, הדיון הזה חייב להיות מלווה במספרים. הניהול הזה של ההשקעות הוא חייב להיות ניהול יעיל, והוא

תכנית בחשבונאות

פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

צריך להיות יעיל במסגרת המשאבים שיש. אני חושב שצריך להשאיר לגוף המוסדי להחליט, האם הוא חייב ללכת לכל הצבעה, יש 600 אסיפות בשנה, האם זה יעיל? או שהוא צריך ללכת רק להצבעות בגופים שהוא מחזיק בהם החזקה משמעותית. זה דיון שצריך לעשות. אני מקבל את זה שיכול להיות שהאנליזה צריכה להיות פנימית, אבל לא יכול להיות שעל כל שבריר אחוז, זה לא יעיל, זה ניהול לא יעיל של הכסף. אנחנו רוצים לנהל את הכסף שבסוף לעמית יהיה לו יותר כסף בפנסיה, והמילה יעילות, ואני מזמין אותכם לעשות את הדיון הבא על מה זה אקטיביזם בגוף מוסדי כי זה לא רק תביעות ייצוגיות וזה לא רק אסיפות כלליות. אנחנו מדברים באופן שוטף עם חברות, אנחנו לוחצים על חברות לבצע שינויים. אנחנו היום לוחצים איפה שאנחנו רואים הנהלות לא טובות לשינוי דירקטורים, אתם לא מכירים את הדברים האלה כי הדברים האלה מתחת לרדאר הרבה פעמים.

שלומי שוב

אכן אנחנו רואים את הדברים האלה.

איילת נחמיאס ורבין

חברים יש שינוי דרמטי. מי שגדל בשוק ההון של העשור הקודם, כמוני הדינוזאורית, יודע שיש שינוי. הייתי מדברת על ממשל תאגידי והמנהלי השקעות היו מסתכלים עלי כאילו אני הזויה. קרה משהו דרמטי. מה שד"ר ברקת מתייחס אליו הוא מאוד מאוד חשוב, וקריטי גם בעיני הנושא של ניגוד עניינים. אבל אני מסתכלת מכמה פוזיציות, גם הייתי דירקטורית (אגב אני מקווה שזה לא פוסל אותי לעדות אני במאגר הדירקטורים של אנטרופי) - בוודאי שצריך לטפל בניגודי העניינים, משהו, ואנחנו עוברים עכשיו עוד פאזה, גם בזכות הדברים שאתה עוסק בהם. מנסים לעבור פאזה לממשל תאגידי מתקדם יותר ולעולם שיש בו פחות ניגודי עניינים. אבל אני חושבת שמה שיוצא, אפילו מהטקסטים שאתה אמרת כאן קודם - ואני יודעת שאתה לא מתכוון לזה, אבל היה פה איזה שהוא חצי כתב אישום כאילו באופן מכוון פועלים כנגד האינטרס של העמיתים; אני מדברת במיוחד על החיסכון ארוך טווח ועל קופות הגמל כי אני חושבת שזה הדבר שמטריד את כולנו. כל מי שעסק אי פעם בחיים שלו בניהול כסף של אחרים יודע שזאת הדאגה הכי גדולה. אתה הולך לישון עם העמיתים, ואתה קם בבוקר עם העמיתים. בסוף, אנחנו צריכים לראות איך מאזנים את העניין הזה של התנגדות כמעט הייתי אומרת אינהרנטית שעולה ממה שאתה אומר לנושא הייעוץ. אני חושבת שמה שסמי דיבר עליו בנושא של ההרחקה הוא נכון והרגשתי אותו מאוד מאוד חזק כשחברות הייעוץ התחילו להיכנס לתוך השוק. אני אומרת לך שצריך למצוא איזה שהוא מודל ביניים שמצד אחד ינטרל את ניגודי העניינים, ישפיע עליהם, ימנע אותם. בין אם בנושא סקר הממשל התאגידי, זאת אומרת איך זה משפיע על הדירוג ובין

תכנית בחשבונאות

פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

אם אתה הולך למהלך אחר. ועוד הערה אחת, בנושא מינוי דירקטורים. אם רוצים לטפל בזה שהדירקטוריון יהיה יותר עצמאי, ואני חושבת מה שצריך לעשות אז אדרבה.

אני חושבת שזאת ליבת העניין, כי בדירקטוריון עצמאי יודעים מה לדרוש בוועדת ההשקעות ומה אתה מצפה - ואתה רוצה לצפות ש"בתוך הבית" יהיה מה שמכונה "חומות סיניות", שאנחנו יודעים שזה יותר מורכב לשמר אותן בשוק הישראלי; בוא נדבר על הסוגיה הזאת.

אמיר וסרמן

אני אנסה לתרום בייחוד באמצעות הוספת קונטקסט לדיון. למרות שיש פה שולחן לבן גדול הדיון הזה לא נעשה על שולחן לבן. קונטקסט אחד חשוב הוא ההקשר ההיסטורי, שמשמעותו להבין מהי הרגולציה שיש היום על חברות הייעוץ. הקונטקסט החשוב השני הוא הקונטקסט הבינלאומי שאסף גם דיבר עליו.

