|  |  |
| --- | --- |
| **דילמת הנאמנות של הרי מארקהם**  מאת ג'ון מיינהן וקייט ראביס |  |

הדבר היה בראשית שנת 2012. הרי מארקהם[[1]](#footnote-1), אנליסט פיננסי מורשה, שהתכונן להיכנס לפגישה עם חבר הנאמנים של אחת מקרנות הפנסיה הממשלתיות, לא הצליח להימנע מתחושת קונפליקט מקצועי. מאז שקיבל תואר שני בכלכלה ב-2004 באחד מבתי הספר הבכירים בארצות הברית, עבד מארקהם ב'עמיתי ייעוץ להשקעות' (ICA), חברה שסיפקה ייעוץ בענייני השקעה בקרנות פנסיה. מאז שהצטרף לחברה זו, הלכה וגברה דאגתו של מארקהם באשר לשאלת טיב ההַערָכוֹת שנעשו בעניין מידת החבות של קרנות הפנסיה שבסקטור הציבורי. מארקהם סבר שאילו העריך את החבויות תוך שימוש בעקרונות ההערכה הכלכלית והניתוח הכלכלי שרכש בלימודי הכלכלה ובתוכנית לאנליסטים פיננסיים מורשים, הוא היה מקבל סכומים כמעט כפולים מאלה שהקרנות דיווחו עליהם. זה לא היה נורא כל-כך, אילו קיבל היתר ליצור התאמות לסכומים הרשמיים, אך הן הלקוחות שלו והן החברה שלו לא היו מעוניינים להטיל ספק בסכומים אלה. חבר הנאמנים לא רצה לשמוע על כך שחבויות הקרן היו גדולות הרבה יותר מאשר הסכוםשציינו הוראות הוועדה הממשלתית לתקינה חשבונאית (GASB) והחברה שלו, שרצתה להשביע את רצונם של אנשי חבר הנאמנים. כיצד – תהה מארקהם – הוא אמור לתת ייעוץ השקעה מהימן לגזברי האוצר ולחבר הנאמנים, כאשר אלה פועלים לפי נתונים כלכליים שעל פי ידיעתו הם מטעים, בדרך כלל?

הדילמה של מארקהם נבעה מנאמנויות סותרות: נאמנות לחברה שלו לעומת נאמנות לאנשי חבר הנאמנים ולאחרים שהחליטו החלטות בענייני השקעות בחברות פנסיה ציבוריות; אנשים אלה שכרו איש איש בתורו את החברה שלו, כדי שתספק להם מומחה השקעות. בנוסף לכך הייתה חובת הנאמנות לגמלאים עצמם; חובה שנבעה, להבנתו של מארקהם, מהקוד האתי ומהסטנדרטים להתנהלות מקצועית של התוכנית לאנליסטים פיננסיים מורשים.

**קרנות פנסיה ציבוריות**

קרנות הפנסיה של המגזר הציבורי, כמו מקבילותיהן במגזר הפרטי, מספקות שכר וגמלאות פרישה לעובדי המגזר הציבורי. המטרה זהה בשני המגזרים, אולם הדרך שבה משיגה כל אחת מהן את המטרה שונה לחלוטין, בדרך כלל. המגזר הפרטי סומך יותר ויותר על תוכניות פנסיה המוגדרת על פי הפרשה, שבהן העובד מחליט היכן וכמה כסף להשקיע בחשבון פרישה. בתוכנית כזו, העובד נושא בכל האחריויות (ראו טבלה 1.)

