

תסתכלו למעלה: משקיעים מוסדיים והשקעות חברתיות

מאת
יפעת נפתלי בן ציון*

תקציר

מאמר זה מבקש להשיב על השאלה אם משקיעים מוסדיים, דוגמת קרנות פנסיה, רשאים להתחשב בעת ניהול השקעותיהם בשיקולים אתיים, ובפרט בשיקולים סביבתיים. הרעיון כי לא רק שיקולים פיננסיים צריכים להכווין את התנהלותם של משקיעים אינו רעיון חדש, אך הוא תפס תאוצה גדולה בשנים האחרונות בשל העניין הרב שמעורר המונח השקעות ESG (קיצור של environmental, social and governance). אלא שמשקיעים מוסדיים הם נאמנים, כלומר הם מנהלים כספים השייכים לאחרים – הנהנים. לפיכך הם כפופים לסט מחמיר של כללים משפטיים, המכונה דיני האמונות. דינים אלו מחייבים את הגוף המוסדי לפעול בעת קבלת החלטות על השקעה באופן המשקף את טובתם של הנהנים. על כן, יש מי שטוענים שאם תכלית ההתחשבות של הגוף המוסדי בשיקולי ESG היא אתית, להבדיל ממטרה כלכלית מבוססת, מוגדרת ומוכחת, הרי זוהי הפרה של חובותיו. המאמר יבהיר מדוע טענה זו אינה תואמת את הדין המחייב בישראל. בהמשך לכך תובא תגובה לטיעונים שונים שביקשו להצביע על ההשלכות השליליות הצפויות אם גופים מוסדיים אכן יתחשבו בשיקולי ESG אתיים, ויוסבר מדוע אין בהם ממש, בפרט בכל הנוגע לשיקולים סביבתיים. המסקנה המתבקשת לסיכום היא שהתחשבות במטרות סביבתיות בעת השקעת כספי הציבור בשוק ההון אינה רק תואמת את הדין הקיים, אלא היא גם המדיניות הרצויה.

* דוקטור למשפטים (Ph.D.), אוניברסיטת תל אביב; עמיתת מחקר, התוכנית לממשל תאגידי, אוניברסיטת הרווארד; בשנת הלימודים התשפ"ה תצטרף החוקרת לסגל האקדמי הבכיר של הפקולטה למשפטים ע"ש בוכמן באוניברסיטת תל אביב. ברצוני להודות למשתתפי הסדרה האקדמית לדיני תאגידים באוניברסיטת תל אביב לשנת הלימודים התשפ"ב, ובפרט למורן אופיר, לדב סולומון ולאסף רוז, וכן למשתתפי הקורס "ממשל תאגידי, גלובליזציה ואחריות חברתית תאגידית" באוניברסיטת תל אביב (2022) על הערותיהם המועילות. במיוחד ברצוני להודות לאסף חמדני, לאלון חספר ולקובי קסטיאל על הערות מעמיקות ומאירות עיניים לגרסתו הראשונה של המאמר, וכן לחברי מערכת מו של "עיוני משפט" מיכל סוויד, שי מרקוביץ ואוהד רוזנברג ולעורך מג'ד חדאד על הערותיהם המצוינות אשר סייעו לי רבות.

478	מבוא
482	א. משקיעים מוסדיים בישראל
483	1. מיהם הגופים המוסדיים?
486	2. תפקידם בשוק ההון
489	ב. מעמדם של משקיעים מוסדיים כאמונאים
495	ג. השקעות חברתיות ודיני האמונאות
495	1. רקע היסטורי
497	2. על משמעות המונח ESG
504	3. ESG ודיני האמונאות במשפט האמריקני
506	(א) הטיעון הדוקטרינרי
509	(ב) הטיעון הנורמטיבי
509	ד. המצב המשפטי בישראל
509	1. המצב המצוי
515	2. המצב הרצוי
515	(א) גמישות המונח ESG כחסם להיותו כלי יעיל לקידום החלטות אתיות
516	(ב) כפיית ערכים אתיים
520	(ג) עלויות האקטיביזם המוסדי
523	(ד) הזנחה מצד המדינה
524	(ה) כסות לקידום מטרות אישיות
525	(ו) סובייקטיביות בהערכות איכות ההשקעות ו־Greenwashing
528	סיכום

מבוא

סרט הסְטירה הפוליטי "אל תסתכלו למעלה" (Don't Look Up) משנת 2021 עוקב אחר שני אסטרונומים המגלים כוכב שביט שצפוי להשמיד את כדור הארץ ואחר ניסיונותיהם לשכנע את נשיאת ארצות הברית – ואת הציבור בכלל – לפעול כדי למנוע את האסון המתקרב. הסרט מציג כיצד בשל אינטרסים פוליטיים וכלכליים הניסיון לשתף פעולה כדי למנוע את פגיעת השביט נדון לכישלון. כאשר ממדי האסון מתבררים, תומכי הנשיאה משתמשים בסיסמה "אל תסתכלו למעלה", בקריאה לציבור להתעלם מהשביט שנראה בבירור בשמים. האנלוגיה למשבר האקלים ולאדישות שהאנושות מפגינה בקשר אליו ברורה.¹ ההשלכות החמורות של ההתחממות הגלובלית אינן ניתנות עוד להכחשה, כפי שניכר משידורי מהדורות החדשות מדי יום. ככל שמחלחלת ההבנה שאנו מצויים בנקודת מפנה בהיסטוריה האנושית, כך מתגברת הקריאה למשקיעים בשווקים הפיננסיים "להסתכל

1 Peter Kalmus, *I'm a Climate Scientist. Don't Look Up Captures the Madness I See Every Day*, THE GUARDIAN (Dec. 29, 2021), <https://www.theguardian.com/commentisfree/2021/dec/29/climate-scientist-dont-look-up-madness>

למעלה", ולנהל את השקעותיהם לא רק על בסיס שיקולים של רווחים כלכליים קצרי טווח. במקום זאת, מי שקוראים להשקעות חברתיות טוענים כי משקיעים – פרטיים וציבוריים כאחד – צריכים גם לשקול אם החברות שבהן הם מתכננים להשקיע עומדות בסטנדרטיים אתיים מסוימים: כך למשל, אם חברות אלו יוצרות זיהום סביבתי, אם הן תורמות לאי־שוויון חברתי או אם הן מאפשרות התנהלות מושחתת של הבכירים בהן.

הרעיון כי לא רק שיקולים פיננסיים צריכים להכווין את המשקיעים בבורסה אינו רעיון חדש. למעשה, היו מי שקראו לכלול במסגרת שיקולי ההשקעה עמדות אתיות כבר במאה השמונה עשרה. עם זאת, השוק להשקעות חברתיות אחראיות, "socially responsible investing" (או בקיצור SRI), גדל בשנים האחרונות במהירות. התפתחות חשובה בהקשר זה אירעה כאשר שיקולי ממשל תאגידי החלו להיכלל במסגרת אסטרטגיות השקעות אלו, כך שהכינוי הנפוץ שלהן היום הוא ESG investing (קיצור של environmental, social, and governance). הערכות עדכניות גורסות שעד שנת 2025 שווי של שוק זה עשוי להגיע לסכום של כחמישים טריליון דולר. אלא ששאלה קריטית אשר צפויה להשפיע עליו ואולי אף להכריע את מהירות צמיחתו טרם קיבלה מענה. השאלה, העומדת במרכזו של מאמר זה, היא אם משקיעים מוסדיים, כגון קרנות פנסיה, יבחרו להתחשב במסגרת השקעותיהם בשיקולים הנוגעים לביצועי החברה במדדי ה-ESG.

לצד צמיחתם של משקיעים פרטיים אשר מעוניינים להשקיע גם בהתבסס על שיקולים חברתיים, מידת המעורבות בהשקעות אלו של משקיעים מוסדיים, המחזיקים אחוז ניכר מהון של תאגידיים ברחבי העולם כולו, עשויה לחרוץ את גורלה של מגמה זו. הכוח המצוי בידיהם של גופים מוסדיים מציב אותם בעמדת השפעה ייחודית על הפעילות של התאגידים שבהם הם משקיעים. מדיניות ההשקעות שלהם עשויה לפיכך לקדם פעולות אחראיות חברתית של חברות, בפרט בנוגע לשיקולים סביבתיים. אלא שמשקיעים מוסדיים הם נאמנים; כלומר, מאחר שהם מנהלים כספים השייכים לאחרים, הם כפופים לחובות מנדטוריות כלפי אותו אחרים – הנהנים. במשפט המקובל, סט הכללים המסדיר חובות אלו מכונה fiduciary law, או בעברית "דיני אמונאות".² כללים אלו מכפיפים את האמונאי לחובת אמון (loyalty), כלומר הם מורים לו לנהל את הכספים שבשליטתו לטובת האינטרס של הנהנים ולא לטובת האינטרס האישי שלו; הם אף מטילים עליו חובת זהירות (prudence), כלומר מורים לו לנהל את הכספים תוך הפעלת שיקול דעת – כך למשל החובה לבחון מידע רלוונטי טרם קבלת החלטה על השקעה. מידת המעורבות בהשקעות של גופים אלו תלויה אפוא בפרשנות החובות החלות עליהם, ובפרט בשאלה אם חובות אלו מתירות התחשבות במטרות חברתיות בעת עיצוב מדיניות ההשקעה.

2 הערה לשונית חשובה היא, שבשפה העברית טרם הוכר מינוח מדויק למילה "Fiduciary". התרגום "נאמן" אינו מתאים משום שהוא משמש לתרגם את המונח האנגלי "Trustee". עמיר ליכט מציע בספרו דיני אמונאות: חובת האמון בתאגיד ובדין הכללי (2013) (להלן: ליכט דיני אמונאות) את המונח "אמונאות". על אף שהוא טרם אומץ באופן גורף, למונח יתרונות ברורים, שכן הוא מאפשר לתאר את מערכת היחסים בצורה מדויקת יותר ומונע בלבול מושגי בין "אמון" כמובנו החברתי ובין הסיווג המשפטי של מערכת היחסים, ועל כן אשתמש בו כמאמר זה.

מי שתומכים בניהול השקעות של משקיעים מוסדיים על פי שיקולי ESG טוענים בלהט שהשקעות אלו אינן רק רצויות מבחינה חברתית, אלא שהן גם מציעות למשקיעים יתרונות פיננסיים גדולים, שכן מדדים אלו משקפים שמדובר בהשקעה שלה סיכון נמוך והחזרים גבוהים. על כן, אין כל סתירה בין השקעות אלו ובין החובות החלות על הגופים המוסדיים.³ בתגובה לכך כתיבה עדכנית בארצות הברית טוענת, כי מנקודת המבט המשפטית אי-אפשר להביא שיקולי ESG בחשבון כאשר המשקיע הוא משקיע מוסדי.⁴ כתיבה זו גורסת, שהדין הקיים מחייב לפרש את החובה לפעול לטובת האינטרס של הנהנה – ולטובתו בלבד – כחובה המחייבת את קרנות פנסיה, כמו גם משקיעים מוסדיים אחרים, לפעול אך ורק לטובת האינטרס הכלכלי הישיר של החוסכים.⁵ לפיכך נטען כי ככל שהמטרה של שקילת שיקולי ESG היא מטרה אתית, להבדיל מתכלית כלכלית מבוססת, מוגדרת ומוכחת, יהיה בה משום הפרה של דיני האמונות. מאחר שראיות אמפיריות מדגימות שההשפעה של מדדי ESG⁶ על ערך ההשקעה היא רחוקה מוודאית, המשמעות האופרטיבית של עמדה זו היא הטלת מגבלה משמעותית על היכולת של גופים אלו להסתמך על שיקולי ESG.

עמדה זו אינה נחלתם הבלעדית של אקדמאים. כך למשל, מחקר אנגלי עדכני מצא שמנהלי קרנות פנסיה רבים סבורים גם הם שזוהי הפרשנות העדכנית של הדין.⁷ ויודגש, אין מדובר בשאלה תאורטית פילוסופית. ראיות אמפיריות מהעולם מלמדות כי ישנם משקיעים מוסדיים שנמנעים מהתייחסות לשיקולי ESG בעת קבלת החלטותיהם, משום שהם סבורים שיש בכך משום סתירה לחובות האמון שלהם.⁸ התפתחויות עדכניות בארצות הברית מדגימות שהמחלוקת על הפרשנות המשפטית הראויה של חובות אלו רחוקה מלהסתיים. בשנת 2020, במהלך תקופת נשיאותו של דונלד טראמפ, הוציא משרד העבודה האמריקני הנחיה אשר אסרה על אמונאים לבסס את החלטות ההשקעות שלהם על שיקולים שאינם ממוניים. אלא שצו מנהלי שהוצא לאחרונה בידי ממשל ביידן הורה ל-DOL (Department of Labor),

-
- 3 ראו דיון מקיף אצל Elizabeth Pollman, *The Origins and Consequences of the ESG Moniker*, (Institute for Law and Economics, Research Paper No. 22-23, 2022).
- 4 דוגמה מרכזית לכך היא המאמר Max M. Schanzlenbach & Robert H. Sitkoff, *Reconciling Fiduciary Duty and Social Conscience*, 72 STAN. L. REV. 381 (2020).
- 5 אשתמש להלן במילים "חוסכים" כדי לתאר את כלל ציבור הנהנים הרלוונטי לדיון, גם אם המונחים "עמיתים" ו"משקיעים" עשויים להיות מדויקים יותר בהקשר מסוימים.
- 6 ככלל, מדד ESG מודד ומדרג חברות שונות (או קרנות השקעות) לפי הביצועים שלהן בקריטריונים סביבתיים, חברתיים ושל ממשל תאגדי. תכליתו היא לפיכך להעניק כלים רחבים יותר להבחין בין חברות שונות, לא רק בהתאם לביצועים הפיננסיים הישירים שלהן.
- 7 Anna Tilba & Arad Reisberg, *Fiduciary Duty Under the Microscope*, 82 MOD. L. REV. 456 (2019).
- 8 ראו למשל Amir Amel-Zadeh & George Serafeim, *Why and How Investors Use ESG Information: Evidence from a Global Survey*, 74 FIN. ANALYSTS J. 87 (2018); Joakim Sandberg, *Socially Responsible Investment and the Conceptual Limits of Fiduciary Duty*, in CAMBRIDGE HANDBOOK OF INSTITUTIONAL INVESTMENT AND FIDUCIARY DUTY 300 (James P. Hawley, Andreas G. F. Hoepner, Keith L. Johnson, Joakim Sandberg & Edward J. Waitzer eds., 2014).

משרד העבודה האמריקני) לבחון הנחיה זו מחדש.⁹ אם כן, הפרשנויות השונות של דיני האמונות אינן חסינות מפני השפעה פוליטית.

התנהלותם של המשקיעים המוסדיים בישראל מוסדרת באמצעות דברי חקיקה שונים, הקובעים בין היתר את מעמדם של גופים אלו, המנהלים היקפים עצומים של כספי הציבור הישראלי כולו, כאמונאים.¹⁰ כלומר, בדומה למדינות אחרות במשפט המקובל, גם בישראל דיני האמונות הם התשתית המשפטית שעליה צמחו חובותיהם של גופים אלו. עם זאת הדיון המשפטי בסוגיות אלו טרם התעורר. מצד אחד, בשנה האחרונה החלו להישמע קולות בציבור הישראלי הקוראים למשקיעים המוסדיים המקומיים לנקוט מדיניות המשקפת מחויבות לפעול לצמצום משבר האקלים באמצעות השקעה בחברות ירוקות והימנעות מהשקעה בחברות דלק פוסילי (כגון פחם). מן הצד האחר, מעבר לחסמים הרגולטוריים¹¹ ועל אף שחלק מגופי הפנסיה הצהירו שהם מעוניינים לקדם השקעות המתייחסות להיבטי ESG,¹² מעטים הם פסקי הדין שעסקו בשאלת פרשנות המשפטית הנכונה של חובות האמון החלות על המשקיעים המוסדיים, וכמעט שאין בנמצא כתיבה העוסקת בנושאים אלו, בפרט בהקשר נקודתי זה.¹³ זאת ועוד, העיסוק המועט בתחום אינו מבחין בין השלכותיהם הכלכליות והאתיות של מדדי ה-ESG.

אפשר להניח שגם בישראל תידרש בזמן הקרוב הכרעה בשאלה, אם הסטנדרט המשפטי המחייב פעולה לטובתם של החוסכים אכן משמיע חובה להתמקדות בשיקולים פיננסיים מבוססים, מוגדרים ומוכחים בלבד, כפי שנטען בספרות האמריקנית. מטרתו המרכזית של המאמר היא אפוא לנתח לעומק את העמדה שלפיה דיני האמונות הם מכשול משפטי

9 ראו דיון נרחב יותר בהמשך, להלן בטקסט שלאחר ה"ש 166.

10 הן לאור הוראות ס' 254 לחוק החברות, התשנ"ט-1999, החל על נושאי המשרה בגופים אלו, כמו גם הוראות חוק הנאמנות, התשל"ט-1979, והן לאור הוראות ספציפיות, ראו למשל ס' 3(א) ו-3(ב) לחוק הפיקוח על שירותים פיננסיים (קופות גמל), התשס"ה-2005 (להלן: חוק קופות גמל). גם תק' 7 לתקנות הפיקוח על שירותים פיננסיים (קופות גמל) (כללי השקעה החלים על גופים מוסדיים), התשע"ב-2012 (להלן: תקנות קופות גמל (כללי השקעה)) מטילה חובת נאמנות על גופים אלו, ומשרטטת קווים לדמותה. עוד ניתן להזכיר את חוק הפיקוח על שירותים פיננסיים (ביטוח), התשמ"א-1981 (להלן: חוק הביטוח), בס' 78 למשל, ואת קודקס הרגולציה של רשות שוק ההון, ביטוח וחיסכון, להלן ה"ש 219, הקובע בפרק 4 הנחיות שונות בנוגע לניהול ההשקעות של גופים מוסדיים.