בקונטקסט ההיסטורי - לא מדובר בסוגיה חדשה בישראל, ולנושא של חברות הייעוץ יש היסטוריה רגולטורית. לפני כעשור היתה ועדת חמדני, ומאוחר יותר, לפני 5 - 6 שנים נעשתה עבודה אינטנסיבית בשאלה מה צריכה להיות הרגולציה שמסדירה את חברות הייעוץ. זאת הייתה עבודה של הרשות לניירות ערך בשיתוף משרד המשפטים ואגף שוק ההון בזמנו, כדי להגיע לתוצאה אחידה לגבי כלל הגופים המוסדיים. עשינו בחינה מעמיקה של מה שקורה בעולם לצד ניתוח הבעיות בישראל. התוצר הוא לא בדיוק עקרונות שהם Best practice בלבד, כפי שהוזכר קודם, כי אלו עקרונות שהם מחייבים את הגופים המוסדיים שמבקשים להסתייע בחברות ייעוץ. הרגולציה הזו עוסקת בשורה של נושאים - במתכונת ההתקשרות עם חברת הייעוץ, כלומר איך הגוף המוסדי קובע במה יסתייע בחברת הייעוץ ובאיזה היקף, איך תתבצע הבקרה השוטפת מצידו כדי שזו לא תהיה הסתמכות עיוורת, וכן בעקרונות הפעולה הנדרשים מצד חברות הייעוץ - אלה עקרונות שעוסקים במתודולוגיה של חברת הייעוץ, בשקיפות הנדרשת ממנה, במגבלות על ניגודי עניינים, בקשר של חברות הייעוץ עם החברות הציבוריות, ואני מציע להסתכל שוב על המסמך הזה. בזמנו הוא עבר הערות ציבור ודיונים רבים מול כל הגורמים המעורבים, ובדיון הנוכחי הוא כאילו נשכח למרות שעברו רק 5 שנים. בזמנו היה מדובר ברגולציה המתקדמת ביותר שראינו בהשוואה בינלאומית, ואני חושב שגם בראייה עכשווית היא מכסה את הסוגיות הרלבנטיות, לרבות אלה שעסקו בהן בדיון היום.

שלומי שוב

כמה היא נאכפת אבל? אני הזכרתי את הרגולציה הזאת.

תכנית בחשבונאות

פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

אמיר וסרמן

במסגרת הרגולציה שפורסמה בזמנו, הסברנו שצריך יהיה לבדוק לאורך זמן אם היא מספקת ואם צריך לערוך בה שינויים. הנקודה היא שאנחנו לא נמצאים היום בעולם שאין בו הסדרה של הפעילות הזאת, ואנחנו בוודאי שלא בדיון ראשוני על חברות הייעוץ.

שלומי שוב

אבל עשיתם בדיקה כזאת?

אמיר וסרמן

לאורך השנים בחנו באופן רוחבי את מודל הפיקוח ואת מידת ההסתייעות בחברות ייעוץ וגם בדקנו אירועים ושאלות ספציפיים שעלו לגבי עבודת חברות הייעוץ.

משה ברקת

אמיר, אני חייב להתפרץ ולשאול דבר בסיסי, אתה יודע מי הבעלים של חברות הייעוץ האלה? אתה יודע איזה ניגודי עניינים דרך קבע יש להן? אתה יודע בכלל איך המבנה האירגוני שם? אנחנו לא יודעים את הדברים האלה. אפילו מבחינת בעלי מניות, עסקאות עם בעלי מניות ואיזה ניגודי עניינים קיימים שם, אפילו את הדבר הבסיסי הזה אין לנו.

אמיר וסרמן

השאלה היא האם חברות הייעוץ הן הבעיה או הפתרון. אנחנו חשבנו, בהמשך להמלצות של ועדת חמדני, שחברות הייעוץ הן פתרון שאינו נקי מבעיות, וצריך להתמודד עם הבעיות האלה, וכאן אני רוצה להגיע לקונטקסט הבינלאומי. הדיון שאנו מקיימים כעת נעשה בהרבה מאוד מדינות. במדינות רבות יש ביקורת על עבודת חברות הייעוץ, וצריך להגיד ביושר שהביקורת הזאת בדרך כלל באה מהחברות הציבוריות כיוון שחברות הייעוץ מגבילות אותן, כיוון שהן מקשות עליהן בדברים שהן רוצות להעביר באסיפות כלליות, וצריך לזכור - זה מקור הביקורת העיקרי על חברות הייעוץ. זה לא פוסל שיש באמת בעיות בעבודה שלהן. בהסתכלות שעשינו על הדין המשווה - הוא עבר קצת אבולוציה, לאחרונה היו התפתחויות מסוימות בארצות הברית ובאנגליה אבל לא דברים דרמטיים - לא ראינו מקום שבו מנסים למנוע עבודה של חברות ייעוץ, אלא מנסים בצורה יותר מידתית, להסדיר את העבודה הזאת תוך התמודדות עם הבעיות. יכולות להיות בעיות בכל מיני הקשרים. שמוליק הזכיר קודם סוגיה של גיוון דעות שהטרידה את הרשות בעבר. זה שוק שהוא ריכוזי בכל העולם, מזכיר קצת את השוק של חברות הדירוג, הדבר נובע מיתרונות לגודל וזאת אכן בעיה שצריך להתמודד