לעומת זאת, ל- 80% כמעט מעובדי המדינה והממשל המחוזי יש תוכניות פנסיה המוגדרת על פי גמלה.[[2]](#footnote-2) בתוכנית פנסיה מוגדרת גמלה מתחייב המעסיק לשלם לעובד גמלה מסוימת לכל חייו, מיום פרישתו לגמלאות. סכום הגמלה שהוגדר מראש מתבסס בדרך כלל על גורמים כגון: גיל, שכר ושנות וותק. האקטוארים מגדירים את ההשקעות תוך שימוש בניתוח סטטיסטי כדי לחשב את העלויות של סיכונים עתידיים.[[3]](#footnote-3) בתוכניות פנסיה מוגדרת גמלה המעסיקים נוטלים על עצמם את הסיכון הכלכלי. כאשר התשלומים לא מספיקים, למשל, אם התקבולים מההשקעות בקרנות לא עומדים בציפיות, כפי שקרה במשבר הכלכלי של 2008, נאלצות הממשלות לחפש מקורות מימון בסעיפי תקציב אחרים, או להעלות מסים כדי לגשר על הפער.

***טבלה 1. תוכנית פנסיה מסורתית מוגדרת על פי גמלה* לעומת תוכנית פנסיה מסורתית המוגדרת על פי הפרשה.[[4]](#footnote-4)**

|  |  |  |
| --- | --- | --- |
| **שיקולים אסטרטגיים** | **פנסיה מוגדרת לפי גמלה** | **פנסיה מוגדרת לפי הפרשה** |
| אטרקטיביות לעובדים | מושכת עובדים המועסקים זמן רב/ מבוגרים | מושכת עובדים המועסקים זמן קצר/ צעירים |
| חבות כלכלית | מוטלת על סוכני הפנסיה של החברה | מוטלת על המשתתפים (העובדים). |
| האחריות המוטלת על העובד | קטנה מאוד | משמעותית – ההפרשות הן לפי רצון העובד ודורשות החלטות השקעה. |
| אחריות על המעסיק | משמעותית – החלטות ההשקעה ואחריות כלכלית. | פחות משמעותית |
| יחסי אמון עם המעסיק | משמעותיים | משמעותיים |
| תשואת ההשקעה | תשואות גבוהות יותר בממוצע/ פיזור צר יותר של תשואות | תשואות נמוכות יותר בממוצע/ פיזור רחב יותר של תשואות. |
| מידת החסכנות | מגדיל משמעותית את אחוז החסכונות ואת המאגר הזמין של החיסכון הלאומי | מגדיל את החסכונות ואת המאגר הזמין של החיסכון הלאומי באופן פחות משמעותי |
| חסכונות אישיים לפרישה | יוצרת מקסום של חסכונות לפרישה. | מאפשרת הסתלקות מהתוכנית והלוואות לפני הפרישה, ובכך מדלדלת את חסכונות הפרישה. |
| משכורות | ככלל - משכורות נמוכות . | ככלל – משכורות גבוהות. |
| מורכבות אדמיניסטרטיבית | בדרך כלל - גבוהה | בדרך כלל - גבוהה |
| ניידות | לא אופיינית | כן. |

**השקפות שונות על חבויות**

במאמר מ-2009 "החבויות והסיכונים של תכניות הפנסיה הממשלתיות," בטאו ג'ושוע ראו (Rauh) מבית הספר לניהול קלוג (Kellogg) של אוניברסיטת נורת'ווסטרן, ורוברט נובי-מרקס (Novy-Marx) מאוניברסיטת שיקגו בכמה מילים מפוכחות את דעתם לגבי עתיד תכניות הפנסיה הציבוריות. אמנם, היה ידוע היטב שקרנות הפנסיה הציבוריות עומדות בפני משבר מימון, אך ראו ונובי-מרקס סברו שהבעיה גרועה עוד הרבה יותר מאשר דווח בהצהרות הכלכליות הממשלתיות. דעתם הייתה כי לקרנות הפנסיה הממשלתיות חסרים לא 1.04 ביליון דולר (הנתון הרשמי), אלא 3.23 ביליון (מוצג 1).[[5]](#footnote-5)