11 כיוון שפתיחת מסלולי השקעה נוספים מחייבת את אישור הרגולטור.

12 ראו למשל באשר לחברת "מגדל" בכתובת: <https://www.migdal.co.il/investments/esg>.

13 אפשר למצוא דוגמאות ספורות בספרות לדיון כללי בנושא, ראו למשל אסף חמדני "המשבר העולמי, גופים מוסדיים ושוק ההון בישראל: מסקנות ביניים" משפטים מ 309 (2011); דב סולומון ואופיר ויצמן "חובות אמונים, חובות זהירות ושיקול הרעת העסקי של גופים מוסדיים" המשפט כו 309 (התשפ"א) (המתמקד בשאלת הביקורת השיפוטית על גופים אלו, ובפרט בתחולתו של כלל שיקול הרעת העסקי עליהם); עוד ראו ע"א 6187/15 פסגות קופות גמל ופנסיה בע"מ נ' צולר, פס' 34 ו-42 לפסק הדין של השופטת ברון (נבו 28.5.2018), שם צוין כי "איננו נדרשים לקבוע מסמרות בנוגע לטיבן והיקפן של החובות החלות על קרנות הפנסיה, וכך גם בנוגע לחובות נושאי המשרה בקרן פנסיה".

בפני השקעות ESG, וליישם ניתוח זה על המקרה הישראלי. בכך המאמר יבקש להציע למשפטן הישראלי כלים להתמודדות עם סוגיה מורכבת זו, ולהשלים את החסר בספרות – הן בנוגע לכתיבה על דיני האמונאות בכלל והן לאור היעדרה של כתיבה נקודתית העוסקת בחובותיהם של משקיעים מוסדיים. באמצעות חשיבה סדורה ומעמיקה על תכליתן של החובות החלות על גופים אלו המאמר יבקש לשרטט את האיוון הראוי בין הרצון לוודא שהמשקיעים המוסדיים פועלים בזהירות המתבקשת בניהול נכסיהם של אחרים (ואינם מנצלים את כוחם לטובת הצהרות מוסריות המשקפות את עמדתם האישית בלבד) לבין הקשיים הנלווים לעמדה הגורסת שהתעלמות מוחלטת מהשלכותיו של משבר האקלים על הסביבה, וכתוצאה ישירה מכך על הנהנים עצמם, היא פעולה המיועדת לטובתם. שאלות אלו רלוונטיות כאשר יש צורך לבחון את תוקפם החוקי של מסלולי השקעה "ירוקים", המצהירים מפורשות על כוונתם להתחשב בגורמים חברתיים שונים; והן מתעוררות ביתר שאת כאשר יש צורך להכריע אם תחת מסלולי השקעה "רגילים" גופים אלו רשאים להביא בחשבון סוגיות החורגות משיקולים פיננסיים "טהורים", ואם כן – כיצד עליהם לעשות כן. מבנה המאמר יהיה כדלקמן: הפרק הראשון של המאמר יציג את הרקע הכללי הנדרש לדיון. יובהר מיהם המשקיעים המוסדיים הפועלים בישראל, תפורט חשיבותם לשוק ההון המקומי ותינתן סקירה קצרה של הרגולציה המסדירה את פעילותם ואת מטרותיה. הפרק השני יתמקד במעמדם של המשקיעים המוסדיים כאמונאים. בחלק זה יפורט מדוע מוטלות חובות אמון על גופים אלו, תוך התייחסות לכתיבה התאורטית שעסקה בתכליתם של דיני האמונאות, וישורטטו בקווים כלליים הקשיים שדינים אלו מבקשים לפתור. הפרק השלישי של המאמר יציג בקצרה את הרקע לדיון על השקעות חברתיות, יסביר את המונחים הרלוונטיים לשיח, ויסקור את הטענות שהועלו בהקשר האמריקני שלפיהם חובות האמון והזהירות של גופים מוסדיים הן מכשול להתחשבות בשיקולים בחברתיים בעת קבלת החלטות על השקעה. במסגרת זו תיערך הבחנה בין טענות דוקטרינריות שהועלו באשר לדיון הקיים בארצות הברית ובין טענות נורמטיבית שעניינן הדין הרצוי. הפרק הרביעי יתמקד במצב במשפט הישראלי. תחילה הפרק יבקש להשיב על השאלה אם קידום מדיניות השקעות חברתית בידי גופים מוסדיים מחייב שינויים בדין הישראלי. לבסוף הפרק תובע עמדה באשר למצב המשפטי הרצוי. כפרט יידונו קשיים אפשריים במדיניות שתתיר לגופים המוסדיים להתחשב בשיקולים שאינם פיננסיים "טהורים" בעת עיצוב מדיניות ההשקעה. הניתוח יאפשר לצמצם את אי-הוודאות המשפטית, ועל כן יאפשר להציג תרומה חשובה ומעשית לאחד הצרכים הדחופים ביותר של זמננו – מתן תמיכה ותמריצים כלכליים לתאגידים התורמים (או למצער שאינם מזיקים) לחברה ולסביבתם.

א. משקיעים מוסדיים בישראל

בפרק זה אסביר מיהם הגופים המוסדיים הפועלים בישראל, אתיחס בקצרה לרגולציה המסדירה את פעילותם ולמטרותיה ואבהיר מהי חשיבותם לשוק ההון המקומי, ובהתאם לכך – מהו תפקידם בו.

1. מיהם הגופים המוסדיים?

הגופים המוסדיים בשוק ההון הישראלי כוללים חברות ביטוח, חברות המנהלות קרנות פנסיה, קופות גמל וקרנות השתלמות וחברות המנהלות קרנות נאמנות. ההגדרה מיהו "גוף מוסדי" משתנה בין דברי חקיקה שונים.¹⁴ במוקד המאמר עומדים גופים העוסקים בניהול של חסכוניות הציבור, אשר חלק ניכר ממנו אינו בקיא בכיצוע השקעות בשוק ההון. על כן, הן גופים פנסיוניים (חברות ביטוח וחברות המנהלות קופות גמל, קרנות פנסיה וקרנות השתלמות) והן גופים המנהלים קרנות נאמנות רלוונטיים לצורכי הדיון במאמר זה.¹⁵ יש להוסיף שההבחנה בין הגופים הפנסיוניים, אשר נועדו להבטיח את רווחת החוסכים לעת זקנה, ובין קרנות הנאמנות, אשר משמשות כלי להשקעה של הכנסות פנויות, אינה דיכוטומית.¹⁶ עם זאת ככל שהברלים בין גופים אלו יהיו רלוונטיים לדיון, אתיחס אליהם.

פעילותם של הגופים המוסדיים מוסדרת באמצעות חקיקה נרחבת. חקיקה זו עוסקת בהיבטים שונים של פעילותם של הגופים המוסדיים, קובעת חובות רישוי שונות לעיסוק במתן שירותים בנכסים פיננסיים,¹⁷ הנחיות בנוגע למבנה ההנהלה והבעלות בגופים אלו,¹⁸ ואף מטילה על בעלי התפקידים בגופים אלו חובות שונות, ובכללן חובות אמון וזהירות.¹⁹ החקיקה אף מטילה על גופים אלו חובה מסוימת להשתתפות באספות כלליות ובהליכים אחרים הנוגעים לניירות ערך שבבעלותם.

לצד זאת מוסדרת פעילות הגופים המוסדיים גם באמצעות פיקוח והנחיה של רשות שוק ההון, ביטוח וחיסכון. הרשות הוקמה בשנת 2016,²⁰ והיא פועלת כרגולטור פיננסי עצמאי. דברי ההסבר לחקיקה שבמסגרתה הוקמה הרשות מציינים, שתפקידה העיקרי הוא לשמור על הגופים המפוקחים בידי הממונה ועל עניינים של החוסכים. תפקידים נוספים של הרשות הם להבטיח את יציבותם ואת ניהולם התקין של הגופים המפוקחים בידי הממונה, לקדם את התחרות בשוק ההון ולעודד חדשנות טכנולוגית ועסקית.²¹ הממונה על הרשות הדגיש

14 ראו למשל ס' 1 לחוק הביטוח (המגדיר גוף מוסדי כ"מבטח וחברה מנהלת"); ס' 1 לחוק הסדרת העיסוק בייעוץ השקעות, בשיווק השקעות ובניהול תיקי השקעות, התשנ"ה-1995 (להלן: חוק הסדרת עיסוק בהשקעות), הכולל בהגדרה גם "מנהל קרן"; ס' 17(3) לחוק המשכון, התשכ"ז-1967, המתייחס למשל גם ל"תאגיד בנקאי".

15 ראו את ההגדרה שבחוק הסדרת עיסוק בהשקעות, לעיל ה"ש 14.

16 סולומון וויצמן, לעיל ה"ש 13, בעמ' 312. כפי שמוסבר שם, מוצרים כמו פוליסת חיסכון וקופות גמל להשקעה הם למעשה מוצרים תחליפיים לקרנות הנאמנות, ומנגד, קרנות נאמנות הן חלק מהשקעותיהם של הגופים הפנסיוניים, כך שהן עשויות לשרת הלכה למעשה את החיסכון לעת זקנה.

17 ראו למשל פרק ג לחוק הפיקוח על שירותים פיננסיים (ייעוץ, שיוון ומערכת סליקה פנסיוניים), התשס"ה-2005.

18 שם, בפרק ד ויה לחוק.

19 שם, בס' 15 ו-16 לחוק. כן ראו ס' 75 ו-78 לחוק השקעות משותפות בנאמנות, התשנ"ד-1994 (להלן: חוק השקעות משותפות); תק' 7 לתקנות קופות גמל (כללי השקעה).

20 ראו חוק הפיקוח על שירותים פיננסיים (תיקוני חקיקה), התשע"ו-2016.

21 הצעת חוק הפיקוח על שירותים פיננסיים (תיקוני חקיקה), התשע"ו-2016, ה"ח הממשלה 890, 892.

בדוח השנתי לשנת 2020 את חשיבות קיומה לשם הגנה על האינטרס הציבורי בשמירה על ההשקעות בחיסכון הפנסיוני.²² חשיבותם של גופים אלו לשוק מתבררת מיד עם בחינת היקף הנכסים המצויים בשליטתם. נתונים עדכניים מלמדים, ששיעור התיקים המנוהלים בידי הגופים המוסדיים מתוך תיק הנכסים הפיננסיים של הציבור הישראלי נמצא במגמת עלייה מתמשכת. נכון לשנת 2021 ניהלו גופים אלו כ-47.5% מתוך תיק הנכסים של הציבור, בשווי של למעלה משני טריליון שקלים חדשים, רובם בקרנות פנסיה.²³ כוחם של גופים אלו נובע גם מהחובה הקיימת בדין הישראלי על האזרחים להפריש מדי חודש מהכנסתם לטובת חיסכון פנסיוני. עקב כך חלה החל משנת 2007 עלייה חדה בהיקף כספי החוסכים המנוהלים בידי הגופים המוסדיים. ניכר שמדובר במגמה מתמשכת,²⁴ כפי שמעידה בחינת הנתונים הכמותיים בתחום החיסכון הפנסיוני לשנת 2020.²⁵ מגמת העלייה בהיקף הנכסים הפיננסיים המנוהלים בידי גופים מוסדיים אינה תופעה ייחודית לישראל.²⁶

חסכוניות הציבור המנוהלים בידי המשקיעים המוסדיים מושקעים באפיקים שונים, בהתאם לתקנות ההשקעה של הגוף הרלוונטי והמאפיינים המבניים של המשקיעים המוסדיים.²⁷ עקרונית, למשקיע מן הציבור יש שליטה שוטפת על נכסים שהוא מחזיק במישרין. מנגד, יש לו השפעה מוגבלת מאוד על הרכב הנכסים המוחזקים בידי משקיע מוסדי, שמתבטאת בעיקר בבחירת מסלול ההשקעה שבו יושמו חסכוניותיו. כמו כן, בעוד שהשקעות ישירות מתמקדות לעיתים בהחזקה לטווח קצר, הרי ככלל – הנכסים המוחזקים בידי המשקיעים המוסדיים מוחזקים לטווח ארוך יותר.²⁸ בשני העשורים האחרונים, בין היתר לנוכח רפורמות כלכליות שונות, גברה מאוד מעורבותם של גופים אלו בשוק ההון המקומי.²⁹ בעקבות

22 ראו רשות שוק ההון, ביטוח וחיסכון דוח הממונה לשנת 2020 "דבר הממונה" (נובמבר 2021) https://www.gov.il/he/departments/publications/reports/annual_report_2020 (להלן: דוח הממונה לשנת 2020).

23 בנק ישראל מבט סטטיסטי 2021 10-14 (2022) <https://www.boi.org.il/he/NewsAndPublications> (להלן: בנק ישראל). בדוח זה סווגו קרנות הנאמנות תחת החזקות של הציבור במישרין, ולא תחת הכותרת "גופים מוסדיים". אם נתייחס גם לנכסים אלו כאל נכסים שאינם מצויים בשליטה אקטיבית של הציבור, הרי רוב הנכסים הפיננסיים של הציבור אינם מנוהלים על ידו.

24 עידו באום ועדי ארן "מה עשה הכסף שלנו היום? (חוסר) שקיפות בהצבעות הגופים המוסדיים באספות כלליות של בעלי מניות" המשפט כו 111, 115 (התשפ"א).

25 ראו דוח הממונה לשנת 2020, לעיל ה"ש 22, בעמ' 3. לפי הדוח, נכון לשנת 2020 נוהלו בידי גופים אלו נכסים בשווי 2.13 טריליון ש"ח (ראו שם, בפרק ז, בעמ' 18). נתח השוק המרכזי שייך לחמש קבוצות פיננסיות (מנורה, הראל, מגדל, כלל והפניקס), אשר ההפקדות אליהן היוו 87.39% מכלל ההפקדות לשנה זו.

26 סולומון וויצמן, לעיל ה"ש 13, בעמ' 312.

27 ראו בנק ישראל, לעיל ה"ש 23.

28 שם.

29 אסף חמדני וקובי קסטיאל "בעלות מבוזרת, שליטה ושיתופי פעולה בין גופים מוסדיים במיני דירקטורים" המשפט כו 265, 268 (התשפ"א). המחברים מזכירים בהקשר זה את יישום מסקנותיה של ועדת בכר (ראו משרד האוצר דו"ח הצוות הבין-משרדי לעניין רפורמה בשוק ההון (2004)); את החוק להגברת התחרות ולצמצום הריכוזיות וניגודי העניינים בשוק ההון בישראל (תיקוני חקיקה), התשס"ה-2005; את החלטת פנסיית החובה לשכירים החל משנת 2008

תהליכים אלו, ובהם הסרת חלק מהמגבלות הכמותיות על השקעה במניות וצמצום המעורבות הממשלתית בחיסכון הפנסיוני,³⁰ גופים אלו מפנים כיום חלק ניכר מכספי הציבור לשוק ההון. לפי מחקר שערכה לאחרונה הרשות לניירות ערך,³¹ שיעור ההשקעות המתבצע בידי המשקיעים המוסדיים נמצא במגמת עלייה בעשור האחרון. עלייה זו מתבטאת בהשקעות באפיק מנייתי בישראל, ובעיקר באפיקי השקעה בחו"ל.³² כך למשל, שיעור חלקם של המשקיעים המוסדיים מתוך הכמות הצפה³³ משמעותי מאוד, ועומד על כ-37% מתוך הכמות הצפה של מניות מדד תל אביב 125.³⁴

לעלייה בחלקם של משקיעים מוסדיים בשוק המניות עשויות להיות השלכות שונות. מצד אחד, לגופים המוסדיים מומחיות, משאבים ויתרון לגודל,³⁵ שעשויים לאפשר להם להשקיע את התשומות הנדרשות בקבלת מידע על החברות שבהן הם משקיעים. מאחר שההשקעה מתבצעת לרוב לטווח הארוך, ככל שגופים אלו יהיו חלק משמעותי יותר מהשוק, כך תגדל גם יכולת ההשפעה שלהם על האסטרטגיה העסקית של החברות, על הממשל התאגידי בהן ועל קידום מדיניות בנושאים שונים, כגון אחריות תאגידית בנושאי איכות הסביבה.³⁶ בכך גופים אלו יכולים ליצור סביבה התומכת בפיתוח שוק המניות המקומי.³⁷ מנגד, לשיעורי החזקה נרחבים עלולות להיות גם השלכות שליליות, כגון צמצום כמות המניות הזמינה למסחר (לאור נטייתם להחזיק בנכסים לאור זמן). צמצום זה יכול להוביל לירידה בנזילות, שעשויה לפגוע ביעילות השוק או להשפיע על תמחור מניות של חברות גדולות.³⁸ קשיים אלו מתעצמים ככל ששוק הגופים המוסדיים הוא ריכוזי יותר,³⁹ והשוואה

ותיקונה בשנת 2011 (ראו צו הרחבה (נוסח משולב) לפנסיה חובה לפי חוק הסכמים קיבוציים, התשי"ז-1957); וכן את העלייה הן בשיעור ההפרשות המחייבות את העובדים ואת המעסיקים והן בשכר הנומינלי במשק.

30 באמצעות צמצום החובה של גופים אלו להשקיע באגרות חוב מיועדות, בעקבות אימוץ מסקנות הוועדה שהתמקדה בשאלת תרומתו האפשרית של אקטיביזם מצד הגופים המוסדיים לשוק ההון המקומי, ראו משרד האוצר הועדה לבחינת הצעדים הדרושים להגברת מעורבות הגופים המוסדיים בשוק ההון בישראל (2008) (להלן: "ועדת חמדני", "דוח ועדת חמדני"); כן ראו סולומון וויצמן, לעיל ה"ש 13, בעמ' 310.