תכנית בחשבונאות

פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

איתה. בעיה אחרת היא ניגודי עניינים שקשורים לעבודה מול החברות, כאשר חברת הייעוץ רוצה להעניק שירותים נוספים לחברות. זאת גם סוגיה שהתמודדנו איתה ונמצאת על השולחן בהרבה מדינות. סוגיה אחרת היא סוגיית האחריות. איך דואגים לכך שהגוף המוסדי לא יתפטר בעצם מהאחריות שלו באמצעות חברת הייעוץ, וגם זה מטופל בעולם ומטופל אצלנו. לכן אני חושב, גם בקונטקסט ההיסטורי וגם בקונטקסט הבינלאומי אנחנו נמצאים היום במקום שהוא לא כל כך רע, וצריך לבחון מה לשפר. אני לא הייתי הולך לפתרון הקיצוני שאומר "לא יהיו חברות יעוץ", כי זה דבר שהוא לא קיים בעולם וכנראה יגרום יותר נזק מתועלת.

חמוטל דרקסלר

העמדה שלנו לגבי התיקון כפי שהוצע על ידי רשות שוק ההון בהקשר הזה, שהמשמעות המעשית שלו היא ביטול ההסתייעות בחברות ייעוץ. אנחנו חושבים שזאת תוצאה שהיא לא רצויה. בימים האלה אנחנו בוחנים את הנושא של ניגודי העניינים שעלו פה ובהתאם לתוצאות הבחינה הזאת אנחנו נחשוב איך להתייחס ואיך להסדיר את הנושא.

רוני אלרואי

אני רוצה לפתוח דווקא בקונטקסט שאתה הזכרתי שלומי ולחזור לתחילת הדיון ולהערה שלך לגבי האופן שבו כל משתתף בחר להציג את עצמו. אני בורר בקפידה את המילים שאני אומר כעת. הדברים שאמר ד"ר ברקת הם לא פחות מאשר מרגשים. זה מה שאני חושב. אני אומר את זה קודם כל כאזרח ואחר כך כרגולטור לשעבר ורק בסוף כבעלים של חברת עמדה. אני חושב שנושא ניגוד העניינים זה מינוח פוליטיקלי קורקט למילה האמיתית - שחיתות. ניגוד העניינים הוא השחיתות עצמה. בזה צריך לטפל, ואי אפשר לגלגל עיניים. אנחנו בחברת עמדה צמאים לרגולטור שיבוא, שלא יגלגל עיניים ויגיד: "בזה צריך לטפל". חברת עמדה מיום הקמתה החליטה שהלקוחות שלה יהיו רק הגופים המוסדיים והממשלה, כלומר אין לנו אף לקוח שהוא חברה ציבורית, אפילו לא אחד. מעולם לא לקחנו מחברה ציבורית שקל אחד. ההנחה שלנו היא שברגע שאתה מגדיר לעצמך את בסיס הלקוחות שלך בצורה מסוימת אתה מונע אינהרנטית את נושא אי התלות. עם זאת, אני חייב להגיד בעקבות הדברים של ד"ר ברקת כי הנושא הזה של הבחנה בין נוסטרו לעמיתים זה בהחלט משהו שצריך לחשוב עליו. אנחנו עדיין לא שם בחשיבה. לכל גוף שאנחנו מייצעים לו יש תהליך מקדים שבו אנחנו יושבים איתו ויודעים פר גוף מה צריכה להיות ומה הוא רוצה שתהיה המדיניות שלו, ובהתאם לזה מגבשים את ההמלצות שלנו. באמת צדק סמי שאמר אנחנו הטכניים, לא ממש טכניים, כי אנחנו כן עושים עבודה שהיא עבודה מקצועית, שהיא לפי אמות המידה של הגוף המוסדי. אנחנו היועצים, אנחנו לא נמצאים בפרונט. אנחנו מספקים המלצה ומחר בבוקר אני לא חושב שהגוף המוסדי צריך לראות את ההמלצה

תכנית בחשבונאות

פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

שלי בעיתון. אם תחפשו ותעשו גוגל לא תמצאו המלצות של עמדה בעיתון. זאת לא הדרך שגוף ייעוץ מתנהל ואני לא מכיר במקום אחר גופים אחרים שמתנהלים ככה. הנושא הזה של ניגוד העניינים הוא סופר חשוב והוא כבר עלה פעם אחת בעבר בהקשר של מאגר הדירקטורים שהזכירו כאן. בעניין זה קיבלנו מכה מתחת לחגורה מרשות ניירות ערך שאיכשהו, לא משנה באיזה אמתלה, הכשירה אותו. גם אם מישהו יטען שלא הכשירו, אם לא פסלת את זה, הכשרת את זה. אני אומר את הדברים כרגולטור לשעבר. אני יודע בדיוק מה צריך לעשות כאשר אתה רוצה להגיד לא ושאלכן זה יהיה לא. זה לא מה שהיה בנושא של המאגר.