ממה נבע הפער הזה? בעת ההערכה של חבויות הגמלאות, מילאו האקטוארים אחר הוראותיה של הוועדה הממשלתית לתקינה חשבונאית (GASB), שדרשה לתת הנחה לתזרים המזומנים של חבויות קרנות הפנסיה, בשל הצֶפי להחזר נכסים שהונחו בצד כדי לממן את החבויות. בתמיכת ה-GASB טענו האקטוארים שעקב האופק רחוק הטווח של קרנות הפנסיה הציבוריות, ההנחה הנאותה היא בשעור של כ-8%, וכי שעור זה נתמך בהיסטורית ההחזרים של ההשקעות.[[6]](#footnote-6) אולם, הכלכלנים טענו שאין זה נאות לתת הנחה לחבויות עקב צֶפי להחזר נכסים – ושהנחה של 8% גבוהה מדי, לא רק מפני שהיא משקפת ציפיות שהן כנראה אופטימיות מדי לגבי החזרים עתידיים, אלא – חשוב יותר – כי מראש לא היה זה נאות לתת הנחה על סמך צפי של החזרי נכסים.[[7]](#footnote-7) השימוש בשעור הנחה של 8% נבע מ"הערכה שטותית," לטענת הכלכלנים, אך האקטוארים וסוכני התוכניות תפסו למרות זאת את ההערכות הללו כרציניות.

בניגוד להם, כלכלנים ואנליסטים פיננסיים דוגמת ראו, נובי-מרקס והרי מארקהם, לא ערכו את חישוביהם לפי הערך הנקוב. לפי מארקהם "כמה אקטוארים וסוכני שיווק פנסיוני פועלים ומדברים כאילו המדידות החשבונאיות אינן מעורפלות, אינן חסרות הטיה לגבי המציאות, או כאילו הן עצמן המציאות. לכלכלנים ולאנליסטים פיננסיים יש מונח המגדיר זאת: 'אשליה חשבונאית'." בדומה לראו ולנובי-מארקס, האמין גם מארקהם כי שיעור ההנחה צריך לשקף את העובדה שהפנסיות הציבוריות הן הבטחות בטוחות. לדעתו, שעור של 3% או 4% היה מתאים יותר. הוא הסביר:

אילו ידענו לבטח שהרווח עומד להיות 8%, היה זה הולם לתת הנחה בשעור 8% על החבויות; אולם השיעור הגבוה ביותר שאפשר להרוויח בסביבה הנוכחית, בדרגה כלשהי של וודאות, היא כ-3%, ולכן זה שיעור ההנחה ההולם סיכוי הצלחה שאמור להיות בסיכון נמוך. סוכן השיווק הפנסיוני יכול להחליט להשקיע בנכסים בסיכוי גבוה יותר מהחבויות, בתקווה שהרווח יהיה 8%, אך אם הפנסיות אמורות להיות בטוחות, השימוש באסטרטגיית השקעה מסוכנת כדי להעלות את רמת הציפיה לרווח אינה משנה כהוא זה את ערך תוכניות הפנסיה, או את רמת ההתאמה של שעור הנחה בסיכון נמוך.

אולם מארקהם היה מודע היטב לכך שלא זה היה דפוס המחשבה של רוב האחראים לניהול קרנות הפנסיה הממשלתית, או, לצורך העניין, של חברת 'עמיתי ייעוץ להשקעות'.

**הדילמה של מארקהם**

בתוקף תפקידו כיועץ השקעות חש מארקהם כי ההשקפות השונות בעניין אופן ההערכה של חבויות קרנות הפנסיה מאתגרות אותו. האתגר היה במישור המעשי והאתי כאחד. הוא הסביר: "אין זה מתפקידי להחליט בעניין החבויות."

זה תפקידו של האקטואר. תפקידי הוא לייעץ בעניין השקעות. אולם כיועץ השקעות, הדבר הראשון שעליך להבין הוא נסיבותיו של הלקוח. יש כלל אתי בסיסי: הסטנדרטים המקצועיים של האנליסט הכלכלי המורשה אומרים שלעולם אין לייעץ בלי לדעת את נסיבותיו של הלקוח ואת תנאיו. ובכן, המצב הוא שהקרנות חייבות כסף בגדול, אך החשבונאות והדיווח אינם מראים זאת. אני מבהיר בחברה שלי שעלינו לדעת היכן אנו מתחילים לפני שאנו מייעצים. ואולי עצתנו צריכה להיות שונה אם הלקוח יודע שנקודת המוצא של חברת הפנסיה היא מתוך חור של ביליוני דולר שאין הם מודעים לו.