31 המחלקה הכלכלית, הרשות לניירות ערך התפתחויות בניהול כספי הציבור בישראל בעשור האחרון והשלכותיהן על שוק ההון (דצמבר 2020) (להלן: הרשות לניירות ערך התפתחויות בניהול כספי הציבור בישראל) (https://www.isa.gov.il/GeneralResearch/179/Documents/Institutional_Developments_Heb.pdf).

32 שם, בעמ' 10.

33 כמות צפה (באנגלית: floating stock) היא כמות המניות המוחזקות שלא בידי בעלי עניין למטרות מסחר שוטף.

34 הרשות לניירות ערך התפתחויות בניהול כספי הציבור בישראל, לעיל ה"ש 31, בעמ' 34.

35 ראו בנק ישראל, לעיל ה"ש 23.

36 הרשות לניירות ערך התפתחויות בניהול כספי הציבור בישראל, לעיל ה"ש 31, בעמ' 12.

37 ראו שם, בהתבסס על מחקר שנערך בשנת 2006 על בסיס מידע שנאסף מ-23 מדינות ב-OECD.

38 שם, בעמ' 12-13. כן ראו נתונים בעמ' 35.

39 שם, בעמ' 14-19.

בינלאומית מלמדת שרמת הריכוזיות בענף הפנסיה בישראל גבוהה יחסית.⁴⁰ מחקרים שבוצעו לאחרונה על המשקיעים המוסדיים הגדולים ביותר בשוק האמריקני⁴¹ הצביעו על כך, שהתמריצים של משקיעים אלו אינם בהכרח עולים בקנה אחד עם התמריצים של מי שאת כספם הם מנהלים, ועשויים להוביל לכך שההבטחה שגלומה בהם לממשל תאגידי טוב יותר, אשר יענה על הקשיים בעולם שבו הבעלות על חברות רבות מבוזרת, לא תתמשש.⁴² מכל מקום, יש בכך כדי לחדד את חשיבותו של דיון מעמיק בשאלת תפקידם של גופים אלו בשוק, שבו עוסק מאמר זה.

2. תפקידם בשוק ההון

על רקע כוחם של המשקיעים המוסדיים, הקריאות להגברת מעורבותם בשוק ההון אינן מפתיעות. כבר בשנת 2006 התייחסה ועדת גושן, שביקשה לפתח את הממשל התאגידי בישראל, לתפקידם של הגופים המוסדיים כ"שומרי הסף" בשוק ההון הישראלי,⁴³ וסברה כי "יש לעודד גופים מוסדיים לממש את כוחם והשפעתם על הנעשה בחברות בהן הם משקיעים".⁴⁴ ועדת חמדני המליצה אף היא על הגברת מעורבותם של הגופים המוסדיים. כך למשל, צוין שטובת החוסכים מחייבת את הגופים המוסדיים להשתמש בכוח ההצבעה, וכי השתתפות פעילה שלהם תטיב גם עם יתר בעלי המניות ותשפר את ההגנה על משקיעים בשוק ההון.⁴⁵ המלצות אלו אומצו בדברי חקיקה שונים.⁴⁶ אף בעולם נשמעות קריאות גוברות למשקיעים מוסדיים להיות אקטיביים יותר. כך למשל, באשר למינוי דירקטורים בשוק ההון האמריקני, על אף שעיקר המעורבות במינויים נעשית באמצעות קרנות גידור אקטיביסטיות, קרנות פנסיה ציבוריות אמריקניות החלו לפעול גם הן כדי להשפיע על גיוון הדירקטוריון באמצעות כוח ההצבעה שלהן. חלקן אף הצהירו לאחרונה שהן מתכננות להיות אקטיביות יותר בניהול השקעותיהן בעתיד.⁴⁷

-
- 40 שם, בעמ' 32. עם זאת המדרים אינם חד־משמעיים, ראו שם, בעמ' 22-23.
- 41 הדיונים בנושא התמקדו בבתי ההשקעות המנהלים את שלושת קרנות האינדקס הגדולות בארצות הברית, Vanguard Group ו־State Street Global Advisors, BlackRock, Inc., המכונים יחדיו "The Big Three", לאור הדומיננטיות שלהם מבחינת החזקות וזכויות הצבעה בכלל החברות בשוק האמריקני.
- 42 ראו למשל Lucian A. Bebchuk & Scott Hirst, *Big Three Power, and Why It Matters*, 102 B.U. L. REV. 1548 (2022) (להלן: *Bebchuk & Hirst, Big Three Power*). לעמדה אופטימית יותר באשר ליכולתם של משקיעים אלו לתרום לממשל תאגידי תקין, ראו Jill Fisch, Assaf Hamdani & Steven Davidoff Solomon, *The New Titans of Wall Street: A Theoretical Framework for Passive Investors*, 168 U. PA. L. REV. 17, 20 (2020).
- 43 הרשות לניירות ערך דו"ח הועדה לבחינת קוד ממשל תאגידי (Corporate Governance) בישראל 38 (2006) (להלן: ועדת גושן).
- 44 שם, בעמ' 39.
- 45 דוח ועדת חמדני, לעיל ה"ש 30, בעמ' 9.
- 46 ראו לעיל ה"ש 19.
- 47 ראו חמדני וקסטאל, לעיל ה"ש 29, בעמ' 285-286.

חובת ההשתתפות באספות כלליות הוטלה לראשונה בשנות התשעים,⁴⁸ והורחבה מאז הטלתה על מנהלי קרנות נאמנות גם למנהלי קרנות פנסיה, קופות גמל וחברות ביטוח. על אף ההבדלים בין החובות הקבועות בדברי החקיקה השונים, המכנה המשותף הוא שהחובה להשתתף בהצבעה נגזרת מיכולתם של הגופים המוסדיים להשפיע על ההחלטה שעל סדר היום, אשר יכולה לקדם את עניינם של החוסכים (או לפגוע בה).⁴⁹ החלטות אחרות, שבהן לא נדרש רוב מיוחס, אינן מחייבות הצבעה של הגוף המוסדי.⁵⁰ קריאות להגברת המעורבות מבוססות על התובנה כי שימוש בכלי ה"ציאה", כלומר מכירת המניות, אינו תמיד יעיל ועשוי להוביל להפסדים. על כן, נכונות הגופים המוסדיים להשפיע על ניהול החברות שבהן הם משקיעים היא בעלת חשיבות מעשית.⁵¹ בפועל, מחקר שנערך בנושא מצא שמדיניות ההצבעה של גופים מוסדיים בישראל אינה נגישה דיה לציבור ושאינן תחרות מספקת בין הגופים השונים בסוגיה זו.⁵²

מובן שהשתתפות פעילה בשוק ההון אינה נטולת עלויות. השתתפות של הגופים המוסדיים באספות הכלליות מחייבת השקעת משאבים – לא רק לשם השתתפות בהצבעה, אלא גם כדי לבחון אם ההצעות העומדות לדיון הן ראויות.⁵³ לכן, תוצאה אפשרית של מעורבות זו היא הטלת עלויות הפיקוח על ציבור החוסכים, בעוד שמפירות הפיקוח ייהנו גם המשקיעים הפרטיים. טענה נוספת אפשרית היא שמומחיות הגוף המוסדי היא בניהול השקעות, ועליו להתמקד בהשאת תשואות ולא בפיקוח; לכן, ככל שאין לו אינטרס ישיר בהצבעה, אין להטיל עליו חובת השתתפות.⁵⁴ בהקשר זה יש להביא בחשבון את ניהול העניינים המובנה שבין הנהלת הגוף המוסדי ובין החוסכים, הנובע מכך שהאינטרס של החוסכים הוא להניב תשואה על ההפקדות, בעוד שהרווחים של הגוף המוסדי נגזרים מדמי הניהול שהוא גובה.⁵⁵ גם אם לגוף המוסדי יש תמריץ מסוים לשמר את לקוחותיו או להגדיל את הרווחים שהוא

48 ס' 7 לחוק השקעות משותפות; תקנות הפיקוח על שירותים פיננסיים (קופות גמל) (השתתפות חברה מנהלת באסיפה כללית), התשס"ט-2009 (להלן: תקנות קופות גמל) (השתתפות חברה מנהלת); וכן חוזר גופים מוסדיים 11-9-2009 של אגף שוק ההון, ביטוח וחסכון במשרד האוצר "הגברת מעורבות הגופים המוסדיים בשוק ההון" (21.6.2009).

49 ראו למשל ס' 2 לתקנות קופות גמל (השתתפות חברה מנהלת). כן ראו ס' 1 לתקנות השקעות משותפות בנאמנות (השתתפות מנהל קרן באסיפת מחזיקים), התשע"ו-2015; ס' 77(א) לחוק השקעות משותפות.

50 לדיון מקיף בחשיבות מעורבותם של המשקיעים המוסדיים בהצבעות הנוגעות למינוי דירקטורים, ראו אסף אקשטיין וקובי קסטיאל "מינוי דירקטורים: תיאוריה, ראיות, מדיניות" משפטים נב (2023) 429.

51 באום וארן, לעיל ה"ש 24, בעמ' 116.

52 שם, בעמ' 139.

53 דוח ועדת חמדני, לעיל ה"ש 30, בעמ' 9.

54 דב סולומון "אדישות רציונלית של בעלי מניות: כיצד לעורר את ציבור המשקיעים מתרדמתו?" עיוני משפט לט 317, 341-342 (2016).

55 חמדני, לעיל ה"ש 13, עמ' 321. כן ראו הדס אהרוני-ברק ואסף חמדני "בעקבות פסק דין קיטאל: נטל ההוכחה בהצעת רכש מלאה" תאגידים ט 17, 30-31 (2012), הדנים בקשיים שניגוד עניינים זה יוצר בהקשר של הצעת רכש מלאה.

גובה מדמי הניהול, הגוף המוסדי ייהנה בסופו של דבר רק משבריר קטן יחסית מהרווחים שייוצרו בעקבות עלייה בשווי של החברות שבהן הוא משקיע, בצורת החלק היחסי שנגבה מרווחים אלו כדמי ניהול.⁵⁶ לפיכך, במקרים רבים לגוף המוסדי אין תמריץ מספק להשקעת משאבים במעורבות בניהול חברות; שכן עלויות הפיקוח יוטלו עליו בעוד שעיקר הרווחים יגיעו לחוסכים,⁵⁷ כפרט כאשר בישראל ישנה חובת הפרשה לפנסיה, המבטיחה למשקיעים המוסדיים מאגר לקוחות קבוע. זאת ועוד, כאשר גוף מוסדי מסוים מחזיק בנכסים רבים, לעיתים קרובות שיעור הבעלות שלו בחברה ספציפית יהיה נמוך מאוד. בנסיבות שכאלו ציפייה מהגוף המוסדי להשפיע על המתרחש בחברה נדמית לא-מעשית, והיא תלויה בכך שמדובר בהחלטה שבה להצבעת המיעוט יש השפעה מכרעת.

לצד ביקורות אלו, כפי שעולה מאימוצן של המלצות ועדות גושן וחמדני,⁵⁸ נדמה שאין חולק – לפחות מבחינתו של המחוקק הישראלי – שמעורבות מסוימת של משקיעים מוסדיים היא תנאי הכרחי לפעילותו התקינה של שוק ההון. אפשר להצביע על כמה טיעונים התומכים באקטיביזם מוסדי. טיעון מרכזי אחד מתמקד במומחיות.⁵⁹ על אף שמומחיותם של הגופים היא בניהול השקעות, הרי לאור היקף ההשקעות שהם מבצעים והעובדה שהן מבוצעות בידי גורמי מקצוע ניתן לטעון כי לגופים אלו ניסיון וידע שיכולים לסייע לקידום ממשל תאגידי בחברות שבהן הם משקיעים.⁶⁰ איסוף המידע הנדרש לשם קבלת החלטות השקעה מקנה לגופים אלו ידע רב, שיכול לשמש גם לשיפור התנהלותן של החברות. אכן, הנחות אלו בנוגע לתכום ולמידע של הגופים המוסדיים אומצו בהקשרים אחרים בפסיקה הישראלית.⁶¹ זאת ועוד, נגישותם למידע מקנה לגופים אלו יתרון בפקוח, שיכול למנוע פגיעה בחברה בשל ניהול כושל.⁶² אקטיביות מצד הגופים המוסדיים נדרשת בהצבעות מסוימות בחברות שיש בהן בעל שליטה,⁶³ והיא משפרת את ההגנה על האינטרסים של בעלי מניות המיעוט.⁶⁴ בשנים האחרונות גדל בישראל מספר החברות שאין בהן בעל שליטה.⁶⁵ ככל ששוק ההון מבוזר יותר, כך מתגבר החשש מפני התעצמותה של בעיית נציג בין מנהלי החברה ובעלי

-
- 56 ראו דיון מקיף בבעיות התמריצים הנגזרות מניגוד העניינים המובנה אצל Bebhuk & Hirst, *Big Three Power, Lucian A. Bebhuk & Scott Hirst, Index Funds and the Future of Corporate Governance: Theory, Evidence, and Policy*, 119 COLUM. L. REV. 2029 (2019).
- 57 באום וארן, לעיל ה"ש 24, בעמ' 120. כן ראו סולומון, לעיל ה"ש 54, בעמ' 344, המתייחס גם לחשש מבעיית הטפילות (free riding) בין הגופים המוסדיים השונים.
- 58 ראו לעיל ה"ש 46.
- 59 באום וארן, לעיל ה"ש 24, בעמ' 117.
- 60 ראו בנק ישראל, לעיל ה"ש 23.
- 61 ראו רע"א 779/06 קיטאל החזקות ופיתוח בינלאומי בע"מ נ' ממז (נבו 28.8.2012); ת"א (מחוזי ת"א) 1209/03 שקולניק נ' קניאל אריזות משקה בע"מ (נבו 8.5.2007).
- 62 באום וארן, לעיל ה"ש 24, בעמ' 117.
- 63 ס' 270 ו-275 לחוק החברות.
- 64 סולומון, לעיל ה"ש 54, בעמ' 320.
- 65 באום וארן, לעיל ה"ש 24, בעמ' 118.

המניות.⁶⁶ פעילות אקטיבית יותר של גופים מוסדיים בפיקוח יכולה לצמצם את הקשיים הנלווים לשוק מבוזר, לתרום ליעילותו ולמנוע שימוש לא-ראוי בכוח ההנהלה.⁶⁷ ניתן אף לטעון כי דמוקרטיה תאגידית, כלומר מימוש זכויות ההצבעה של בעלי המניות, היא בעלת ערך אינטרינזי, המקנה לגיטימציה לחברה.⁶⁸ בהמשך לכך, יש מי שטוענים שמעורבות של משקיעים מוסדיים דרך השוק היא דרך עדיפה לקידום נורמות של ממשל תאגידי על פני מעורבות ממשלתית.⁶⁹ כמו כן, מאחר שלגופים המוסדיים אופק השקעה ארוך טווח, המעורבות שלהם יכולה למנוע מחברות התמקדות לא-יעילה ברווחים לטווח קצר. מחקרים הצביעו על כך שככל ששיעור ההחזקות של גופים מוסדיים בחברה היה גדול יותר, השקעותיה לטווח ארוך גדלו גם הן.⁷⁰ זאת ועוד, מעורבות פעילה של גופים אלו מתחייבת גם בשל השפעתם על שוק ההון בכללותו, לאור היותם מודל לחיקוי מצד משקיעים פרטיים.⁷¹ הן ועדת גושן והן ועדת חמדני התייחסו כאמור לשיקול זה. התובנה שלגופים אלו עשויה להיות תרומה חיובית להתפתחותו של שוק ההון המקומי הייתה אחת ההצדקות לצמצום המעורבות הממשלתית בחיסכון ולהסרת המגבלות ההיסטוריות על השקעה במניות. לסיכום, ניכר שמשקיעים מוסדיים הם שחקנים מרכזיים בשוק ההון ושמקדשים משאבים ניכרים לפיקוח ולהסדרת פעילותם. למרות העלויות הכרוכות בכך, המחוקק הישראלי סבור שמעורבות כלשהי של הגופים המוסדיים במתרחש בשוק ההון המקומי אינה רק רצויה אלא אף הכרחית, כפי ששמיעה למשל חובת ההשתתפות בהצבעות שהוטלה עליהם.⁷²

ב. מעמדם של משקיעים מוסדיים כאמונאים

בפרק זה אבקש להתמקד במעמדם של הגופים המוסדיים כאמונאים. על מנת להבין את מקורן של החובות החלות על הגופים המוסדיים ואת תכליתן יש צורך לחזור כמה צעדים אחורה אל מקורותיהם של דיני האמונאות, שכן המסגרת התאורטית, הנעדרת לעיתים מהכתיבה בעברית על סוגיות אלו, היא שלב הכרחי בהבנת תוכן החובות החלות על אמונאים בכלל ועל נאמנים בפרט.⁷³

66 סולומון, לעיל ה"ש 54, בעמ' 326-327. בהינתן יכולתם המוגבלת להשפיע על תהליך קבלת ההחלטות מצד אחד והעלויות של מימוש זכות ההצבעה מן הצד האחר, בעלי המניות מהציבור מאופיינים באדישות רציונלית.

67 באום וארן, לעיל ה"ש 24, בעמ' 118.

68 סולומון, לעיל ה"ש 54, בעמ' 326-327. ראו גם אקשטיין וקסטיאל, לעיל ה"ש 50, בעמ' 5.

69 ראו דיון בהקשר של השוק האמריקני אצל Dorothy Lund, *Asset Managers as Regulators*, 171 U. Pa. L. Rev. (2022), הדנה ביתרונות ובחסרונות של המעורבות הגוברת של משקיעים מוסדיים בפיקוח על התנהלותן של חברות.

70 סולומון, לעיל ה"ש 54, בעמ' 334-335.

71 באום וארן, לעיל ה"ש 24, בעמ' 117.

72 ראו לעיל ה"ש 48.