אילן פלס

קודם כל, עלו פה על השולחן הרבה נושאים, אני אתייחס בעיקר לנושא של חברות הייעוץ ואנטרופי, לא כרגע לנושא של אקטיביזם המוסדי ששווה אולי דיון נפרד ובטח לא נושאים של חשבונאות ושליטה שגם שווים דיון נפרד. אני חושב שהכוונה במקור של ועדת חמדני לגבי השימוש בחברות הייעוץ הייתה נכונה. נכונה בהיבט הכלכלי, זה הרבה יותר יעיל כלכלית, והייתה נכונה גם בהיבט של הגופים המוסדיים, לעזור להם. מאז לפי דעתי קרו מספר תקלות שצריך לתקן אותם בפעילות של אנטרופי, אני אומר בכוונה אנטרופי בעניין הזה, כי כולם אומרים חברות ייעוץ, מסתתרים מאחורי המילה חברות ייעוץ, אבל אני אתייחס במפורש לחברת אנטרופי. קודם כל בזה שאנטרופי הפכו בעצם לסוג של רגולטור, אבל רגולטור בלי בקרה. אנטרופי קבעו מדיניות באופן עצמאי, היום כל רגולטור כדי לקבוע מדיניות עובר איזה שהוא סוג של בקרה, שימוע ציבורי, אישור של וועדות הכנסת, לעיתים גם חקיקה ראשית. מה שקרה בחברות הייעוץ, בעיקר מה שקרה באנטרופי, זה קביעת מדיניות שחורגת מהחוק. חורגת מחוק החברות, חורגת מדיני ניירות ערך, קביעת מדיניות ללא שום בקרה ופיקוח. זאת תקלה ראשונה, שהפכו להיות סוג של רגולטור על מבלי שום בקרה והתקלה השנייה, כפי שכבר הוזכר ונאמר פה זה ניגודי העניינים. הם ניסו בזמנו להתחיל בנושא של ייעוץ להצבעות, הצלחנו לעצור את העניין הזה, אחרי זה עברו למאגר דירקטורים שלא הצלחנו לעצור את העניין הזה, והמשיך, בברכת הרשות לניירות ערך גם בנושא של מדד ממשל תאגידי. בעצם מה שקרה עם המדד ממשל תאגידי זה Pure נושא שיווקי, Pure הכנסה נוספת לאנטרופי ולוחצים על החברות הציבוריות היום בעניין הזה. ניסינו לפחות באמת להגיע בעניין הזה של מדד ממשל תאגידי שחברה שיש לה מדד ממשל תאגידי טוב שתהיה התייחסות אחרת מבחינת המדיניות אבל לצערי זה לא קרה.

עכשיו באמת, מה טוב באמת לחברות הציבוריות? כי אני שומע לא מעט שאומרים שסך הכל אנטרופי זה טוב לחברות הציבוריות, במקום לדבר עם עשרים גופים מוסדיים או עם עשרה גופים מוסדיים גדולים יש רק גוף אחד שאפשר לדבר איתו ואני הלכתי ובדקתי, באמת אני עושה את הבדיקה הזאת

תכנית בחשבונאות

פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

בשנה האחרונה ובאמת הדעות בחברות הציבוריות הן לא חד משמעויות. אני לא יכול להגיד ש 100% רוצים לחסל את אנטרפי, אבל להערכתי הנטייה היא שהרוב חושבים שהפעילות של אנטרופי בעייתית, ועדיף כן למרות שזה אולי סוג של עודף עבודה ללכת לכמה גופים מוסדיים במקום ללכת לגוף אחד זה עדין יותר נכון. אני חושב שגם בהיבט של בניית שוק ההון והקשר של החברה הציבורית עם הגופים המוסדיים צריך להעמיק אותו, אנחנו עושים את זה גם בפעילויות של פורום ה-IR באיגוד. לא נורא גם אם החברה הציבורית תלך ותדבר עם חמישה או עשרה גופים מוסדיים מאשר לדבר עם גוף אחד, המצב הנוכחי הוא בעייתי. גוף אחד אומר לא, גמרנו, אתה לא יכול לעשות יותר שום דבר, אין לך שום דרך ללכת לדבר עם מגוון דעות או עם מגוון גופים מוסדיים שיכולים להציג.