בנוסף לעובדה שמארקהם היה לחוץ מכיוון שלא היו לו דיווחים מדויקים שאיתם יוכל לעבוד, הוא גם היה מודע לעובדה שהלקוחות לא אוהבים בשורות רעות. הוא חשש שאם הוא יעלה את עניין החבות, עלולים לפטר אותו ואת החברה שלו.

רוב סוכני השיווק הפנסיוני רוצים להקטין את ההפרשות לטווח קצר לקרן הפנסיה שלהם, והדבר גורם להם לנטות לנקודת השקפה המצדיקה שיעורי הנחה גבוהים. יתר על כן, ועדות השקעה וצוותי השקעה רואים במנדט העתידי שלהם להרוויח לפחות את שיעור ההנחה ששיערו האקטוארים. הלחץ החברתי לאמץ ציפיות אופטימיסטיות מדי לגבי התשואות עלול להיות עצום. כפי שאמר לי סוכן השקעות אחד: 'אין זה אינטרס של חברי התוכנית להנמיך את שיעור ההנחה, כי העלייה במידת החבות עלולה לגרום הלם בקרב משלמי המיסים והמחוקקים עד כדי כך, שאלה האחרונים יימנעו מתמיכה פוליטית בתוכנית." בהקשר כזה, סוכני ההשקעות אינם רוצים לשמוע את החדשות האומרות שיש להם מימון קטן יותר מאשר מראים המספרים והם עלולים 'להאשים את השליח'; ואם מדובר בנציג נבחר – אלה אינם רוצים משבר במשמרת שלהם.

אולם ליועץ השקעות יש אחריות מקצועית לסייע לסוכני השקעות להחליט החלטות נכונות, ולהבין כי מצבם הכלכלי הוא תנאי מקדים להחלטות השקעה בטוחות. הדבר מחייב לספר לסוכני ההשקעות דברים שאינם רוצים לשמוע. אם יועצי ההשקעות לא יעשו זאת, הם יאפשרו את ההכחשה של לקוחותיהם, ואת ההחלטות הגרועות שינבעו מהכחשה זו.

כאנליסט פיננסי מוסמך ובעל רישיון, היה על מארקהם להעיד בפני עמיתיו לפי הקוד האתי ולפי הסטנדרטים של ההתנהלות המקצועית **(מוצג 2)**. באופן ספציפי, נאסר באיסור חמור על חבר בתכנית להסמכת אנליסטים פיננסיים מורשים לסלף בהמלצותיהם ביודעין את ניתוחי ההשקעות. "אז אם יש לך המלצת השקעה המבוססת על מספרים גרועים," החל מארקהם לשאול, "מספרים שהם חוקיים ומתאימים לכללים, אך אתה יודע שהם גרועים – האם אתה מפר את הכלל האתי הזה?"

**סיכונים ונאמנויות**

כשזומן מארקהם לחדר הוועידות כדי להתחיל במצגת שלו עבור צוות של קרן הפנסיה הממשלתית, הוא חווה מאבק פנימי בשאלה האם להעלות את נושא החבות. הוא ידע שקיימים סיכונים בכל מקרה. יש סיכון שהלקוחות שלו יבחרו להעביר את הייעוץ לעסקיהם לחברה אחרת, אם יספר להם מה הוא מאמין אודות המציאות הכלכלית של הקרן. נוסף על כך, צעד כזה עלול לא רק לגרום לאיבוד העסקה, אלא גם יתפרש כנראה כחוסר נאמנות כלפי החברה שלו.