73 במסגרת מאמר זה לא אוכל לסקור בהרחבה את הכתיבה התאורטית העשירה שעסקה בסוגיות אלו. לתיאור נרחב יותר, ראו יפעת נפתלי בן ציון דיני האמונאות במבט השוואתי: על תאוריה

תחת מוסד דיני האמונות, אשר טרם זכה למינוח רשמי בשפה העברית,⁷⁴ חוסות מערכות יחסים שונות במשפט הפרטי, הציבורי והמסחרי. מערכות יחסים אלו מתאפיינות בכך שלצד אחד, האמונאי, יש כוח, שליטה והשפעה על האינטרס של הצד השני, הנהנה. מקורם ההיסטורי של דיני האמונות הוא במערכת דיני היושר במשפט האנגלי,⁷⁵ אם כי יש מי שהצביעו על כך שלדינים אלו שורשים עתיקים אף יותר.⁷⁶ דיני היושר העניקו תרופה במקרים אשר עירבו ניצול של האמון שהפקיד אדם אצל חברו. בהתאם לעקרונות רחבים יותר התפתחו כללים ספציפיים למקרים של שימוש ברכושו של אחר, ובעקבותיהם החל נפוץ השימוש במונח "Trust",⁷⁷ ובתרגום לעברית – "נאמנות". נאמנות היא הדוגמה הקלאסית ליחסי אמונות, והיא מוגדרת כיום בדין הישראלי כנסיבות שבהן ישנה "זיקה לנכס שעל פיה חייב נאמן להחזיק או לפעול בו לטובת נהנה או למטרה אחרת".⁷⁸ הסיבות שבגינן אנשים מבקשים ליצור נאמנויות בימינו זהות במקרים רבים לסיבותיו ההיסטוריות של המוסד – לדאוג לרווחתם של האנשים היקרים להם באופן שאינו יכול להתבצע באמצעות העברת רכוש ישירה (כך למשל, משום שאי-אפשר להעביר רכוש לקטינים).⁷⁹ טעמים נוספים, כגון שיקולי מס או מטרות צדקה, עומדים גם הם ביסוד השימוש בדינים אלו.⁸⁰

הכללים שהתפתחו בדיני הנאמנויות הוחלו באמצעות אנלוגיות על מצבים נוספים, שלהם מאפיינים דומים לאלו של נאמנות, ובפסיקה ישנו שימוש במונח "fiduciary" לתיאור מקרים ומצבים אלו.⁸¹ ככלל מערכות היחסים הללו המשפט המקובל מכיר בכך שפיקוח על היחסים באמצעות דינים אחרים, כגון דיני החוזים, אינו מספק. על כן מוטלת על בעל הכוח והשליטה חובה נוקשה, היא חובת האמון.⁸² כדבריו המצוטטים של הנשיא ברק, חובה זו אינה מסתפקת בסטנדרט ההתנהגות המקובל בחיי המסחר הרגילים, אלא "מטרתה של חובת האמונים להבטיח 'אדם לאדם – מלאך'" ⁸³. רשימת היחסים שבהם תוטל חובת האמון אינה רשימה סגורה, שכן החובה מבקשת לתת מענה להתפתחויות חדשות בחיי המסחר, ובהתאם לכך בתי המשפט מוסיפים כל העת לפתח כללי משנה חדשים, שיבטיחו את הגשמת תכליתה.⁸⁴

משפטית, פסיקה ומה שביניהן פרק ראשון (המכון למחקרי חקיקה ולמשפט השוואתי ע"ש הרי ומיכאל סאקר 2022).

74 ראו לעיל ה"ש 2.

75 Joshua Getzler, *Rumford Market and the Genesis of Fiduciary Obligations*, in MAPPING THE LAW: ESSAYS IN HONOUR OF PETER BIRKS 579 (A. Buitows & A. Rodger eds., 2006).

76 Tamar Frankel, *Fiduciary Law* 88-90 (2011).

77 L.S. Sealy, *Fiduciary Relationships*, 20(1) CAMBRIDGE L.J. 69, 70-72 (1962).

78 ס' 1 לחוק הנאמנות.

79 J.E. Penner, *The Law of Trusts* 12-13 (8th ed. 2012).

80 ס' 25-31 לחוק הנאמנות.

81 Sealy, לעיל ה"ש 77, בעמ' 72.

82 כך למשל בהקשר של נאמנים, ראו ס' 10 לחוק הנאמנות.

83 ע"א 610/94 בוכבינדר נ' כונס הנכסים הרשמי בתפקידו כמפרק בנק צפון אמריקה, פ"ד נז(4) 289, פס' 74 (2003).

84 ע"א 817/79 קוסי נ' בנק י.ל. פויכטונגר בע"מ, פ"ד לח(3) 253, פס' 50 (1984).

אמונאים נדרשים גם לעמוד בסטנדרט הזהירות.⁸⁵ ברומה לסטנדרטים משפטיים אחרים, גם את חובת הזהירות אי-אפשר להגדיר באמצעות כללים נוקשים. תוכנה נקבע בהתאם למטרות שהיא נועדה לשרת ובהתאם לנסיבות הרלוונטיות ולמערכת היחסים שעליה היא חלה.⁸⁶ בחוק הנאמנות, התשל"ט-1979 נכללו שתי החובות יחדיו תחת סעיף 10(ב), הקובע לפני הכל כי על הנאמן למלא את תפקידו "באמונה ובשקידה", וכן כי עליו לנהוג כפי שאדם סביר היה נוהג באותן נסיבות.⁸⁷ כיום מקובל להתייחס לחובת הזהירות כאל חובה עצמאית נפרדת, כפי שמופיעות החובות בחוק החברות, למשל.⁸⁸

הכתיבה התאורטית שעסקה בתכלית דיני האמונות שופכת אור על היבטים שונים שמצדיקים את סיווגם של הגופים המוסדיים תחת דינים אלו. יש לזכור כי גופים מוסדיים הם בעלי זיקה לנכסים השייכים לאחר – חסכוניות הציבור, ומטרת השליטה היא הסכמת הגוף המוסדי לנהל את הנכסים עבור החוסכים. יסוד מרכזי המכונן יחסי אמונות הוא התחייבותו של אדם לקבל על עצמו את תפקיד האמונאי, או במילים אחרות – הסכמתו לפעול למען אחר כאשר הנסיבות הן נסיבות היוצרות יחסי אמון.⁸⁹ לצד יסוד זה, גם בהיעדר הסכמה מפורשת הדין יכול לקבוע הסכמה מכללא באשר לקיומם של יחסי אמונות. על כן יש מי שמדגישים את קיומו של יסוד נוסף – שיקול הדעת המוענק לאמונאים לקבל החלטות בשמם של אחרים. שיקול דעת זה מצדיק לחייב את הגוף המוסדי כי בעת קבלת החלטות יעמוד לנגד עיניו האינטרס של החוסכים.⁹⁰ כאשר קיימים שליטה וכוח לצד פערי מומחיות ומידע, יש חשש שבעל התפקיד – האמונאי – ינצל את מעמדו כדי להפיק רווחים על חשבון הנהנים, בפרט כאשר ציבור החוסכים אינו בקיא במתרחש בשוק ההון ואינו יכול לעקוב בקלות אחר קבלת החלטות של הגוף המוסדי. מאחר שניצול שכזה הוא רווחי אך קשה להוכחה, החובה הנוקשה נועדה לצמצם את הפיתוי של האמונאי להשתמש בכוחו לטובת קידום האינטרס העצמי.⁹¹ זאת ועוד, היחסים שבין המשקיע המוסדי ובין החוסכים

85 אעיר שבתי המשפט במדינת דלאוור, למשל, מסווגים את חובת הזהירות כחוסה תחת fiduciary law. אולם יש מי שטענו כי סיווג זה הוביל להתפתחותן של דוקטרינות שגויות, ראו Christopher M. Bruner, *Is the Corporate Director's Duty of Care a Fiduciary Duty? Does It Matter?*, 48 WAKE FOREST L. REV. 1027 (2013).

86 PENNER, לעיל ה"ש 79, בעמ' 292.

87 ס' 10(ב) לחוק הנאמנות.

88 ס' 252 ו-254 לחוק החברות. לדיון מקיף במקורותיה של חובת הזהירות, ראו עמיר ליכט "שם הוורד: אמצעי זהירות ושיקול-דעת עסקי של נושא-משרה" משפט ועסקים יט 475, 481-478 (2016).

89 עמיר ליכט "חובת אמון – אימתי" חובות אמון בדין הישראלי 35, 45-48 (רות פלאטו-שנער ויהושע (שוקי) שגב עורכים התשע"ו). לדיון מקיף בשאלת חובותיהם של נאמנים ראו Adam Hofri-Winogradow, *The Irreducible Cores of Trustee Obligations*, 139 L.Q.R. 310 (2023).

90 Paul B. Miller, *The Fiduciary Relationship*, in PHILOSOPHICAL FOUNDATIONS OF FIDUCIARY LAW 63, 69-71 (Andrew S. Gold & Paul B. Miller eds., 2014). לכתיבה נוספת בסוגיה,

ראו Paul B. Miller, *Justifying Fiduciary Duties*, 58 MCGILL L.J. 969 (2013).

91 Robert Cooter & Bradley J. Freedman, *The Fiduciary Relationship: Its Economic Character and Legal Consequences*, 66 N.Y.U. L. REV. 1045, 1048-49 (1991). לגישה

מאופיינים בניגוד עניינים מובנה, בין האינטרס של המשקיע המוסדי להפיק רווח מרבי (בעיקר מגביית דמי ניהול) ובין האינטרס של החוסכים לתשואה גבוהה יותר.⁹² חובת האמון הנוקשה המוטלת על האמונאי, המחייבת אותו לפעול לטובת הנהנה, מבקשת להתמודד עם קושי זה. בהינתן קיומן של הטיות נורמטיביות אשר עשויות להשפיע על קבלת ההחלטות של האמונאי, דיני האמונאות מבקשים לשלוח מסר נורמטיבי ברור לבעל התפקיד, שלפיו כוחו נועד רק לשם קידום טובתו של הנהנה.⁹³

אם כך אין קושי להבין מדוע סווגו גופים אלו כאמונאים.⁹⁴ בית המשפט העליון עמד גם הוא על המאפיינים האמורים, בציינו כי מדובר במערכת יחסים שמתאפיינת בפערי מידע וכוח ניכרים. פערים אלו, מטבעם, מעוררים חשש כי הצד ה"חזק" – הגוף המוסדי – ינצל לרעה את יחסי הכוח לטובתו. חשש זה מחריף אף יותר בהינתן שהנכסים שהגופים המוסדיים מנהלים הם הכספים שהחוסכים חסכו במאמץ במשך כל חייהם.⁹⁵ בהתאם לכך, הן על נושאי המשרה בגופים המוסדיים והן על עובדים המעניקים שירות חלות חובות שונות כלפי החוסכים,⁹⁶ ובפרט חובות אמון וזהירות. החובות חלות על הנהלת הגוף המוסדי ועל מנהלי ההשקעות שלו, וכן על שלוחיו של הגוף המוסדי, אשר נמצאים בקשר ישיר עם החוסכים.⁹⁷ באשר לגופים פנסיוניים, למשל, הבהירה החקיקה כי חברה מנהלת משמשת נאמן על נכסי קופות הגמל.⁹⁸

לצורכי הדיון אפשר להתמקד בשתי דוגמאות לדרישות מרכזיות בחקיקה החלה על משקיעים מוסדיים: ראשית, דרישה לפעול "באמונה ובשקידה לטובת כל אחד" מהחוסכים, לא להפלות "בין הזכויות המוקנות" להם ולא להעדיף "כל ענין וכל שיקול על פני טובתם" – היא חובת האמון;⁹⁹ שנית, דרישה לנהוג "בזהירות וברמת מיומנות שנאמן מיומן היה נוהג בהן בנסיבות דומות", ולנקוט את "כל האמצעים הסבירים" לשם שמירה על נכסיהם – היא חובת הזהירות.¹⁰⁰ הנוסח המדויק של החובות עשוי להשתנות מדבר חקיקה אחד למשנהו. בפרט יש להזכיר את ההבחנה שבין החובות החלות על גופים פנסיוניים ובין החובות החלות על קרנות נאמנות.¹⁰¹ חוק השקעות משותפות בנאמנות, התשנ"ד-1994 קובע בסעיף 74, כי

דומה, ראו גם ליכט דיני אמונאות, לעיל ה"ש 2, בעמ' 4-20.

92 ראו טקסט לעיל לפני ה"ש 55.

93 IRIT SAMET, EQUITY: CONSCIENCE GOES TO MARKET 125-27 (2018).

94 ראו לעיל ה"ש 49.

95 עניין צולר, לעיל ה"ש 13, בפס' 33.

96 להפניות לדברי החקיקה, ראו לעיל ה"ש 10. יש לציין כי נוסף על כך, מתוקף התאגדותם של גופים אלו כחברות, חלות על נושאי המשרה שבהם חובות שונות מכוח חוק החברות.

97 סולומון וויצמן, לעיל ה"ש 13, בעמ' 322. המוקד של מאמר זה אינו במקרים של הפרת אמון בידי בעלי רישיון פנסיוני המצויים בקשר ישיר עם החוסך והעשויים להשפיע על קבלת ההחלטות שלו.

98 ס'3(א) לחוק קופות גמל.

99 שם, בס' 3(ב).

100 שם, בס' 3(ג).

101 סולומון וויצמן, לעיל ה"ש 13, בעמ' 325.

על הנאמן ועל מנהל הקרן לפעול "לטובת בעלי היחידות בלבד".¹⁰² מנגד, המילה "בלבד", שהופיעה בתקנה 41 לתקנות מס ההכנסה שחלה בעבר על הגופים הפנסיוניים, אינה מופיעה עוד בחקיקה החלה עליהם כיום.¹⁰³ על רקע שוני לשוני זה נטען שבעוד שהחובה של מנהלי הקרן היא בלעדית,¹⁰⁴ חובת הגופים הפנסיוניים היא לפעול לטובת החוסכים, אך ללא מרכיב הבלעדיות.¹⁰⁵ אשוב לנקודה זו ולהשלכותיה האפשריות על פרשנות היקף החובה בפרק הרביעי של המאמר, כאשר אבחן לעומק את תכליות החקיקה.

השאלה המורכבת היא כמובן מהי משמעותן של דרישות אלו, והיא תלויה גם בפרשנות שתוענק לדרישה לפעול "לטובתו של הנהנה". חובת האמון אינה מחייבת את הנאמן לפעולה מסוימת קונקרטית כזו או אחרת. חובות אלו הן סטנדרטים משפטיים, והפסיקה היא שיוצקת להן תוכן.¹⁰⁶ מעבר לכך, על אף שחוק הנאמנות מכיר באוטונומיה של הרצון הפרטי, בעקרון חופש ההתקשרות ובחופש החוזים, הוא אינו מאפשר לפטור נאמנים מחובותיהם.¹⁰⁷ גם כאשר מדובר בנאמנות רצונית שעוצבה בידי יוצר הנאמנות כדי להשיג מטרות מסוימות שעמדו לנגד עיניו, ומקל וחומר כאשר מדובר בנאמנות על פי חוק, הנאמן מחויב לעמוד בדרישות אלו ואי-אפשר לפטור אותו מאחריות.¹⁰⁸ התמקדות ברצון הפרט אשר לטובתו הנאמן מחויב לפעול אינה מסייעת בהכרח להשיב על השאלה כיצד על הנאמן לנהוג. כאשר מדובר בנאמנות שנוצרת על פי חוזה, ככלל יוצר הנאמנות יהיה מי שיכתוב את תנאיה.¹⁰⁹ אף אם הנהנים כולם אינם מרוצים מתנאי הנאמנות, לא בכל מקרה הם יוכלו לשנותם, ולעיתים גם האפשרות להתערב בתנאי הנאמנות באמצעות בית המשפט תהיה מוגבלת.¹¹⁰ במילים אחרות, חובת האמון אינה מבקשת למקסם את העדפותיו הקונקרטיות של נהנה מסוים,

102 ההרגשה הוספה.

103 ראו תקנות מס הכנסה (כללים לאישור ולניהול קופות גמל), התשכ"ד-1964. תקנה 41, שכותרתה "חובות קופה לעמיתיה תק' תשמ"ז-1986", בוטלה; לנוסח הנוכחי, ראו לעיל ה"ש 99.

104 באנגלית: "undivided loyalty".

105 סולומון וויצמן, לעיל ה"ש 13, בעמ' 325.

106 לדיון מקיף בסיווגה של חובת האמון על הציר שבין כללים וסטנדרטים, ראו Yifat Naftali, *Moving Along the Continuum of Loyalty: From a Standard Towards Rules*, 35 CAN. J. L. & JURIS. (2022).

107 שלמה כרם נאמנות 477-475 (מהדורה רביעית 2004).

108 שם, בעמ' 140.

109 חשבו למשל על נאמנות שנוצרה בידי הורה לילדו הקטין. מובן כי רצונו של הקטין לפרות מיידית את כל הכספים ולהשקיעם למשל ברכישת קלפי פוקימון נדירים – לא ישמש הגנה לנאמן שפעל בהתאם לרצון זה אך בניגוד להוראות חוזה הנאמנות. הכלל הוא כי "לנהנה אין זכות או כח להתערב בדרך הניהול של הנכס. הוא רשאי לייעץ לנאמן ולהפנות את תשומת לבו להזדמנויות עיסקיות ולדרכי פעולה אפשריות, אך אין לו שליטה או חלק בקבלת ההחלטות ובביצוען", ראו ע"א 3829/91 וואלס נ' גת, פ"ד מח(1) 801, פס' 14 (1994).