נקודה אחרונה, ואני אמרתי את זה, וגם כתבנו את זה בנייר, אני חושב שצריך לעשות באמת הבחנה, גופים מוסדיים גדולים באמת יכולים לקחת חברות ייעוץ, גופים מוסדיים קטנים צריכים אולי לקבל עזרה בעניין הזה. צריך להיזהר מהנושא הזה של חברות קטנות, שלא יפסדו מהמניות שלהן כי לא כדאי להחזיק בהן בגלל שזה עלות גדולה לעשות עליהן ייעוץ, וגם לתת פטור לגופים המוסדיים מחלק מההצבעות שהן לא מעוניינות, שחבל על הזמן, שלא צריך להשקיע בהן, או שזאת החזקה מאוד קטנה, באמת לעזור להן. אני חושב ששילוב של הפשרה הזאת, זאת הפשרה שצריך ללכת עליה.

צחי דרוקר

אני ממשיך מהנקודה האחרונה שלו, אז הפתרון של לא לחייב אותנו להצביע בחברות שהחזקה שלנו מהווה חלק קטן מהנכסים הוא לא פתרון נכון בעיניי. יש לנו חברות שאנחנו בעלי עניין, מחזיקים אחוז משמעותי ולמרות זאת הן חברות קטנות ומהוות פחות אולי מחברות אחרות. אנחנו בהחלט פעילים גם בחברות שמהוות החזקה קטנה אם אנחנו בעלי עניין, וזה קורה.

שלומי שוב

זה הגיוני שהקריטריון לא יהיה אחוז מהפורטפוליו אלא שיעור מהמניות.

צחי דרוקר

בואו נחזור לנקודה העיקרית. הנקודה העיקרית בעיניי זה מה שעלה מדברי ד"ר ברקת, זה ניגודי העניינים. בא ברקת ואומר: "יש ניגודי עניינים", עכשיו ניגודי עניינים, כמו שעלה פה בשולחן הזה, באים מהמון מקומות. יש ניגודי עניינים של הנוסטר והעמיתים, ויש ניגודי עניינים של אנטרופי, ויש ניגודי עניינים כמו ששיראל אמרה בין סוגי ניירות ערך שונים של אותה חברה שהגופים המוסדיים מחזיקים ועוד, מרב ניגודי עניינים לא ברור כבר מי יכול לפעול פה ואיך לפעול. עכשיו, צריך לסדר את היררכיה ואת החשש מפני ניגודי עניינים. אומר ד"ר ברקת, ניגודי העניינים שהכי מטרידים אותי אלו

תכנית בחשבונאות

פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

ניגודי העניינים דווקא בין הנוסטרו לבין העמיתים. אז אני לא מבין מה הקשר לניגודי העניינים של אנטרופי? כלומר, זאת נקודה אחרת שצריך אולי לטפל בה. אבל אומר ד"ר ברקת אני רוצה לפתור את ניגודי העניינים שבתוך הגוף המוסדי. כלומר, אומר ד"ר ברקת ועדת ההשקעות של העמיתים היא זו שצריכה בשם העמיתים לטפל בהצבעות. אני חושב שאנחנו מסכימים על זה וזה גם להבנתנו המצב היום. אומר ד"ר ברקת: "צריך לתת כח ואפשרות לוועדות ההשקעה של העמיתים, להשתמש באחריות שלהן לענייני הצבעה", אני בא ואומר זאת בדיוק אנטרופי. זה בדיוק מה שד"ר ברקת אומר, צריך לסייע לדירקטוריון לקבוע אסטרטגיה. במקרה של וועדת ההשקעות בנושא הצבעות, יש ועדת השקעות עמיתים שבמקום להסתייע רק בעובדי הגוף המוסדי רוצה ויכולה להסתייע ביעוץ חיצוני, ואני מדגיש וזה נאמר הרבה פעמים, ביעוץ, לא אחריות ולא קבלת החלטה. רוצה ועדת ההשקעה של העמיתים להסתייע ביעוץ של אנטרופי או של חברות אחרות, מה רע בזה? אני טוען שאם "תחסל" את אנטרופי, תמנע את האפשרות להשתמש בגורם מיעוץ, תגביר את ניגוד העניינים שממנו ברקת הכי חושש, שבין הנוסטרו לעמיתים.