אולם אז הוא חשב על המחדל במשבר הכלכלי של 2008 ומציאות זו כרסמה בו: כשהתרחש משבר האשראי העולמי, כל אחד שאל מדוע לא השמיע אף אחד את קולו, אף שהיו שם כל האנשים שגרמו אותו? והאם חלה על מישהו, שגם לו תפקיד קטן בחזרתו של המשבר, האחריות לדבֵּר לטובת כל אותם גמלאים, אף על פי שהדבר סותר את רצונות המעסיקים שלו ושל חבר הנאמנים ששכר את המעסיקים שלו לספק ייעוץ השקעה?

**מוצג 1.** ***גירעונות בקרנות הפנסיה הממשלתיות (כמו ב-2008)***

**החבויות**

|  |  |
| --- | --- |
| |  | | --- | |  | |
|  |
|  |
|  |
|  |

***מוצג 2 - הקוד האתי של המוסד להסמכת אנליסטים כלכליים מורשים והסטנדרטים להתנהלות מקצועית שלו***

**הקדמה**

הקוד האתי של המוסד להסמכת אנליסטים פיננסיים מורשים (CFA) והסטנדרטים שלו להתנהלות מקצועית הם ביסוד הערכים של מוסד ה CFA [להלן: אפ"מ], וחיוניים להשגת משימתו להנהיג את מקצוע ההשקעה העולמי באמצעות הצבת סטנדרטים גבוהים של חינוך, יושרה ומצוינות מקצועית. הצבת סטנדרטים מוסריים (אתיים) גבוהים היא צעד מכריע להשגת אמון הציבור בשווקים הכלכליים ובמקצוע ההשקעות. מאז יצירתם בשנות השישים של המאה העשרים, קידמו הקוד והסטנדרטים את היושרה של חברי מוסד האפ"מ ושמשו מודל להערכת מוסריותם של מומחי השקעות בכל העולם, בלי הבדל תפקיד, שוני תרבותי או תקנות וחוקים מקומיים. כל חברי המוסד להסמכת אנליסטים פיננסיים מורשים (כולל אלה שהוסמכו וקבלו את התואר אנליסט פיננסי מורשה© [אפ"מ©] ) והמועמדים לאפ"מ חייבים לציית לקוד ולסטנדרטים שלו, והמוסד מעודד אותם לדווח למעסיקיהם על אחריותם. הפרות של הקוד עלולות לגרור סנקציות משמעתיות בידי מוסד האפ"מ. הסנקציות יכולות לכלול ביטול החברות, ביטול המועמדות לתוכנית אפ"מ, וביטול זכות השימוש במינוי לאפ"מ.

**הקוד האתי**

חברי מוסד האפ"מ (כולל אפ"מ מוסמכים) והמועמדים למינוי לאפ"מ (להלן: "חברים ומועמדים") חייבים:

|  |  |
| --- | --- |
| * לפעול מתוך יושרה, כשרון, חריצות, כבוד ומוסריות עם הצבור, עם הלקוחות, עם הלקוחות הפוטנציאליים, המעסיקים, העובדים, העמיתים במקצוע ההשקעות ועם משתתפים נוספים בשוקי ההון העולמיים. * להציב את היושרה במקצוע ההשקעות ואת האינטרסים של הלקוחות מעל האינטרסים הפרטיים שלהם. * לנקוט מאמצים סבירים ולהפעיל שיפוט מקצועי עצמאי בעת עריכת ניתוח השקעות, בעת המלצות על השקעות, בעת פעילות בהשקעות ובעת מעורבות בפעילויות מקצועיות אחרות. | * לפעול בדרך מקצועית ואתית ולגרום גם לאחרים לפעול בדרך כזו שתשקף כבוד לעצמם ולמקצוע. * לקדם את היושרה של שוקי ההון השולטים ולשמור על חוקיהם. * לשמור ולשפר את מסוגלותם המקצועית ולשאוף לשמור ולשפר את מסוגלותם של מומחי השקעות אחרים. |