110 PENNER, לעיל ה"ש 79, בעמ' 312. כפי שמצוין שם, "The court will not rearrange the beneficial interests".

אלא היא מבקשת להגן על האינטרס שלו ולמנוע ניצול לרעה של כוחו של הנאמן. מובן שאינטרס זה יכול להיות מושפע מהעדפותיהם של הנהנים, אך הוא אינו זהה להן בהכרח. הקושי בהסתמכות על העדפותיו של נהנה ספציפי לקביעת הגבולות של חובות האמון מתחדד בנסיבות שבהן אמונאי חב בחובות אמון כלפי יותר מנהנה אחד, ומתעורר חשש לניגוד עניינים בין חובה לחובה. במקרה שכזה ברור שהתייחסות להעדפותיו של אחד הנהנים אינה מספקת פתרון מועיל לשאלה כיצד האמונאי יוכל לעמוד בחובות המוטלות עליו. דוגמה שכיחה לניגוד עניינים שכזה מתעוררת כאשר עורך דין מייצג שני צדדים לעסקה. בנסיבות אלו ייתכן שעורך הדין ימצא במצב שבו הוא נאלץ להפר את חובותיו כלפי אחד הצדדים, כך למשל אם צד אחד יחשוף בפניו מידע חסוי שהוא מידע מהותי עבור הצד השני. לעיתים הפתרון היחיד יהיה לפרוש מייצוג של אחד הלקוחות (או, אם ניגוד העניינים היה צפוי מראש, להימנע מהייצוג הכפול).¹¹¹ ואולם פתרון זה אינו ישים בכל מערכות יחסי האמונאות.

כאשר אנו בוחרים את החובות החלות על גופים מוסדיים בהקשר הקונקרטי של האופן שבו הם משקיעים את כספי החוסכים, הכרחי להביא בחשבון את העובדה שגופים אלו אינם נאמנים כלפי נהנה אחד ספציפי, אלא כלפי קבוצה גדולה והטרואגנית של נהנים בעלי העדפות שונות ומגוונות. קשה לטעון לפיכך שחובותו של הגוף המוסדי היא למקסם את העדפותיו של חוסך כזה או אחר. העדפותיו הקונקרטיות של חוסך מסוים אינה דרך טובה להכריע בפרשנותן של חובות האמון, ובפרט בהכרעה מהי פעולתה לטובתם של החוסכים כקבוצה. אכן, חובת האמון של הגופים המוסדיים כוללת גם התייחסות מפורשת לאיסור על הפליה בין הזכויות המוענקות לחוסכים שונים.¹¹² מובן שבמקרים שבהם העדפותיהם של החוסכים אינן זהות, פתרון של "הפסקת ייצוג" או של פרישה מהתפקיד אינו ישים. דרך אפשרית לצמצם את הקושי הקיים במקרים של ייצוג של כמה נהנים היא באמצעות הפחתת השונות בהעדפותיהם של הנהנים, למשל באמצעות מתן בחירה לחוסכים בקרן הפנסיה. כך למשל, תקנון קרן הפנסיה המקיפה מנורה מבטחים (פברואר 2022) מציין בס' 19.1.4 כי החוסכים יוכלו לבחור – כחלופה למסלול הכללי – "מסלול הלכה", הכפוף לכללי ההלכה היהודית, "מסלול פאסיבי" העוקב אחר מדרי מניות בחו"ל וכן הלאה.¹¹³ בחירה במסלול השקעה מסוים מצמצמת את מידת שיקול הדעת הנתונה לגוף המוסדי בעת קבלת החלטותיו, ותסייע לו להכריע כיצד עליו להשקיע את הכספים בצורה אשר תשקף את "טובתו" של החוסך, בין אם לאור שיקוליו האתיים ובין אם לאור העדפות הסיכון שלו. אולם בחירתו של מסלול השקעה אינה מייתרת את השאלה מהי דרך הפעולה המצופה מהגוף המוסדי בכל המקרים שבהם העדפותיהם הקונקרטיות של החוסכים אינן ידועות לו, בפרט

111 עמיר ליכט "יחסי אמונאות בתאגיד – חובת האמון" משפט ועסקים יח 237, 263-264 (התשע"ה).

112 בעוד שהאיסור על הגופים הפנסיוניים מתמקד בזכויות במוצר עצמו (ועל כן ניתן להשקיע משאבים לניתוח טיב ההשקעות במוצרים שונים), האיסור החל על קרנות נאמנות חל גם על הפליה בין קרנות שונות המנוהלות בידי אותו מוסד, ראו סולומון וויצמן, לעיל ה"ש 13, בעמ' 325.

113 תקנון קרן הפנסיה המקיפה מנורה מבטחים פנסיה (מהדורת פברואר 2022).

לאור העובדה שמרבית החוסכים אינם משקיעים במסלולים הספציפיים אלא במסלולים כלליים.¹¹⁴ לסיכום, בעוד שעל מעמדם של הגופים המוסדיים כאמונאים אין חולק, התשובה על השאלה מהי משמעות הסטנדרטים המשפטיים החלים עליהם בעת קבלת החלטות על השקעת כספי הנאמנות המוחזקים על ידם היא מורכבת יותר. טרם אפנה לדון בשאלה זו בהקשר הישראלי, אבקש להציג את התפתחותו של השיח על השקעות חברתיות ואת הוויכוח המשפטי שהתעורר בעקבותיו.

ג. השקעות חברתיות ודיני האמונות

1. רקע היסטורי

בעוד שהפופולריות של השיח סביב השקעות חברתיות התגברה מאוד בשנים האחרונות,¹¹⁵ הרעיון שלפיו על המשקיעים בבורסה להתחשב גם בשיקולים שאינם שיקולים פיננסיים אינו רעיון חדש. דוגמה אחת לכך מהמאה השמונה עשרה הן קריאותיה של הכנסייה המתודיסטית לחבריה להימנע מעסקים שנתפסו בעיניה כמזיקים לחברה, בפרט ייצור אלכוהול, טבק וסחר בעבדים.¹¹⁶ במוקד הקריאה להשקעות אחראיות חברתיות, "socially responsible investing" (או בקיצור SRI), עמד הרעיון של הימנעות מהשקעות המעוררות קושי מוסרי, ללא קשר לשאלת התועלת הכלכלית של הימנעות שכזו.¹¹⁷ כך למשל, בשנות השבעים עלו לכותרות קרנות SRI שנמנעו מהשקעה בתעשיית הנשק; מאוחר יותר, בסוף שנות השבעים ובראשית שנות השמונים, התעורר הנושא שוב, כאשר פעילים חברתיים נגד האפרטהייד בדרום אפריקה קראו להימנע מהשקעה בעסקים של חברות שפעלו במדינה.¹¹⁸ הקריאות לקידום של השקעות חברתיות עוררו עניין גם בספרות המשפטית. בפרט התפתח ויכוח סביב השאלה אם נאמנים, דוגמת קרנות פנסיה, רשאים להתחשב בשיקולי SRI בעת קביעת מדיניות ההשקעה. המשיבים על שאלה זו בשלילה הציגו שני טעמים מרכזיים לכך.¹¹⁹ ראשית, באשר לחובת האמון, נטען שחובה זו מחייבת לפעול לטובת

114 בשנת 2016 ערך אגף שוק ההון, ביטוח וחסכון במשרד האוצר שינוי רגולטורי אשר חייב את כלל קרנות הפנסיה להציע מסלולי חיסכון מותאמים לגילו של החוסך (חוזר גופים מוסדיים 13-9-2016 "מסלולי השקעה בקופות גמל – תיקון" (31.8.2016)). עם זאת נותרו מרבית החסכונות של הציבור במסלולי הפנסיה הכלליים, ראו חוזר גופים מוסדיים 18-9-2020 "מסלולי השקעה בקופות גמל – תיקון" (16.11.2020).

115 Pollman, לעיל ה"ש 3, בעמ' 16.

116 Schanzenbach & Sitkoff, לעיל ה"ש 4, בעמ' 392. יש מי שסבורים ששורשיה של עמדה זו מצויים בזמנים עתיקים הרבה יותר, ראו Rob Bauer, Kees Koedijk & Rogér Otten, *International Evidence on Ethical Mutual Fund Performance and Investment Style*, 29 J. BANKING & FIN. 1751, 1752 (2005).

117 Sandberg, לעיל ה"ש 8, בעמ' 300.

118 Schanzenbach & Sitkoff, לעיל ה"ש 4, בעמ' 393.

119 John H. Langbein & Richard A. Posner, *Social Investing and the Law of Trusts*, 79 MICH. L. REV. 72 (1980). לעמדה מתונה יותר, שגורסת כי יהיה אפשר להתחשב בשיקולי SRI כל עוד אלטרנטיבת ההשקעה היא שוות ערך מבחינה כלכלית, ראו Robert H. Jerry & O.

האינטרס הבלעדי של הנהגה. על כן, קבלת החלטה על השקעה תוך התחשבות ברווחתו של המיעוט השחור המדוכא בדרום אפריקה סותרת חובה זו, שכן היא שמה לנגד עיניה אינטרסים של צדדים שלישיים, שאינם האינטרסים של הנהנים עצמם. שנית, באשר לחובת הזהירות, נטען שהימנעות מהשקעות מסוימות עשויה לפגוע בגיוון תיק ההשקעות, ומשכך היא תמנע איוון ראוי בין סיכונים ותשואות, כפי שמתחייב מחובה זו.¹²⁰

מנגד, היו מי שגרסו שאין בסיס להנחה ששיקולים חברתיים מפירים את החוק.¹²¹ כך למשל, בנוגע לנאמנים על קרנות צדקה¹²² הוסבר שהתחשבות במטרה חברתית, גם במחיר של פגיעה בתשואות או בגיוון תיק ההשקעות, אינה מפירה את דיני האמונות כל עוד התחשבות זו עולה בקנה אחד עם מטרות הקרן.¹²³ ביקורת אחרת הדגישה, שאי-אפשר לטעון שהתכלית היחידה של קרנות הפנסיה היא השאת רווחים מבלי להבהיר תחילה מהי תכליתן של קרנות הפנסיה בחברה המודרנית, להבדיל ממטרותם ההיסטורית של דיני הנאמנות.¹²⁴ על כך היו מי שהוסיפו שסיכונים פוליטיים עשויים להפוך השקעות בדרום אפריקה להשקעות הפסד, ועל כן מבחינה משפטית אין כל מניעה להתחשב בשיקולים אלו.¹²⁵ עוד נטען, כי כל עוד מדיניות הסלקציה עקב שיקולים חברתיים אינה נוקשה מדי (כלומר אוסרת על השקעה במספר מצומצם יחסית של חברות), ממילא לא צפוי נזק משמעותי לייעילות תיק ההשקעות, טענה שגובתה במחקר אמפירי.¹²⁶

לאחר נפילתו של משטר האפרטהייד בדרום אפריקה שכך במידה רבה הדיון המשפטי בסוגיה זו. בשנות התשעים ובשנות האלפיים החלה צמיחה מהירה של קרנות SRI, כך שבין שנת 1995 לשנת 2005 גדל מספרן המוערך של קרנות אלו פי ארבעה, וכמות הנכסים שהן

-
- Maurice Joy, *Social Investing and the Lessons of South Africa Divestment: Rethinking the Limitations on Fiduciary Discretion*, 66 OR. L. REV. 685, 710 (1987)
- 120 ראו למשל Richard M. Ennis & Roberta L. Parkhill, *South African Divestment: Social Responsibility or Fiduciary Folly?*, 42 FIN. ANALYSTS J. 30 (1986) שם נטען כי הימנעות מהשקעות מסוימות עשויה להוביל לירידה בגיוון של תיק ההשקעות ועקב כך לפגיעה בתשואות הצפויות שלו.
- 121 ראו הפניות אצל Robert J. Lynn, *Investing Pension Funds for Social Goals Requires Changing the Law*, 53 U. COLO. L. REV. 101, 107-108 (1981) כן ראו Joel C. Dobris, *Arguments in Favor of Fiduciary Divestment of "South African" Securities*, 65 NEB. L. REV. 209 (1986).
- 122 קרן צדקה או קרן פילנתרופית, להבדיל מקרן השקעות, היא קרן שתכליתה לפעול ללא כוונת רווח לקידום מטרה ציבורית כלשהי, והיא מנהלת את הנכסים שבהם היא מחזיקה לטובת קידום מטרה זו.
- 123 Thomas A. Troyer et al., *Divestment of South Africa Investments: The Legal Implications for Foundations, Other Charitable Institutions, and Pension Funds*, 74 GEO. L.J. 127, 138 (1985).
- 124 Dobris, לעיל ה"ש 121, בעמ' 229.
- 125 Schanzenbach & Sitkoff, לעיל ה"ש 4, בעמ' 394.
- 126 שם, בעמ' 395.

מנהלות צמחה פי חמישה עשר – לסכום של 179 ביליון דולר.¹²⁷ מעבר לצמיחה מהירה זו, התפתחות חשובה אירעה כאשר אסטרטגיות ההשקעות הללו החלו לנקוט מדיניות שאינה מתמקדת בהימנעות מסוגים מסוימים של השקעות, אלא מבקשת להעריך באופן אקטיבי כיצד שיקולים שונים, מעבר לאלו שנבחנו עד אותה עת, עשויים להשפיע על התשואה הצפויה ועל הסיכונים הגלומים בהשקעה מסוימת.¹²⁸ הכינוי הנפוץ להשקעות אלו כיום, ESG Investing, מתייחס לשלושת המרכיבים של הערכה זו: גורמים סביבתיים (environmental); חברתיים (social); וממשל תאגידי (governance).¹²⁹

2. על משמעות המונח ESG

מקורו של המונח ביוזמות שונות של האו"ם בתחילת שנות האלפיים, שבמסגרתן הוא קרא להכללתם של היבטים סביבתיים, חברתיים וכן של שיקולי ממשל תאגידי בעת קבלת החלטות על השקעה.¹³⁰ בשנים האחרונות זכה תחום זה לצמיחה מהירה, וההערכות הנוכחיות גורסות שעד שנת 2025 שווי שוק זה עשוי לעמוד על מעל ל-50 טריליון דולר.¹³¹ חשוב להבהיר שבהיעדרה של הגדרה מדויקת לכוותרת "ESG", המספרים המדויקים באשר לגודל השוק להשקעות חברתיות אינם ברורים. כך או כך, על צמיחתו האדירה אין כל חולק.¹³² קרנות SRI נתפסו כתחום השקעות נפרד ועצמאי, שבו ההשקעה מתבצעת בקרן ייעודית שמגדירה בהתאם את מטרותיה; המונח ESG לעומת זאת לחל במהירות לתוך הזרם

127 ש.ם.

Susan N. Gary, *Values and Value: University Endowments, Fiduciary Duties, and ESG Investing*, 42 J.C. & U.L. 247, 251 (2016)

129 במאמרה מיכל אגמון גונן מציעה תרגום לעברית למונח זה, "סח"מ" (סביבה, חברה וממשל תאגידי), או לחלופין "שיקולי אחריות חברתית", ראו מיכל אגמון גונן, "לא עוד מועדון לגברים בלבד: חובתם של המשקיעים המוסדיים לקדם שוויון לנשים בדירקטוריון" *המשפט* כו 57, 69 (התשפ"א). למרות הנוחות שבשימוש במונח בעברית, אדבוק במונח הלועזי לאור מרכזיותו בשיח המקצועי בארץ ובעיקר בעולם.

130 לתיאור מפורט בנוגע לתרומתו של האו"ם ליצירת המינוח ולהתפשטותו, ראו Mariana Pargendler, *The Rise of International Corporate Law*, 98 WASH. U. L. REV. 1765, 1794-804 (2021). הציטוט לקוח מתוך דוח של האו"ם שכותרתו: *Who Cares Wins: Connecting Financial Markets To A Changing World*, vii, n.180 (2004), https://www.ifc.org/wps/wcm/connect/topics_ext_content/ifc_external_corporate_site/sustainability-at-ifc/publications/publications_report_whocareswins_wci_1319579355342. ראו Harriet Agnew, Adrienne Klasa & Simon Mundy, *How ESG Investing Came to a Reckoning*, FINANCIAL TIMES (Jun. 6, 2022), <https://www.ft.com/content/5ec1dfcf-eea3-42af-aea2-19d739ef8a55>.

131 ראו למשל Saijel Kishan, *ESG by the Numbers: Sustainable Investing Set Records in 2021*, BLOOMBERG (Feb. 3, 2022), <https://www.bloomberg.com/news/articles/2022-02-03/esg-by-the-numbers-sustainable-investing-set-records-in-2021>.

132 ראו בהקשר זה נתונים אצל Pollman, לעיל ה"ש 3, בעמ' 16.