אבי לוי

אני חושב שאנחנו צריכים להיזהר מלהרוס את מה שקיים ולבנות משהו חדש לגמרי. יכול להיות שיש דברים שצריך לתקן אותם, אז צריך לתקן אותם. הנושא של אנטרופי, צריך להסתכל גם על החברות. אני חושב שהדיאלוג בין החברה ובין המשקיעים מאוד מאוד חשוב. אם יש 20 גופים ולכל גוף מפריע משהו אחר זה יהיה בלתי אפשרי לנהל את הדיאלוג הזה. נכון להיום יש דיאלוג עם אנטרופי, החברה יושבת עם אנטרופי, החברה מתפשרת עם אנטרופי, מתאימה את עצמה לכל מיני דרישות של אנטרופי, זה לא שאנטרופי אם נותנים לה ייעוץ היא חותמת גומי. הכיוון הזה של לבוא ולהרוס את מה שקיים ולבנות משהו חדש אז בואו נבטל גם את חברות הדירוג, נבטל את מעלות ונבטל את מדרוג וכל גוף גם יקים חברת דירוג משל עצמו. אין לזה סוף. עכשיו, מי משלם לחברות הדירוג? החברות. אז מה? אין תלות? אין ניגוד אינטרסים? גם לרואה החשבון החברות משלמות, אז בואו נבטל את הרואה חשבון. אין לזה סוף.

משה ברקת

לחברות דירוג יש ייחוד עיסוק. אם זה המודל של עמדה, זה מודל אחר לגמרי, מודל של ייחוד עיסוק זה מודל אחר לגמרי.

תכנית בחשבונאות

פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

אבי לוי

אז תבנה מודלים, אבל לבוא ולחייב כל גוף השקעות להקים מנגנון משל עצמו זה בלתי אפשרי. זה גם יהרוס את הבורסה, כי כל הגופים האלה שהיום בקושי משקיעים בחברות קטנות הם בכלל לא יחזיקו בחברות הקטנות בגלל שזה יגרום להם עומס עבודה כדי להשקיע. לא יהיה להם עלות תועלת.

ניר מורוז

אני חושב שאנחנו מתקרבים לשלב הפרקטי של קבלת החלטות. נדמה לי שיש פה הסכמה די רחבה, גם על זה שצריך מודל של ייעוץ וגם הסכמות עם מה שד"ר ברקת אומר. לי יש הצעה פרקטית לגבי חברת ייעוץ. כמו שיש היום את חברת מרווח הוגן, אפשר לצאת עם הסדרה שלכם, לצאת במכרז להקמת חברה כזאת. שאתה אמרת שאתה כן מוכן, לשקול לפחות, את הנושא של השתתפות ההוצאות על המשקיעים המוסדיים, אז זה בדיוק יכול להיות הפתרון. להקים חברה כזאת, שאתם תחליטו למשל מי יושב בדירקטוריון שלה ואתם תסדירו את זה, היא תוכל לתת שירות לכולם. יש חשיבות עצומה בגוף מקצועי, בידע, בהמשכיות. שני אנליסטים בתוך גופים מוסדיים, חברה צעירים, שמקבלים 12 אלף ש"ח בחודש, מתחלפים כל הזמן כי העבודה זאת היא גם די שוחקת, אני חייב להגיד לכם, היא תפעולית ושוחקת. חברה שיכולה להתעדכן על מה שקורה בעולם, זה יכול להיות פתרון לא רע. במקביל לוודא שאין ניגודי אינטרסים בגוף המוסדי.

צחי זנזורי

ראשית, בהקשר לנאמר כאן בנוגע לחשיבות המעורבות בהחלטות באסיפות כלליות, אני סבור שהנושא חשוב ושהמעורבות המוסדית חשובה ומשמעותית. כמוכן שרצוי לבחון היכן ניתן לשפר, אך לדעתי אין להתנתק ממגמות ארוכות טווח שלדעתי יצביעו על שיפור בממשל התאגידי, במעורבות המוסדית ובתהליכי קבלות ההחלטות באסיפות. אני כן סבור שיש מקום לבחון פתרונות נוספים אולי חיזוק הביקורת על הגוף המייעץ, אחריות, רישיון וכדומה ומהצד השני אולי לחדד את האחריות המושתתת על הגוף המוסדי ולחזק את מניעת הפוטנציאל לניגוד עניינים. אני מסכים עם הדוברים שצינו שמכאן לשנות את כל אופן ההתנהלות, כמו הקמת אופרציות, על כל המשתמע מכך, ולרבות תפעול עשוי, בהסתכלות הרחבה יותר, לגרום יותר נזק מאשר תועלת. דיברו פה למשל על חברות קטנות שאולי גופים מוסדיים ידירו רגליהם משם. לדעתי על פני זמן זה עשוי להביא להיחלשות הממשל התאגידי באותן חברות. מעבר לכך אני סבור יש לא מעט דברים שהם אפילו טכניים, שאני לא יודע האם הם התווספו למערך השיקולים, כמו למשל לוחות הזמנים באסיפות, תיקון מסמכי אסיפה ללא דחייתה, מול הזמינות לכנס ועדת השקעות, כמו גם השקיפות המוגבלת של המסמכים

תכנית בחשבונאות

פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

של האספה. למה שהמסמכים עצמם לא יהיו הרבה יותר שקופים ואז תתייטר האינטראקציה הזאת בין החברות לגופים המוסדיים? הזכירו כאן, ואני מסכים עם הגישה הזו, שהגוף המייצג הרבה פעמים מהווה איזה שהוא חייץ, אני לא בטוח שהגברת האינטראקציה הישירה עם החברות תמנע פוטנציאל לניגוד עניינים.