**סטנדרטים של התנהלות מקצועית**

1. **מקצועיות**
2. **ידיעת החוק.** על החברים והמועמדים להבין ולקיים את כל החוקים, הכללים והתקנות הרלוונטיים (כולל הקוד האתי של המוסד לאפ"מ, והסטנדרטים שלו להתנהלות מקצועית) של כל ממשלה, מוסד מחוקק, רשות רישוי או של כל ארגון מקצועי השולט על פעילויותיהם המקצועיות. בעת קונפליקט, חייבים החברים והמועמדים לציית לחוק, לכללים או לתקנות הקפדניים ביותר. נאסר על החברים והמועמדים להשתמש בכל הפרה או פגיעה בחוקים, בכללים ובתקנות כאלה או לסייע לה ביודעין, וחובה עליהם להתרחק מכל הפרה ופגיעה שכזו.
3. **עצמאות ואובייקטיביות.** על החברים והמועמדים לנקוט מאמצים סבירים ולהפעיל שיפוט מקצועי סביר כדי להשיג ולשמר את עצמאותם ואת האובייקטיביות בפעולותיהם המקצועיות. נאסר על חברים ומועמדים להציע, לבקש או לקבל כל מתנה, תועלת, פיצוי או שיקול שעלולים לפגוע או צפוי שיפגעו בעצמאותם או באובייקטיביות שלהם.
4. **מצג שווא.** נאסר על החברים והמועמדים ליצור ביודעין כל מצג שווא הקשור לניתוח השקעות, להמלצות, לפעולות, או של כל פעילות מקצועית אחרת.
5. **התנהגות פסולה.** נאסר על החברים והמועמדים לקחת חלק בכל פעולה מקצועית הכוללת חוסר מכובדות, רמאות או הונאה, או לנקוט אמצעים כלשהם המשפיעים באופן שלילי על שמם הטוב המקצועי, על יושרתם או על כישוריהם.
6. **יושרה בשוקי ההון**
7. **מידע חסוי חשוב.**  נאסר על חברים ומועמדים שיש בידם מידע חסוי חשוב המסוגל להשפיע על ערכה של השקעה לפעול או לגרום לאחרים לפעול בעקבות מידע זה.
8. **מניפולציה של השוק.**  נאסר על החברים והמועמדים להיות מעורבים בפעילות העלולה לעוות מחירים או לגרום באופן מלאכותי לניפוח היקף המסחר מתוך כוונה להוליך שולל את המשתתפים בשוק ההון.
9. **מחויבות כלפי הלקוחות**

**א. נאמנות, זהירות ודאגה.** על החברים והמועמדים חלה חובת נאמנותללקוחותיהם ועליהם לנקוט מאמצים סבירים ולהפעיל שיפוט זהיר. על החברים והמועמדים לפעול לתועלת לקוחותיהם, ולהציב את האינטרסים של לקוחותיהם לפני האינטרסים של המעסיקים שלהם או של עצמם.

**ב. מסחר הוגן.** על החברים והמועמדים לנהוג באופן הוגן ואובייקטיבי עם כל לקוחותיהם כשהם מספקים ניתוח השקעות, ממליצים על השקעות, פועלים בהשקעות או עוסקים בכל פעילות מקצועית אחרת.

1. **התאמה.**

**1**. כאשר חברים ומועמדים נמצאים ביחסי ייעוץ עם לקוח, חובה עליהם:

1. לערוך חקירה סבירה אודות הניסיון ההשקעתי, מידת הסיכון ומטרות התשואה של הלקוח או של הלקוח הפוטנציאלי, ושל האילוצים הכלכליים שלהם; כל זאת, לפני שהם ממליצים על השקעות או פועלים בענייני השקעות. עליהם להעריך מחדש ולעדכן את המידע הזה באופן סדיר.
2. לקבוע כי ההשקעה מתאימה למצבו הכלכלי של הלקוח, ועולה בקנה אחד עם המטרות, ההרשאות, והאילוצים, לפני מתן המלצת השקעה או פעולה השקעתית.
3. לשפוט מהי ההתאמה של ההשקעות בהקשר לתיק ההשקעות הטוטאלי של הלקוח.