המרכזי של עולם הפיננסים, כך שהתייחסות למונח נפוצה גם בתוך החברות עצמן, והוא מובן ככולל שיקולים שעשויים להיות רלוונטיים לכל מסלול השקעה.¹³³ השימוש הגובר במונח ESG אינו משקף אך ורק מיתוג מחדש של השיח על השקעות חברתיות תחת שם אחר. השינוי המושגי לווה בטענה שקרנות אלו אינן רק עדיפות מבחינה אתית, אלא גם צפויות לקדם את האינטרסים הפיננסיים של המשקיעים, שכן יהיה מדובר בהשקעות בעלות סיכונים נמוכים יותר ותשואות גבוהות. אכן, טענות שביקשו לקשור בין השיקולים האתיים והביצועיים הפיננסיים נטענו גם בהקשר של SRI.¹³⁴ אולם הכנסתם של שיקולי ממשל תאגידי (G) כחלק מאסטרטגיית ההשקעות חיזקה קו טיעון זה, כיוון שספרות כלכלית משמעותית כבר סיפקה ראיות לקשר בין איכות הממשל התאגידי לבין ערך החברה.¹³⁵ מצד התומכים ב-ESG, ההצדקה לקשור שיקולי סביבה וחברה לשיקולים של ממשל תאגידי תחת מונח אחד נבעה מהמחשבה שממשל תאגידי תקין הוא תנאי ראשוני ומקדים שבלעדיו קשה לצפות מהחברה לפעול בצורה יעילה לקידום מטרה כלשהי, תהיה זו מטרה כלכלית או אתית.¹³⁶

לצד כניסתו המהירה של המונח לשיח הפיננסי, ובעוד שהספרות הכירה בחשיבותם של מדדי ממשל תאגידי ובהשפעתם על ביצועי החברה לטווח ארוך, היכולת למדוד או אפילו להכריע מה נכלל תחת הקריטריון של סביבה (E) או של שיקולים חברתיים (S) שנויה מאוד במחלוקת. בהיעדרה של תאוריה מאחדת למונח זה, לא ברור אם מדובר בקריטריונים להערכת הקיימות של החברה, בסט של סטנדרטים לפעילותן של חברות שדרכם משקיעים בעלי מודעות אתית ויכולו לשפוט אותן, באפשרות להשקיע כסף בחברות שמבקשות להפוך את העולם למקום טוב יותר או שכל התשובות נכונות. המחלוקת באשר למשמעותו של המונח הובילו למגוון עמדות באשר לתועלת שבו. דעות אלו נעות בין מי שמייחסים למונח תרומה משמעותית לקידום התנהגות ראויה של חברות ובין מי שסבורים שאין לו השפעה ממשית, או גרוע מכך – שהוא משמש כסות להטעיית משקיעים ובעלי מניות.¹³⁷

133 Pargendler, לעיל ה"ש 130, בעמ' 1797.

134 לעיל ה"ש 125.

135 Schanzenbach & Sitkoff, לעיל ה"ש 4, בעמ' 396. מנגד, ראו דיון שם, בעמ' 432, 434. לדיון כללי בהקשר שבין ממשל תאגידי וערך החברה, ראו Lucian A. Bebchuk, Alma Cohen & Allen Ferrell, *What Matters in Corporate Governance?*, 22 REV. FIN. STUD. 783 (2009), אשר ביקשו לבחון את הקשר שבין הוראות שונות שעשויות באופן פוטנציאלי להיות רווחיות עבור מנהלי החברה (ומזיקות לבעלי המניות) ובין רווחיה, ואשר מצאו קורלציה בין שם מותקן ובין ערך נמוך יותר לחברה (מתוך 24 ההוראות שעמדו במוקד המחקר הראשוני של P. Gompers, J. Ishii & A. Metrick, *Corporate Governance and Equity Prices* 118 (2003) (Q.J. ECON. 107).

136 Pollman, לעיל ה"ש 3, בעמ' 13.

137 Pollman, לעיל ה"ש 3, בעמ' 3-4. ראו למשל Jurian Hendrikse, *The False Promise of ESG*, HARV. L. SCHOOL F. ON CORP. GOVERNANCE (16.3.2022), <https://corpgov.law.harvard.edu/2022/03/16/the-false-promise-of-esg>, הגורס כי אין בסיס לטענה שעסקים המדורגים גבוה במדדי ESG דואגים יותר לסביבה, מקפידים יותר על ההשלכות החברתיות של פעילותם או מקדמים ממשל תאגידי טוב יותר; Aime Williams, *Ethical Funds Failing*.

למעשה, הניסיון להבין מהי משמעותה של השקעה העומדת בסטנדרטים של ESG נתקל בקושי כפול. ראשית, לא ברור בהכרח מהי הכוונה בהשקעה "ירוקה" או "חברתית". המלחמה שפרצה בין רוסיה לאוקראינה בחודש פברואר 2022 מדגימה קשיים אלו בצורה יפה. בעקבות הפלישה הרוסית בחנו ממשלות באירופה את האפשרות להישען על דלק פוסילי, למרות המחיר הסביבתי, כדי לצמצם את התלות בגז הרוסי וכך לקדם ערכים אתיים של התנגדות למעשיה של רוסיה. כמו כן, גופים אירופיים שסירבו במשך שנים רבות להשקיע בחברות לייצור נשק, מתוך תפיסה שלפיה תעשייה זו מנוגדת לשיקולי ESG, שינו את מדיניותם עקב הפלישה הרוסית לאוקראינה.¹³⁸ זאת ועוד, מחקר אקדמי שעסק בסוגיה זו הציג נתונים שלפיהם חברות שלהן פעילות נרחבת ברוסיה מדורגות באופן מפתיע בצינוני ESG גבוהים יותר מאשר מקבילותיהן האירופיות, וציין שצינוני ה-ESG של החברה לא היו מדרד יעיל לבחון את תגובתה למלחמה בין רוסיה לאוקראינה.¹³⁹ כפי שדוגמה זו מלמדת, מהמונחים "סביבתיים" או "חברתיים" לבדם קשה להגדיר מראש מהי השקעה העומדת בסטנדרטים של ESG. למעשה, גם מי שסברו שיש במונח זה כדי לתרום להתפתחות שיח תאגידי ערכי יותר הבהירו כבר בראשית הדרך כי שיקולי ESG עשויים להשתנות בין אזורים שונים בעולם ובין ענפי תעשייה שונים.¹⁴⁰

שנית, קושי נוסף הוא שטיעונים אתיים וטיעונים פיננסיים משמשים בערבוביה את מי שתומכים בהשקעות אלו: לא ברור אם המוקד של המדדים השונים המבקשים להעריך את ביצועיהן של חברות שונות הוא רק בשאלה הכלכלית, כלומר מהם הסיכונים המלווים השקעה מסוימת, או בשאלה האתית, כלומר השאלה אם מדובר בחברה שמקדמת ערכים ראויים. כך למשל, סקר שנערך בשנת 2008 בין 300 מנהלי קרנות השקעה מצא שבעוד שרק 23% זיהו את עצמם כ"משקיעים אחראים חברתית", מעל 70% סברו כי ESG הוא כלי שניתן להשתמש בו לזיהוי הזדמנויות להשקעה כמו גם לניהול סיכונים.¹⁴¹ אכן, רבים תופסים את המונח ESG ככלי כלכלי חדש, המבקש לאתר ולסווג גורמים שונים שיש לשקול במסגרת ניתוח השקעות או לאפשר ניהול סיכונים טוב יותר.

מנגד, יש מי שגורסים שהמונח הוא במהותו חלופה עדכנית לרעיונות של "Corporate Social Responsibility". תפיסה זו מייחסת פן מוסרי או אתי לשימוש במונח זה, או בגרסה צנועה יותר – היא מצביעה על כך שיישום העקרונות של ESG יכול להוביל לחפיפה טובה יותר בין האינטרסים של המשקיעים ומטרותיה של החברה כולה בצורה רחבה יותר.¹⁴² גרסה אחרת של עמדה זו רואה ב-ESG כלי לשיקוף העדפות של משקיעים. כלומר, ככל שחברות מסחריות ישתמשו במדדי ESG כדי לשלוח מסר שהן מקדישות תשומת לב למטרות שאינן

Social Responsibility Tests, FIN. TIMES (Oct. 31, 2016), ft.com/content/a6130172-9c2b-11e6-8324-be63473ce146

138 Agnew, Klasa & Mund, לעיל ה"ש 130. דוגמה נוספת היא חברת טסלה, המייצרת מכוניות חשמליות אך זוכה לא פעם לדירוגי ממשל נמוכים עקב התנהלותו של מייסדה ובעל השליטה בה, ראו Schanzenbach & Sitkoff, לעיל ה"ש 4, בעמ' 432-433.

139 Hendrikse, לעיל ה"ש 137.

140 Pollman, לעיל ה"ש 3, בעמ' 13.

141 שם, בעמ' 22.

142 שם, בעמ' 24-26.

רק פיננסיות, הן יאפשרו למשקיעים לבחור השקעות שמשקפות את העדפותיהם האתיות ולא רק את העדפותיהם הפיננסיות.¹⁴³

טרם אדון בשאלה כיצד ניתן לכמת שיקולי ESG על רקע מחלוקות אלו, חשוב לציין שהדיון האמור באשר למקומם של שיקולים אלו בעת קבלת החלטות על השקעה אינו מנותק מהדיון הרחב יותר המתנהל בעולם בכלל ובישראל בפרט באשר לתכליתה של החברה העסקית. בסוגיה זו, שספרות נרחבת בישראל ומחוצה לה עסקה בה, לא אוכל להרחיב כעת.¹⁴⁴ בהקשר הישראלי אזכיר, כי חוק החברות קובע בסעיף 11 שתכלית החברה היא לפעול על פי שיקולים עסקיים להשאת רווחיה. החוק מבהיר כי במסגרת זו אפשר להביא בחשבון גם את ענייניהם של הנושים, של העובדים, ואף של הציבור.

בית המשפט העליון הבהיר בעניין אגרקסוק,¹⁴⁵ כי על השאלה עד כמה ובאיזו מידה אפשר להביא בחשבון אינטרסים של קבוצות עניין נוספות מעבר לאינטרס של בעלי המניות, ובכלל זה אינטרסים ציבוריים רחבים יותר, אין תשובה חד־משמעית. המתח עשוי להתעורר בשאלות פנים־תאגידיות, כגון היחס שבין האינטרס של בעלי המניות ואינטרס העובדים, אולם גם בהקשרים רחבים יותר, בנוגע לציבור בכללותו. כפי שצוין שם, בעוד שיש מי שסבורים שעניינים אחרים יכולים להישקל רק כאשר הדבר אינו מתנגש עם המטרה המרכזית של השאת רווחי החברה, יש מי שגורסים שהשיקולים החברתיים עשויים לעיתים לגבור גם על התכלית של השאת רווחים.¹⁴⁶ מכל מקום, מובן מאליו כי העובדה שהמחוקק הישראלי בחר לציין מפורשות את האפשרות להתחשב בשיקולים הנוגעים לטובת הציבור משמעה שפרשנות הדוחה לחלוטין התחשבות בשיקולי ESG במסגרת ניהול חברות בישראל אינה סבירה. לצד הבנת הקשר שבין שאלה עקרונית זו ובין הדיון כאן, ראוי לחדד ששתי השאלות אינן חופפות לחלוטין. בין אם תכלית החברה העסקית היא השאת רווחים (בלבד) ובין אם לאו, למשקיע פרטי ודאי שמותר להחליט להתחשב בשיקולי ESG, כך למשל להשקיע את כספו רק בתעשייה מסוימת שאינה מזהמת או רק בתאגיד שמקדם שוויון מגדרי. בהתאם לכך, במוקד מאמר זה עומדת השאלה מה יכול המשקיע המוסדי לעשות בתור מי שנדרש לפעול לטובתם של החוסכים כקבוצה, ודיון זה אינו מחייב בהכרח להכריע בשאלת תכליתה של החברה העסקית.

הניסיונות לכמת את משמעותם של שיקולים אלו, לצד אי־הבהירות באשר ליחס שבין תוכנו האתי והפיננסי של המונח ESG, הובילו לצמיחת ספרות ענפה שביקשה לבחון אם

143 שם, בעמ' 27.

144 ראו למשל זוהר גושן "מבט ביקורתי על חוק החברות החדש: תכלית החברה, הצעות רכש והתובענה הייצוגית" **משפטים** לב 381, 383-384 (2002); עמיר ליכט "תכליות החברה" **משפט ועסקים** א 173 (2004); עלי בוקשפן "על חברה וחברה ועל מעמדו של סעיף 11 לחוק החברות במשפט הישראלי" **משפט ועסקים** א 229 (2004). לספרות זרה בנושא, ראו למשל Lucian A. Bebchuk & Roberto Tallarita, *The Illusory Promise of Stakeholder Governance*, 160 *CORNELL L. REV.* 91, 93-94 (2020).

145 ע"א 8416/19 נס, עו"ד ושפילר, רו"ח, מפרקי חברת אגרקסוק חברה לייצור חקלאי בע"מ נ' מדינת ישראל, פס' 46 (נבו) 22.12.2021.

146 שם.

השקעות חברתיות אכן משתלמות מבחינה כלכלית.¹⁴⁷ כיום ישנם מעל 600 דירוגים עולמיים ל-ESG, אשר יש ביניהם פערים רבים. יש מי שאינם מודאגים מכך ומדגישים שרגולטורים בכל העולם מפתחים כלים לפיקוח על המדדים, ואף אם יש מקום לשיפור – אין מדובר במדדים חסרי תועלת.¹⁴⁸ מנגד, יש מי שסבורים שההטרונגניות מלמדת על חוסר העקביות והסובייקטיביות של התחום כולו.¹⁴⁹

דוגמאות למחקרים שעסקו בשאלה זו אינן חסרות. מחקרים רבים ביקשו לעמוד על ההשלכות הכלכליות של הימנעות מהשקעות מסוימות בשל שיקולי ESG, או לחלופין של גישות מורכבות יותר, למשל כאלו שאינן נמנעות מתעשייה מסוימת אלא מבקשות להקצות את המשאבים לחברות החברתיות ביותר באותה קטגוריה. מחקרים שונים הצביעו על כך, שחברות הזוכות לציונים גבוהים במדדים חברתיים ובמדדים של איכות סביבה נהנות מהכנסות גבוהות יותר לצד סיכון נמוך יותר.¹⁵⁰

מנגד, היו מחקרים שהציגו תוצאות מעוררות פחות. היו מחקרים שטענו שמנהלים מעלים שיקולי ESG בשל שיקולי מדיניות אישיים.¹⁵¹ מחקרים אחרים הצביעו על ראיות לכך, שמדיניות השקעות הנמנעת ממניות שנחשבות ל-"sin stocks" (הקשורות לאלכוהול, להימורים, לנשק ולטבק) יכולה להשפיע השפעה שלילית על החזרי המשקיעים.¹⁵² מחקר אחר משנת 2017 מצא, שהוספת מדדי ESG (באמצעות מודל המבוסס על הימנעות מרכישת מניות בעלות ציוני ה-ESG הנמוכים ביותר או על התחשבות בציוני ה-ESG הגבוהים ביותר) למודל קיים הובילה לירידה ברווחיות המודל. עם זאת יש להביא בחשבון שמטרת המחקר הייתה הערכה חוץ-מהגמית של גורמי ESG, ולא שילובם לצד גורמים בסיסיים כדי לבנות מודל כמותי מורכב תואם ESG. למעשה, כפי שצינו החוקרים עצמם, שילוב של שיקולי ESG כחלק מתהליך הבנייה של מודל השקעות כמותי יכול למתן את ההשפעות השליליות,

147 ראו למשל Joshua D Margolis, Hillary Anger Elfenbein & James P. Walsh, *Does It Pay to Be Good... And Does It Matter? A Meta-Analysis of the Relationship Between Corporate Social and Financial Performance* (Mar. 1, 2009), <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1866371>, אשר ביצע מטא-אנליזה ל-251 מחקרים שביקשו לקשור בין ביצועים פיננסיים והביצועים החברתיים, והסיק שישנו קשר חיובי אך קטן בין השניים. המחקר פורסם בשנת 2009 וכלל לא התייחס למונח ESG, אלא השווה בין "corporate social performance" ו"corporate financial performance".

148 Marie Steen, Julian Taghawi Moussawi & Ole Gjolberg, *Is There a Relationship Between Morningstar's ESG Ratings and Mutual Fund Performance?*, 10 J. SUSTAINABLE FIN. INV. 349, 351 (2020), שם הם מצביעים על מגמה להגברת הסטנדרטיזציה בתחום.

149 ראו דיון אצל Pollman, לעיל ה"ש 3, בעמ' 32. כן ראו Steen, Moussawi & Gjolberg, לעיל ה"ש 148, בעמ' 350; Florian Berg, Julian F. Kölbl & Roberto Rigobón, *Aggregate Confusion: The Divergence of ESG Ratings* 26 REV. FIN. 1315 (2022).

150 Schanzenbach & Sitkoff, לעיל ה"ש 4, בעמ' 436.

151 שם.

152 Edward N.W. Aw, Stephen J. LaPerla & Gregory Y. Sivin, *A Morality Tale of ESG: Assessing Socially Responsible Investing*, 19 J. WEALTH MGM'T. 14 (2017).

וכך לספק למשקיעים תיק השקעות שגם יאפשר להם לאמץ שיקולים אלו וגם יציג ביצועים טובים יותר בהשוואה לקבוצת היחס הרלוונטית.¹⁵³

מחקרים שונים הצביעו על כך שקרנות נאמנות אחראיות חברתית אינן מניבות תשואות שהן שונות משמעותית מקרנות אחרות.¹⁵⁴ כך למשל, מחקר חדש שהשתמש במינוח ESG ביקש לבחון מבחינה אמפירית את הביצועים של קרנות ESG, ומצא שרובן לא הפיקו תוצאות שהן שונות מאוד בביצועים – לחיוב או לשלילה – בהשוואת לקרנות אחרות.¹⁵⁵ מסקנת החוקרים הייתה שמדיניות ההשקעות צריכה להתבצע בהתייחס למאפיינה של הקרן הספציפית, שכן שאלות של סיכון ותשואה עשויות להשתנות משמעותית בין קרנות שונות.¹⁵⁶ מחקר נוסף שפורסם בשנת 2020 לא מצא קשר כלשהו בין דירוג הקיימות של הקרן ובין התשואות הממוצעות שלה, אם כי כאשר אזור ההשקעות הוגדר כ"אירופי", כן נמצא קשר חיובי בין דירוג ESG וביצועים.¹⁵⁷ מחקר נוסף סיכם במסר חיובי ולפיו "Overall, investors are not hurt by following an ESG philosophy with the market rewarding firms for good governance, penalizing those with strong environmental records, and meeting with ambivalence those with strong social records"¹⁵⁸ עם זאת על אף כמות המחקרים שעסקו בשאלה זו והיקפם, הספרות לא הצליחה להגיע למסקנות חותכות לכאן או לכאן. הראיות האמפיריות הסותרות מספקות דלק לשני הצדדים, הן התומכים במגמה זו והן המתנגדים לה נחרצות.