בתוך כל זה, האחריות היא כמובן צריכה להיות מושתתת על ועדת השקעות של הגוף המוסדי. זה מה שקורה אצלנו, למגדל יש מדיניות שהיא עצמאית שנקבעה ע"י הוועדה, נכון שהמדיניות דומה בהרבה נושאים למדיניות של עמדה ושל אנטרופי, אבל זה נובע בין היתר מכך שיש Best practice. דבר נוסף שחשוב פה, וזה עלה פה במדגם וזה בולט מאוד. אני חושב שלקחת את כל הסעיפים ולבחון אותם ולהגיד איפה המוסדיים הצביעו בעד ואיפה נגד ביחס לחברת הייעוץ זה מטעה. יש סעיפים שהם מהותיים ובהם יש סעיפים שהחלטה מתקבלת ברוב מיוחד, אלו הסעיפים שאותם צריכים לבחון. כאשר בוחנים את המדגם אז כ- 50% מהסעיפים או יותר מזה הרוב הנדרש הוא רוב רגיל, כאשר מרבית החברות בישראל הם עדיין חברות עם גרעין שליטה. צריך לבחון את המעורבות של המוסדיים באותם היבטים מהותיים, כמו מינוי דירקטורים, תגמול, עסקאות בעלי עניי וכו', בהם נדרש רוב מיוחד מקרב המיעוט. מכאן לדעתי נדרשת בחינה מעמיקה של איכות ההחלטות, על מנת להסיק מסקנות. לראיתנו, קיימים סימנים של השפעה חיובית על קבלת ההחלטות, כלומר בחברות שבהן יש דירקטוריון אקטיבי, שאויש בין היתר על ידי בעל מניות מהמיעוט, יש לא מעט החלטות שירדו מסדר היום ובכלל לא הגיעו לאסיפה או שהגיעו בצורה שהיא כבר יותר טובה. לכן אני חושב שזה תהליך שצריך להיזהר שלא לפגוע בו. לדעתי בהסתכלות הרחבה יותר, לחברות הייעוץ היתה תרומה לתהליך הזה. אם המטרה היא לחדד את האחריות של כל גוף, אז מבחינתנו לפחות זה כבר קיים. אנחנו משתמשים בחברת הייעוץ, זה מסייע לנו בכל התהליך, אך ההחלטה שלנו היא עצמאית. עצמאית לגמרי. ויושבים פה אפילו חברים סביב השולחן שהיה איתם דיאלוג סביב ענייני אסיפות, שיכולים להעיד על כך. בחלק מהמקרים קיבלנו את העמדה של היועץ ובחלק לא. בכל אופן זה היה עצמאי ונטול שום אינטרסים.

משה ברקת

שני משפטים לנחמה. אנחנו לא מפקח תיאורטיקן, אנחנו מכירים את השטח. כל מי שהוא רואה חשבון מבין שבביקורת הדבר החשוב זה נתיב ביקורת. ברגע שיש לי אנליזה שסומכת עליה את ידה ועדת ההשקעות עמיתים, יש לי נתיב ביקורת. אני יכול לבדוק את הנושא של האחריות ולאכופ כמו שצריך. ברגע שזה נמצא אצל איזה שהוא גוף, לך עכשיו תחפש את האחריות של המוסדי.

תכנית בחשבונאות

פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

צחי זנזורי

בחלק ניכר מוועדות ההשקעה שמתכנסות אצלנו פעם בשבועיים, אנו מעלים לסדר היום נושא של אסיפה כללית בחברה כזו או אחרת. למה? כי הועדה הגדירה מדיניות, עם קריטריונים שהצוות המקצועי אינו יכול לסטות מהם, כך שאם הצוות סבור שיש מקום להחליט בניגוד למדיניות הוא אנו חייב להביא את זה לאישור הוועדה. מעבר לכך יש הצעות החלטה שדורשות באופן קבוע אישור וועדה. להוסיף על כך עוד לא מעט סעיפים פרטניים? אני לא בטוח שהוועדה צריכה להחליט על כל סעיף ספציפי שהוא בתוך סל המדיניות שהיא הגדירה. לצוות המקצועי יש שיקול דעת אבל בהתאם למדיניות. אחרת, בתנאים הנוכחיים, יהיו קשיים לנהל את זה, הרי על כל החלטה כזו שדורשת וועדה היו עוד המון אסיפות עם עשרות החלטות שתופעלו בשוטף במסגרת מדיניות מוגדרת. כמובן שגם מדיניות זו מוצגת לציבור.

משה ברקת

צחי זה 100%, כי ההצעה שלנו אומרת בואו תפרסמו את המדיניות של ועדת ההשקעות לגבי ההצבעות ומבחינתי כל מה שעומד במדיניות יכול לעבור אוטומטית. רק מה שחריג נכנס.