**2** . כאשר חברים או מועמדים אחראיים על ניהול תיק השקעות לפי הרשאה, אסטרטגיה או סגנון השקעה מסוימים, עליהם להמליץ או לפעול אך ורק באופן העולה בקנה אחד עם המטרות המוצהרות והאילוצים של תיק ההשקעות.

**ד. מצגת ביצועים.** כאשר חברים או מועמדים מדווחים על ביצועי ההשקעה, עליהם לנקוט מאמצים סבירים כדי להבטיח כי הם הוגנים, מדויקים ושלמים.

**ה.** **שמירת סודיות**. על חברים או מועמדים לשמור את המידע אודות לקוחות קיימים, לקוחות בעבר או לקוחות פוטנציאליים חסוי, אלא אם כן:

**1.** המידע כולל פעולות לא חוקיות מצידו של הלקוח או הלקוח הפוטנציאלי.

**2.** רשויות החוק דורשות את החשיפה, או –

**3.** הלקוח או הלקוח הפוטנציאלי מרשים לחשוף את המידע.

1. **חובות כלפי המעסיקים**
2. **נאמנות.**  בעניינים הקשורים בהעסקתם, על החברים או המועמדים לפעול לטובת המעסיק, ולא למנוע מהמעסיק שלהם את יתרונות כישוריהם ויכולותיהם, לא לגלות מידע חסוי, ולא להזיק באופן כלשהו למעסיקיהם.
3. **סידורי פיצויים נוספים.** נאסר על חברים ועל מועמדים לקבל מתנות, תועלת, פיצויים או שיקול-דעת המתחרה במעסיקם או שעלול ליצור ניגוד עניינים עם המעסיק שלהם, אלא אם כן הם מקבלים הסכמה בכתב מכל הצדדים המעורבים בדבר.
4. **אחריות המפקחים.** על החברים והמועמדים של האפ"מ לנקוט מאמצים סבירים כדי לגלות ולמנוע הפרות של החוקים, הכללים והתקנות, ושל קוד התקינה (הסטנדרט) הרלוונטי, בידי כל מי שנתון לפיקוחם או לאחריותם.

**V. ניתוח השקעות, המלצות ופעולות**

**א. חריצות ובסיס סביר.**

על החברים והמועמדים:

1. לפעול בחריצות, בעצמאות וביסודיות בכל מה שנוגע לניתוח השקעות, המלצה עליהן או פעולות בעניינן.

2. להסתמך על בסיס נתונים סביר והולם, הנתמך בחקירה ובמחקרים הולמים, בכל מה שנוגע לניתוח השקעות, המלצה עליהן או פעולות בעניינן.

**ב. תקשורת עם לקוחות קיימים ופוטנציאליים**

על החברים והמועמדים:

1. לגלות ללקוחות קיימים ופוטנציאליים את המתכונת הבסיסית ואת העקרונות הכלליים של תהליכי ההשקעה שבהם הם משתמשים כשהם מנתחים השקעות, בוחרים ניירות ערך, ובונים תיקי השקעה. כמו כן, עליהם לגלות להם מייד כל שינוי העלול להשפיע באופן מהותי על תהליכים אלה.

2. להפעיל שיפוט סביר כדי לזהות את הגורמים החשובים לניתוח השקעות, להמלצות עליהן או לפעולות בעניינן, ולכלול דיווח על הגורמים הללו בעת יצירת קשר עם הלקוחות הקיימים או הפוטנציאליים.

3. להבחין בין עובדה לבין הבעת דעה בעת הצגת ניתוח ההשקעה או ההמלצות להשקעה.

**ג. שימור תיעוד.** על החברים והמועמדים לפתח ולשמור תיעוד הולם שנועד לתמוך בניתוח ההשקעות, ההמלצה עליהן או הפעולות בעניינן, או בכל תקשורת הנוגעת להשקעות עם הלקוחות הקיימים או הפוטנציאליים.