לצד הדיונים על ההשלכות הפיננסיות של שיקולי ESG, שאלה נוספת שנותרה שנויה במחלוקת היא עד כמה ציבור המשקיעים מעוניין להתחשב בשיקולים אלו, ואם העניין שלו

153 שם, בעמ' 20.

154 ראו למשל Bauer, Koedijk & Otten, לעיל ה"ש 116, בעמ' 1765 (מחקר זה משנת 2005, שהתמקד בעשור שבין 1990–2001, מצא שעד סוף העשור הניבו הקרנות האתיות שנבחנו במחקר תוצאות דומות לאלו של הקרנות השגרתיות).

155 Jan-Carl Plagge & Douglas M. Grim, *Have Investors Paid a Performance Price? Examining the Behavior of ESG Equity Funds*, 46 J. PORTFOLIO MGMT. 1, 1 (2020) המחקר ביקש להשיב על השאלה אם מדדי ESG משפיעים על הסיכון ועל התשואות של הקרן, ולא מצא לאחר הוספת פקטורים לבקרה (בהתאם למודל של Fama & French, מודל סטטיסטי מוכר לתיאור תשואות מניות) שונות בין קרנות אלו וקרנות אחרות. כפי שמסבירים הכותבים, "After controlling for style factor exposures, the majority of funds in any of the tested ESG categories does not produce statistically significant positive or negative gross alpha"

156 שם, בעמ' 1.

157 Steen, Moussawi & Gjølberg, לעיל ה"ש 148, בעמ' 367. המחקר בחן את הקשר שבין דירוג הקיימות של חברת Morningstar ובין ביצועים, והתמקד בקרנות נאמנות הממוקמות בנורווגיה (אך השקעותיהן אינן רק מקומיות). כאמור, החוקרים ציינו שהטיה גאוגרפית עשויה לערפל את הממצאים, לאור השוני בממצאים כאשר אזור ההשקעות הוגדר כ"אירופי", כפרט כאשר לצינוי המדר בסוגיות חברתיות ושל ממשל תאגידי.

158 Aaron Filbeck, Greg Filbeck & Xin Zhao, *Performance Assessment of Firms Following Sustainalytics ESG Principles*, 28 J. INVESTING 7 (2020)

נובע מציפייה (לא בהכרח רציונלית) כי השקעה זו תהיה רווחית יותר או מטעמים אתיים. מחקר משנת 2007 השווה בין תנודתיות בגיוס ופדיון של קרנות SRI מול קרנות "רגילות". המחקר מצא שמשקיעים בקרנות חברתיות הם "נאמנים" יותר, כאשר הדגים שהתנודתיות בקרנות אלו נמוכה משמעותית בהשוואה לקרנות אחרות. בפרט, המחקר מצא ראיות לכך שמשקיעים בקרנות אלו רגישים פחות למקרים של ביצועים שליליים של הקרן, מה שמרמז כי התועלת שהם מפיקים מההשקעה אינה רק פיננסית וכי התועלת האתית מההשקעה משפיעה על התנהגותם.¹⁵⁹

מחקר משנת 2019 הדגים כיצד הפרסום של דירוג הקיימות בידי חברת Morningstar בשנת 2016 השפיע על השוק. תוך שנה בלבד צמחו הגיוסים לקרנות נאמנות בעשירון העליון של הדירוג צמיחה ניכרת (4% מגודל הקרן ב-11 החודשים שלאחר פרסום הדירוג) בהשוואה לקרנות שדורגו בתחתית המדר. החוקרים העריכו, כי ב-11 החודשים הללו סכום של בין 24-32 ביליון דולר הועבר לקרנות שבראש הרשימה, בעוד שסכום של בין 12-15 ביליון דולר נמשך מהקרנות שבתחתית. פרק הזמן הקצר לא אפשר למדוד את הקשר שבין דירוג הקרן ובין התשואות, אך החוקרים ציינו שלא נמצא קשר ישיר בין דירוג גבוה ותשואות גבוהות.¹⁶⁰ החוקרים בחנו גם את ההסברים האפשריים לשינוי זה, ושללו את העובדה שמדובר במגמה שהושפעה מלחץ של משקיעים מוסדיים או מציפייה רציונלית להחזרים גבוהים יותר. לאחר ביצוע ניסוי נוסף הם הסיקו שישנן ראיות לכך שנתונים אלו מעידים שבחירות המשקיעים לא היו מבוססות רק על העדפות פיננסיות.¹⁶¹

מחקר אחר מאותה שנה התמקד בנקודת המבט של התאגידים עצמם, להבדיל מנקודת המבט של המשקיע, וביקש לבחון על בסיס מודל תאורטי כיצד החלטה לאמץ מדיניות אחראית חברתית משפיעה על הביצועים ועל הסיכונים הכלכליים של חברות. המודל התבסס על ההנחה שמבחינת התאגיד מדובר באסטרטגיה של בידול מוצרים, כלומר בשיקול פיננסי. הניתוח האמפירי מצא שרמת הסיכון השיטתי נמוכה משמעותית אצל חברות שקיבלו ציון גבוה במדר האחריות החברתית שלהן, והסיק כי דרישות צרכנים הן שמשפיעות על פעולות אלו של התאגידים.¹⁶² הגם שתוצאותיו של המחקר מתייחסות לצרכנים, ניתן לטעון שהמסקנות מעידות במידה מסוימת על העדפותיהם של ציבור המשקיעים העקיפים (באמצעות קרנות הפנסיה). לסיכום, מידת התועלת הכלכלית הגלומה בשיקולי ESG נתונה לוויכוח, ואילו הראיות האמפיריות על העדפותיהם של המשקיעים בפועל ועד כמה הם מוכנים להקריב אינטרסים כלכליים לטובת קידום מטרות חברתיות הן מוגבלות, אם כי יש בסיס להניח

Nicolas P.B. Bollen, *Mutual Fund Attributes and Investor Behavior*, 42 J. FIN. & 159
QUANTITATIVE ANALYSIS 683-708 (2007).

S.M. Hartzmark & A.B. Sussman, *Do Investors Value Sustainability? A Natural Experiment* 160
Examining Ranking and Fund Flows, 74 J. FIN. 2789 (2019). לסיכום הנתונים על מחקרים
עדכניים נוספים, ראו גם דן עמירם וארי אחיעזי "ההשקעות הסביבתיות הפכו לאפיק פופולרי,
אך עד כמה הן באמת כדאיות?" *גלובס* (6.5.2021) <https://www.globes.co.il/news/article.aspx?did=1001370075>.

Hartzmark & Sussman, לעיל ה"ש 160.

Rui Albuquerque, Yrjö Koskinen & Chendi Zhang, *Corporate Social Responsibility* 162
and Firm Risk: Theory and Empirical Evidence, 65 MGM'T. SCI. 4451, 4452 (2019).

שמשקיעים כן מתעניינים בשאלות אתיות. כתיבה חדשה כבר מבקשת להשלים פער זה, וממצאיה הראשוניים, בהתבסס על ניסוי שערכו החוקרים, מדגימים שחלק לא-מבוטל מהמשקיעים מוכנים לספוג הפסדים כלכליים בתמורה להשקעה במטרה אתית שתואמת את תפיסת עולמם.¹⁶³

על רקע קשיים אלו, היו מי שהציעו שבעת הדיון בסוגיה זו יש לבחון את המוטיבציה העומדת בבסיס החלטת השקעה המבוססת על מדדי ESG, ולהבחין בין החלטה המבוססת על collateral benefits ESG (כלומר קידום שיקולי ESG שהתועלת הגלומה בו היא עקיפה) והחלטה שתכליתה risk-return ESG. (כלומר קידום שיקולי ESG ממניעים פיננסיים של הפחתת סיכונים).¹⁶⁴ לטעמי מינוח זה מעורר קושי, משום שהוא כולל בתוכו הנחה נורמטיבית שאין סיבה לקבלה. בחירה במונח "collateral benefits" מניחה שמוטיבציה אתית להשקעה מועילה רק לצדדים שלישיים ולא לנהנים עצמם. ואולם אפשר בהחלט לסבור, כי משקיע הבוחר להשתמש בכספו לצורך קידום מטרה ציבורית כלשהי ייחנה עקב כך מתועלת ישירה, אף אם זו אינה תועלת כלכלית.¹⁶⁵ לכן, לצורכי הדיון הנוכחי אבחין מעתה בין שיקולי ESG אתיים ובין שיקולי ESG כלכליים כאשר אבחן אם בחירה של השקעה מסוימת בידי גוף מוסדי בהתבסס על שיקולי ESG עומדת במגבלות הדין.

3. ESG ודיני האמונאות במשפט האמריקני

כפי שנדון בפרק השני של המאמר, בעת קבלת החלטות על השקעת הכספים המצויים בשליטתם משקיעים מוסדיים מחויבים לפעול בהתאם לחובותיהם. במועד התפתחות השיח על השקעות חברתיות בשנות השבעים והשמונים התעורר ויכוח על פרשנותם הראויה של דיני האמונאות בהקשר זה.¹⁶⁶ ויכוח זה שב והתעורר כעת בנוגע להשקעות המתבססות על מדדי ESG. כשם שהתשובה על השאלה מה כולל המונח ESG אינה חד-משמעית, כך גם התומכים בשימוש במדדים אלו אינם מבחינים תמיד בין הטענה שלפיה ראוי להשתמש בהם משום שהשימוש יהיה רווחי מבחינה כלכלית, ובין הטענה שמשקיעים מוסדיים יכולים ואולי אף מחויבים מבחינה אתית לשקול שיקולי ESG במסגרת החלטות ההשקעה. בארצות הברית מחלוקת זו מעוררת כאמור עניין רב.

בשנת 2020, במהלך תקופת נשיאותו של דונלד טראמפ, פרסם משרד העבודה האמריקני (DOL) הנחיה הנוגעת לקרנות פנסיה החוסות תחת הרגולציה של חוק הבטחת הכנסה לפנסיה של עובדים (או בקיצור ERISA).¹⁶⁷ לפי הנחיה זו, על הגוף המוסדי לקבל החלטות על השקעות ועל מסלולי השקעות כאשר הוא מתבסס בלעדית על שיקולים פיננסיים הרלוונטיים

163 ראו Scott Hirst, Kobi Kastiel & Tamar Kricheli-Katz, *How Much Do Investors Care About Social Responsibility?*, 2023 Wis. L. Rev. 977

164 ראו Schanzenbach & Sitkoff, לעיל ה"ש 4, בעמ' 397.

165 ראו גם דיון להלן בפרק ד.2.

166 ראו לעיל טקסט לאחר ה"ש 118.

167 Employee Retirement Income Security Act of 1974, tit. I, 29 U.S.C. §§ 1001–1191d

לערך הכלכלי של השקעה מסוימת, ובהינתן הסיכון הגלום בה.¹⁶⁸ העמדה הפרשנית שהוצגה שם טענה, שאמונאים החוסים תחת הרגולציה של ERISA אינם רשאים להכפיף תשואות או להגדיל סיכונים בשל שיקולים שאינם ממוניים.¹⁶⁹ אלא שצו מנהלי שהוציא ממשל בידן בשנת 2021¹⁷⁰ הורה ל-DOL לבחון הנחיה זו מחדש. בהמשך להנחיה זו פרסם ה-DOL קריאה נוספת לציבור להגיש התייחסות לשאלה אם ראוי כי ה-DOL תשהה, תשנה או תבטל את הנחיותיה הקודמות, ותבהיר כי אמונאים יכולים לשקול שיקולים הנוגעים למשבר האקלים כמו גם שיקולי ESG אחרים בעת שהם מקבלים החלטות על השקעה כמו גם בעת מימוש זכויותיהם של בעלי המניות.¹⁷¹

אם כך, עמדת הרגולטור האמריקני טרם התגבשה סופית, וניכר שהפרשנויות השונות של הדין אינן חסינות מהשפעה פוליטית. בהמשך למחלוקת הפוליטית, מאמר משפיע שפורסם בנושא טוען שדיני האמונאות – בפרט בגרסתם האמריקנית תחת ERISA – אוסרים על גופים מוסדיים להתחשב בשיקולי ESG אתיים ומגבילים מאוד את יכולתם להתחשב בשיקולי ESG כלכליים.¹⁷² ראשית, נטען שמבחינה דוקטרינרית הפרשנות העדכנית של בית המשפט העליון האמריקני לחובת האמון אוסרת על התחשבות בשיקולי ESG אתיים בעת קבלת החלטה על השקעה, בעוד שחובת הזהירות מאפשרת להתחשב בשיקולי ESG כלכליים בלבד, וגם זאת בצורה מוגבלת. שנית, נטען שזוהי העמדה הרצויה מבחינה נורמטיבית. בסעיפים הבאים אסקור את שני רובדי הטיעון שבמאמר, אף שפרשנות זו של הדין האמריקני, גם לו הייתה נכונה, אינה מחייבת כמוכן את בתי המשפט הישראליים.

Financial Factors in Selecting Plan Investments (Nov. 13, 2020), 85 Fed. Reg. 72,846 168
(to be codified at 29 C.F.R. pts. 2509, 2550).

שם, בעמ' 72847. כן ראו הנחיה נוספת, Fiduciary Duties Regarding Proxy Voting and Shareholder Rights (Dec. 16, 2020), 85 Fed. Reg. 81,658 (to be codified at 29 C.F.R. pts. 2509, 2550) 169

.Exec. Order No. 14,030, 86 Fed. Reg. 27,967 (May 20, 2021) 170

Request for Information on Possible Agency Actions to Protect Life Savings and Pensions from Threats of Climate Related Financial Risk, 87 Fed. Reg. 8,289 (Feb. 14, 2022). יצויין כי מאז כתיבת מאמר זה אף פורסמה הנחיה עדכנית של ה-DOL, ראו Prudence and Loyalty in Selecting Plan Investments and Exercising Shareholder Rights (Jan. 30, 2023) 87 Fed. Reg. 73822 (to be codified at 29 C.F.R. pts. 2550) 171
בהרחבה כאן.

Schanzenbach & Sitkoff, לעיל ה"ש 4. המחברים עוסקים גם בשני סוגי נאמנויות נוספים. 172
באשר לקרנות נאמנות פרטיות, הם סבורים שהתחשבות בשיקולי ESG מטעמים אתיים היא הפרה של חובת האמון (שם, בעמ' 412). לצד זאת, המחברים מכירים בכך שגבולות שיקול הרעת של יוצר הנאמנות הם גם עניין למדיניות שיפוטית, בפרט לאור החקיקה במדינת דלאוור שכבר מתירה מפורשות קרנות המתחשבות בשיקולי ESG (שם, בעמ' 417). המחברים אף מתייחסים למקרה של קרנות צדקה (שאינן עומדות במוקד מאמר זה), ומסבירים כי ככל ש-ESG עולה בקנה אחד עם מטרותיה של הנאמנות, דיני האמונאות לא יופרו (שם, בעמ' 421-422).

(א) הטיעון הדוקטרינרי

באשר לחובת האמון, נטען שהיא מחייבת נאמנים לפעול בלעדית לטובת האינטרס של הנהנים ולמטרה הבלעדית של "providing benefits". על כן, לנאמנים אסור להיות מושפעים מכל אינטרס אחר של צד שלישי או ממוטיבציה שאינה נוגעת להגשמת מטרת הנאמנות. הטיעון הדוקטרינרי גורס, שבית המשפט העליון האמריקני קבע שאת המונח "providing benefits" יש לפרש כך שהמטרה הבלעדית של חובת האמון תחת ERISA היא לספק "תועלת כלכלית" לנהנים – הם החוסכים לפנסיה.¹⁷³ מכך המחברים מסיקים, כי נאמן על קרן פנסיה מפר את חובת האמון שלו בכל מקרה שבו הוא פועל לטובת אינטרס כלשהו מלבד הרצון להביא לתועלת כלכלית עבור הנהנים.¹⁷⁴ על כן התחשבות בשיקולי ESG אתיים אסורה על פי דיני האמונות. אלא שעיון בפסק הדין בעניין Dudenhofer על המסקנה שאליה הגיעו המחברים רחוקה מלשקף את מה שנאמר בו. פסק הדין עסק במקרה ייחודי של קרנות פנסיה המשקיעות בעיקר במניות החברה שבה מועסקים החוסכים, הידועות כ- Employee Stock Ownership Plan (ESOP). במרכזו עמדה השאלה אם נאמנים של קרנות פנסיה אלו זכאים להגנה הידועה כ- presumption of prudence בעת שהם מקבלים החלטה לרכוש את מניות המעביד. לפי הגנה זו יחול רף ראיות גבוה יותר על נהנה הטוען להפרת חובת הזהירות של נאמן שרכש מניות של המעביד; כך למשל, יהיה עליו להראות שהמעסיק היה על סף פשיטת רגל. בית המשפט העליון הפך את קביעת הערכאה הקודמת וקבע שאין מקום להחיל חזקה זו, וכי נאמנים של קרנות ESOP כפופים לאותו סטנדרט של ביקורת שיפוטית החל על נאמנים אחרים כאשר מופנית כלפיהם טענה על הפרת חובת הזהירות.¹⁷⁵

קשה לראות כיצד אפשר להסיק מקביעה זו מסקנות נחרצות על מהותה של חובת האמון של נאמני קרנות פנסיה באופן כללי. ראשית, בית המשפט העליון הדגיש בפתח דבריו כי על אף שהועלו גם טענות על הפרת חובת אמון, הבחינה בפסק הדין תוגבל לטענות על הפרת חובת הזהירות.¹⁷⁶ לפיכך היה ראוי להימנע מלבסס על פסק הדין טענות פרשניות באשר לתוכנה של חובת אמון ולו מטעם זה בלבד. שנית, גם לגוף הקביעות בפסק הדין, השאלה אם נאמן מורשה לשקול שיקולים שאינם פיננסיים נדונה בידי בית המשפט בהקשר ספציפי, שספק רב אם ניתן לבסס עליו מסקנות נרחבות יותר. על קרנות ESOP חל חריג ייחודי, שלפיו חובת הזהירות של הנאמנים אינה כוללת מחויבות לגיוון הפורטפוליו של ההשקעות (לאור המבנה הייחודי של קרנות אלו, המבוסס כאמור על השקעה במניותיו של המעביד). הנאמנים טענו שלאור חריג זה, ראוי לאפשר להם ליהנות מחזקה ולפיה אם השקיעו במניות המעביד, הרי בהכרח שלא הופרה חובת הזהירות שלהם.¹⁷⁷ הטעם לכך הוא בין היתר משום שבעוד שקרנות פנסיה רגילות מבקשות למקסם את החיסכון הפנסיוני, תוך

173 שם, בעמ' 403.