שלומי שוב

אנחנו ברשותכם רוצים לסיים, אני חושב שהיה לנו דיון מעניין. נראה לי שאין יותר מדי מחלוקות על זה שהמצב הוא מצב בעייתי ויש מה לשפר אותו. יכול להיות שצריך לחשוב על איך בדיוק עושים את השיפור הזה. אני חושב שגם הנתונים שהראנו, גם הדברים שעלו פה, מעידים על זה שיש פה מקום לפעולה שהיא פעולה רגולטורית, השאלה היא מה התצורה שלה.

אני רק אוסיף שבכל פתרון שלא יהיה צריכים להיות שני מרכיבים לפחות. מרכיב אחד זה הנושא של שקיפות העבודה של ועדות ההשקעה והמרכיב השני, שאי אפשר לזלזל בו, הוא הנושא הכספי. הנושא של הבסיס הכספי של חברות הייעוץ כי אני מבין, גם ממך רוני, שהמודל שלכם הוא מודל שהוא לא בר קיימא מבחינה עסקית, אי אפשר להתעלם מזה.

רוני אלרואי

אני חותם על כל מילה שלומי.

אמיר ברנע

הנושא של אנטרופי והנושא של עמדה הוא בר פתרון. בין אם בגישת עמדה לנושא הזה שבאה ואומרת אנחנו יועצים טהורים, או בין אם ללכת לאנטרופי וליצור אצלה את "החומות הסיניות" או את הגילוי

תכנית בחשבונאות

פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

המלא, אם זה אפשרי, אני לא יודע. על כל פנים, הדבר הזה הוא בר פתרון. הדגשת ניגוד עניינים זה מטרידה קצת, כי מה עם ניגוד עניינים פנימי? וזה דבר, שאולי משה, אחרי שהבעיה החיצונית הזאת תיפתר תשים לב גם לזה. באיזה מידה אנחנו מגדירים את המטרה נכון. טובת הסדרה? טובת העמיתים היא דבר כללי מדי, עמיתים איפה? עמיתים של מי? באיזה Subset של הפעילות של הגורם המוסדי? האם לאפשר לגוף מוסדי להיות בעלים של חברה שמוכרת שירותים לעמיתים? כלומר, אני יודע למשל, שבגלל דמי הניהול הנמוכים, הגופים המוסדיים מקימים חברות, בין אם הם מנהלים קרנות נאמנות שלהם, או בין שהם בבעלות מלאה או חלקית של חברות בחוץ לארץ. חברות שמשקיעות, למשל חברות Private equity למיניהן שהגוף המוסדי הוא שותף בנוסטר, האם הוא יכול למכור שירותים לעמיתים של אותו גוף מוסדי, ואם כן תחת איזה מגבלות אם בכלל, בגילוי? לא ברור. אני יודע למשל, שהדוברים שדיברו כאן הם שותפים בחברות שמוכרות שירות לעמיתים, יכול להיות שזו דרך לפצות על הירידה בדמי הניהול, אני לא יודע. נדרשת לפחות, ודאי בדבר הזה, שקיפות מלאה, ובסך הכל הגישה של כל הנוכחים כאן הייתה, בואו נסדיר את ניגודי העניינים כדי שיהיה לנו שוק הוגן ושעמית ירגיש שדמי הניהול שהוא משלם חוזרים אליו דרך שרות לטובתו. ושהכל ברור ועל השולחן. כמו שאומרים, קרני השמש מטהרות את כל מערכות היחסים.

על הפורום:

מטרת "פורום שווי הוגן" (Fair Value Forum (FVF), הפועל במסגרת התכנית בחשבונאות של בית ספר אריסון למנהל עסקים במרכז הבינתחומי הרצליה, היא לתרום לאיכות המידע בשוק ההון, ולייצר שיח מקצועי פורה בנושא. הפורום שמקיים מפגש חודשי, משמש קבוצת חשיבה שמייצרת דינמי עומק בסוגיות שנמצאות על סדר היום ומשמש פלטפורמה לשיתוף ידע, זיהוי בעיות, תהליכים ומגמות וכ- Best Practices למדווחים, לרואי החשבון ולמשקיעים.

הפורום, בייסודם של פרופ' אמיר ברנע, הדיקן המייסד של בית ספר אריסון למנהל עסקים, ורו"ח שלומי שוב, ראש תכנית חשבונאות וסגן דיקן, בית ספר אריסון למנהל עסקים, כולל מומחים מובילים מהאקדמיה ומהפרקטיקה בתחומי החשבונאות הפיננסית, הכלכלה והמימון וכן משתתפים בו נציגים של מדווחים, אנליסטים וגופי הרגולציה הפיננסית בישראל וחיבור בין תחומי הידע השונים.

סיכומי הדיונים שמתפרסמים לציבור הרחב מבוצעים על ידי הצוות המקצועי של הפורום המורכב מבוגרים מצטיינים של התכנית בחשבונאות.

אתר הפורום: www.fvf.org.il