**VI. ניגודי עניינים**

**א. גילוי קונפליקטים**. על החברים והמועמדים לקיים גילוי מלא ונאות של כל העניינים העלולים לפגוע בעצמאותם ובאובייקטיביות שלהם או להפריע למילוי חובותיהם כלפי הלקוחות הקיימים והפוטנציאליים שלהם וכלפי מעסיקיהם. על החברים והמועמדים לוודא כי גילויים אלה ברורים, מדווחים בלשון פשוטה, ומוסרים ביעילות את המידע הרלוונטי.

**ב. קדימות עסקאות.** לעסקאות השקעה עבור לקוחות ומעסיקים חייבת להיות קדימות לעומת עסקאות השקעה שבהן החבר או המועמד הוא המוטב.

**ג. עמלות הפנייה.** על החברים והמועמדים לגלות כראוי למעסיקים, ללקוחות וללקוחות הפוטנציאליים שלהם מידע אודות כל פיצוי, תמורה או הטבה שהם קיבלו מאחרים או שניתנו להם תמורת המלצה על מוצרים או שירותים.

**VII. אחריות הנובעת מחברות או ממועמדות לחברות** באפ"מ

1. **חוקי התנהגות לחברים ומועמדים בתוכנית האפ"ם ( CFA)**

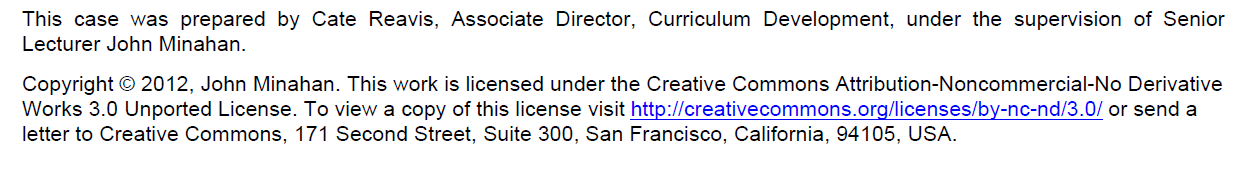
נאסר על חברים ועל מועמדים לחברות באפ"מ להיות מעורבים בכל סוג התנהגות העלול לפגוע בשמו הטוב או ביושרתו וביעדיו של מוסד האפ"מ, או ביושרתן, בתקפותן או בבטיחותן של בחינותיו.

1. **התייחסות למוסד האפ"ם, ליעדיו ולתוכניותיו.**

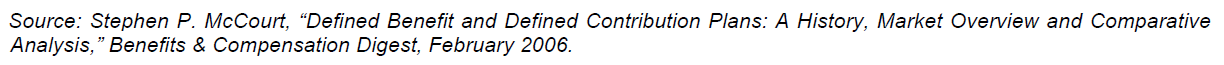
כאשר חברים או מועמדים לחברות באפ"ם מתייחסים למוסד זה, לחברות בו, ליעדיו או למועמדות לתוכניתו, נאסר עליהם לפרש שלא כשורה או להגזים בחשיבות משמעותו או בהשלכות ההשתתפות בו, ביעדיו או במועמדות לתוכניתו.

המקור: 

1. תיאור מקרה זה הוכן בידי קייט ראביס, מנהלת משנה במדור פיתוח תוכניות לימודים, בפיקוח המרצה הבכיר ג'ון מיינהן .

   מקרה זה מבוסס על אירועים שקרו, אך הדמות הראשית בסיפור, שם החברה וכמה מפרטי הסיפור בדיוניים. [↑](#footnote-ref-1)
2. ראו: <https://www.bls.gov/ncs/ebs/benefits/2010/ownership/govt/table03a.htm> [↑](#footnote-ref-2)
3. מבוסס על

    [↑](#footnote-ref-3)
4.  [↑](#footnote-ref-4)
5. ראו להלן, עמ' 6.

    [↑](#footnote-ref-5)
6.  [↑](#footnote-ref-6)
7.  [↑](#footnote-ref-7)