174 שם, בעמ' 404.

175 Fifth Third Bancorp v. Dudenhofer, 134 S. Ct. 2459, 2463 (2014)

176 שם, בעמ' 2464.

177 שם, בעמ' 2467.

הימנעות מסיכונים מוגזמים, קרנות ESOP מבקשות גם לקדם את הבעלות של העובדים בחברה במניות המעביד.¹⁷⁸

בהקשר ספציפי זה הסביר בית המשפט העליון שככלל יש להבין את חובת הזהירות כחובה שעניינה הפקת רווחים פיננסיים ולא רווחים שאינם ממוניים.¹⁷⁹ לכן, אף שביט המשפט הסכים עם טענת הנאמנים שלפיה בחקיקה זו ביקש הקונגרס להגשים גם תכליות שאינן נוגעות לביטחון הפיננסי של הנהנים, הוא סבר שהמטרה הלא-ממונית אינה מצדיקה לפטור מראש את הנאמנים מחובת הזהירות.¹⁸⁰ הדיון כולו עסק בשאלה אם מוצדק לאפשר לנאמנים ליהנות מחזקה המניחה שהם נהגו בזהירות, ולא בשאלה איזו התנהגות תיחשב להתנהגות שאינה זהירה. לכן שגוי להסיק מהתייחסות זו לחובת הזהירות מסקנה נרחבת יותר, שלפיה הדרישה לפעול לטובת הנהנים משמעותה חובה למקסם את טובתם הכלכלית בלבד. בפרט לא ברור, כיצד ניתן להסיק מכך שהתחשבות אתית בשיקולי ESG היא בהכרח הפרה של חובת האמון, שבה בית המשפט כלל לא דן.¹⁸¹ עוד נטען, כי גם כאשר הנאמן שוקל שיקולים אתיים כשיקול "שובר שוויון" בין שתי השקעות זהות בערכן הכלכלי, יהיה בכך משום הפרה של חובת האמון.¹⁸² גם בעניין זה לא ברור כיצד הקביעות בפסק הדין מובילות למסקנה זו.

באשר לחובת הזהירות, חובה זו מחייבת את הנאמן לפעול כ"משקיע זהיר". עקרונית, התנהגות הנאמן תיבחן לא בנוגע להחלטת השקעה נקודתית, אלא בהתאם ליחס שבין הסיכון והתשואות בפורטפוליו ולשאלה אם היא מתאימה באופן סביר לנאמנות הספציפית. נאמנים רשאים לנקוט אסטרטגיית השקעות פעילה, ולבחור בין אפשרויות השקעה שונות.¹⁸³ לצד זאת על הנאמן לשקול את העלויות של מדיניות ההשקעות האקטיבית. כמו כן עליו לשקול את ההשפעה של אסטרטגיה זו על גיוון הפורטפוליו.¹⁸⁴ זוהי חובה מתמשכת, שלפיה הנאמן נדרש לפקח פיקוח שוטף על תיק ההשקעות.¹⁸⁵ באשר לשיקולי ESG, אין חולק שישנן ראיות המצביעות על קשר בין שיקולים חברתיים או סביבתיים ובין ביצועים פיננסיים, וראיות חזקות יותר לקשר בין איכות הממשל התאגידי וערך החברה.¹⁸⁶ מנקודת המבט המשפטית, אם כן, הנקודה המשמעותית היא שבעת השקעה על בסיס שיקולי ESG, כמו בעת כל השקעה אקטיבית אחרת, הנאמן אינו יכול להתרשל ועליו לתעד ולנמק את

178 שם, בעמ' 2468.

179 שם.

180 שם, בעמ' 2469.

181 Schanzenbach & Sitkoff, לעיל ה"ש 4, בעמ' 405.

182 שם, בעמ' 409.

183 שם, בעמ' 427.

184 התאוריה הכלכלית המרכזית שעוסקת בכך, Modern Portfolio Theory, גורסת כי סיכונים מהשקעות מסוימות מאוזנים באמצעות סיכונים מהשקעות אחרות. מילת המפתח היא diversification, שכן שבאמצעות הגיוון, גם השקעה שהסיכון בה גבוה מאוד תיצור פרופיל סיכון מאוזן. בהתאם לכך, העמידה בסטנדרט הזהירות של הנאמן תיבחן לפי הפורטפוליו הכללי של ההשקעה ולא לפי השקעה בודדת, ראו PENNER, לעיל ה"ש 79, בעמ' 291-292.

185 ראו Schanzenbach & Sitkoff, לעיל ה"ש 4, בעמ' 428-429.

186 שם, בעמ' 436.

החלטותיו. על כן, הוא אינו יכול לקבל החלטה רק על בסיס העובדה שחברה מסוימת טוענת שהיא מקדמת ערכי ESG. עם זאת אין כל מניעה משפטית להתחשב בשיקולים אלו, כל עוד החלטותיו של הנאמן יתבססו על מידע מתאים ויעמדו בדרישה שמדיניות ההשקעות תתאים למבנה הנאמנות ולסוגה.

עיקר הדיון הוא לפיכך חוץ-משפטי, והוא אינו נוגע לסטנדרט החל על נאמנים (שכאמור אינו אוסר על מדיניות השקעות אקטיבית, בפרט תוך שימוש במדדי ESG) אלא על אופן יישומו הראוי, בהתבסס על טיעונים כלכליים. לפי עמדת הכותבים, כדי שמדיניות השקעות אקטיבית (בין היא מבוססת על שיקולי ESG ובין אם היא מבוססת על פקטורים אחרים) תהיה רווחית נדרש שהפקטורים שעל בסיסם מתבצעת ההשקעה לא ישתקפו במחיר השוק.¹⁸⁷ בהתאם לכך, הספרות התומכת בהתחשבות בשיקולי ESG הסתמכה הן על כתיבה תאורטית כללית (המצביעה על מגבלות התאוריה של יעילות השוק ועל יכולת להרוויח מכך) והן על טענה קונקרטית, שלפיה לאור תכלית המדדים הם עשויים לסייע בזיהוי סיכונים שאינם מתומחרים כראוי בידי השוק.¹⁸⁸ מנגד, המחברים מדגישים את הקשיים המלווים כל מדיניות שאינה פסיבית.¹⁸⁹ הם מוסיפים, כי הראיות האמפיריות באשר לשיפור רווחיות באמצעות מדדי ESG הן מוגבלות.¹⁹⁰ הכותבים דנים גם באפשרות ההפוכה, של החלטה מטעם הנאמן לנסות לגזור רווחים מהערכת יתר של חשיבותם של מדדי ESG לשווי החברה, ומסיקים שגם זו מדיניות לגיטימית.¹⁹¹

לבסוף, המחברים בוחנים אם ניתן להתחשב בשיקולי ESG באמצעות פעילות אקטיבית של המשקיע המוסדי.¹⁹² לצד יכולתו להשפיע על מדיניות החברה, אקטיביזם מלווה בעלויות לבעלי המניות.¹⁹³ המחברים מציינים שהראיות על יכולתם של בעלי מניות אקטיביים, ובכללם משקיעים מוסדיים, לשפר את שווייה של החברה – מוגבלות.¹⁹⁴ לכן, לטענת המחברים, חובת הזהירות משמעה שפעילות אקטיבית צריכה להיעשות לא מטעמים אתיים, אלא רק אם ההצבעה צפויה להשפיע על ערך ההשקעה ורק כל עוד עלויות ההצבעה מצדיקות זאת. עמדה שכזו מטילה נטל כבד על משקיעים מוסדיים שיבקשו לפעול בצורה אקטיבית בשוק בהתאם לסוגיות ESG, לאור אי-הוודאות המלווה בשיקולים הצופים פני עתיד. סיכומו של דבר, נראה שבטיעונים הדוקטרינריים, ככל שהיה אפשר לגזור מהם מסקנות לגבי המצב בישראל, אין ממש.

187 שם, בעמ' 437.

188 שם, בעמ' 437-438.

189 ואלו הם הקשיים: ראשית, הקושי בגזירת רווחים מהשקעות אקטיביות; שנית, הקושי בהערכת סיכונים, ובפרט את העלויות של הפחתת גיוון הפורטפוליו; שלישית, ההוצאות הנגזרות ממדיניות אקטיבית; ורביעית, החשש שגם אם מדיניות זו תהיה תחילה רווחית, השוק צפוי להתאים את עצמו במהרה. ראו שם, בעמ' 442.

190 שם, בעמ' 441.

191 שם, בעמ' 442.

192 שם, בעמ' 444-446.

193 ראו לעיל ה"ש 57.

194 Schanzenbach & Sitkoff, לעיל ה"ש 4, בעמ' 447.

(ב) הטיעון הנורמטיבי

מעבר לטענות הדוקטרינריות באשר למצב החוקי שבארצות הברית, המחברים מבקשים גם להגן על פרשנות משפטית זו בנימוקים נורמטיביים. כאשר לחובת הזהירות, הביקורת הפנתה לקושי בגזירת רוחחים ממדיניות השקעות אקטיבית. כלומר, המחברים מציינים שמבחינה נורמטיבית יש קושי ממשי לוודא שמדיניות השקעות אקטיבית המבוססת על שיקולי ESG תוביל לתועלת כלכלית. הקושי בקו טיעון זה הוא, שלא ברור מדוע ראוי להבחין בין שיקולי ESG (גם אם מאחוריהם עומדת בין היתר מוטיבציה אתית) ובין כל מקרה אחר שבו גופים מוסדיים בוחרים לנקוט מדיניות השקעות אקטיבית. מבחינה נורמטיבית, אם אכן השקעות אקטיביות אינן רצויות, עמדה המחברים הייתה צריכה להיות שנאמנים – ומשקיעים מוסדיים בפרט – כלל אינם צריכים להשקיע בצורה אקטיבית. אלא שהמחברים גורסים, שהמסקנה המתבקשת מאי-הוודאות הכלכלית בנוגע לשיקולי ESG היא שנאמנים רשאים גם להתעלם משיקולים אלו או לבחור במדיניות השקעה פסיבית. במילים אחרות, עיקר התנגדותם הנורמטיבית להתחשבות בשיקולי ESG אתיים אינה מבוססת על הנחה כי התחשבות שכזו היא בהכרח חסרת זהירות, אלא היא ממוקדת בטענה שהתחשבות שכזו מפירה את חובת האמון. בכל הנוגע לחובת האמון המחברים טוענים כי לא זו בלבד שהדין מחייב זאת, אלא שראוי שנאמנים ישקלו אך ורק את טובתם הפיננסית של הנהנים, בנימוק המרכזי ולפיו תכלית החקיקה היא "paternalistic public policy". לדבריהם, תכלית זו אשר באה לידי ביטוי גם בהטבות המס הגדולות המוענקות לחוסכים לפנסיה, של הגנה על הביטחון הפיננסי של עובדים שפרשו מפני בזבוז והחלטות השקעה שגויות, תוך הימנעות מהעלויות של שכלול העדפותיהם הספציפיות של הנהנים, מצדיקה לחייב את הנאמנים להתמקד בשיקולים פיננסיים.¹⁹⁵ אפנה כעת ליישם את הדיון על המשפט הישראלי, ואגיב על טיעונים אלו (ובפרט הטיעונים בדבר התכלית הפטרנליסטית שיידונו תחת הכותרת "כפיית ערכים אתיים"), כמו גם על טענות אפשריות אחרות שהמחברים אינם מזכירים במאמרם.

ד. המצב המשפטי בישראל

בפרק זה אבחן אם קידום מדיניות השקעות חברתית בידי גופים מוסדיים באמצעות שיקולי ESG מחייב שינויים בדין הקיים בישראל. בהמשך אסביר מדוע הן מבחינת חובת האמון והן מבחינת חובת הזהירות המשפט הישראלי אינו אוסר על התחשבות בשיקולי ESG, אף אם המוטיבציה מאחורי זאת היא גם מוטיבציה אתית. לאחר מכן אבהיר מדוע מבחינה נורמטיבית זהו גם המצב הרצוי.

1. המצב המצוי

השאלה הראשונה, בדבר המצב המשפטי המצוי, נוגעת לפרשנותה של חובת האמון, כלומר לדרישה שהגוף המוסדי יפעל לטובתם של הנהנים בעת קבלת החלטותיו. מאחר שמדובר בנאמנות הנוצרת לא רק על בסיס חוזה אלא גם על פי הדין, כדי להבין מהי "טובתם" של הנהנים במקרים אלו יש לחשוב תחילה מהן מטרותיה של החקיקה המסדירה

מערכות יחסים אלו. על פניו תכליתה של מערכת היחסים ברורה: המשקיע או החוסך, שאינו מומחה בשוק ההון, מעביר את נכסיו הפיננסיים לשליטתו של הגוף המוסדי על מנת שהוא ינהל את הכספים עבורו. בהתאם לתכלית זו, קשה לחלוק על כך שבעת קבלת החלטות בדבר השקעת כספי הנהנים המשקיע המוסדי מחויב להתחשב בשיקולים הנוגעים לתועלת הפיננסית שהנהנים צפויים להפיק מכך. לצד זאת, ניתן לאתר מטרות ספציפיות יותר הנוגעות למטרת ההשקעה או החיסכון. על אף שההבחנה אינה דיכוטומית,¹⁹⁶ גופים פנסיוניים מבקשים ככלל להבטיח את רווחת החוסכים לעת זקנה, ואילו קרנות השקעות פרטיות משמשות כלי להפקת רווחים מהכנסות פנויות.¹⁹⁷

כאשר מערכת היחסים נוגעת לחיסכון הפנסיוני, המטרה אינה רק להעביר את כספיו של הנהנה (שאינו בקיא בשוק ההון) לניהולו של אחר במטרה להשיא רווחים. לפני הכול יש לזכור, כי לא רק הגשמת האינטרס של החוסך הבודד עומדת בבסיסו של מוסד זה, שכן הרגולציה על גופים פנסיוניים נועדה לשרת גם מטרות ציבוריות.¹⁹⁸ בהתאם לכך, בניגוד לקרן נאמנות פרטית, החיסכון לפנסיה אינו וולונטרי אלא אובליגטורי. המטרה היא אומנם להיטיב עם העובדים ולהבטיח את עתידם לעת זקנה, אולם המחוקק מחייב אותם לחסוך ואינו מותר להם שיקול דעת לבחור אם הם מעוניינים לעשות כן.¹⁹⁹ כך, בהתייחסו לחקיקה שחייבה את המעסיקים בישראל להפריש תשלומים לטובת ביטוח הפנסיה ציין בית המשפט העליון, כי "חיסכון זה מהווה מקור עיקרי של פרנסה לאחר גיל פרישה. מצב שבו אין לפרט חיסכון פנסיוני – עלול להביא אותו למעגל העוני לאחר הפרישה מהעבודה ולהשית את נטל הטיפול בו על כתפי הציבור. בני משפחתו של העובד והתלוויים בו מבחינה כלכלית עלולים אף הם להיפגע בשל היעדרו של ביטוח פנסיוני". מובן שהחיסכון הפנסיוני עצמו נועד לשרת את טובתו של הפרט. לצד זאת, ההסדרה הרגולטורית של התחום שמה לנגד עיניה גם שיקולים של רווחה מצרפית. כפי שבית המשפט הוסיף והדגיש, נוכח התכלית הסוציאלית ביסוד פעילותן של קרנות הפנסיה והאינטרס הציבורי בהבטחת קיום הולם, ישנה חשיבות רבה לרגולציה פעילה והדוקה בשוק הפנסיוני.²⁰⁰ אף רשות שוק ההון רואה בתפקידה תפקיד שנועד לקדם את האינטרס הציבורי, מעבר לקידום האינטרס של כל אחד ואחת מהחוסכים.²⁰¹ כלומר, עיצוב החקיקה מונחה ממטרה ציבורית של הבטחת רווחה בעת פרישה, ולא רק מן ההיבטים הפרטיים של החיסכון; משכך, הכרעה בשאלה מה ייחשב

196 ראו לעיל ה"ש 16.

197 באשר לנאמנות לטובת מטרה ציבורית, ראו לעיל ה"ש 172. בישראל הסוגיה מוסדרת בפרק ב לחוק הנאמנות, ובפרט בתק' 2(ה) לתקנות הנאמנות (דרכי השקעת כספי הקדש ציבורי), התשס"ד-2004, אשר קובעת כי "דרך ההשקעה תיבחר לפי צורכי הנהנים וטובתם, מטרת ההקדש הציבורי, בהתחשב בשינויים שיחולו מזמן לזמן, ובכפוף לתנאי ההקדש הציבורי". משכך, בכל הנוגע להתחשבות בשיקולי ESG בידי נאמנים של קרנות צדקה, השאלה מורכבת פחות.

198 עניין צולר, לעיל ה"ש 13, בפס' 29.

199 סולומון וויצמן, לעיל ה"ש 13, בעמ' 327-328.

200 עניין צולר, לעיל ה"ש 13, בפס' 35 (ההדגשה הוספה).

201 ראו לעיל ה"ש 22.

כפעולה ל"רווחת החוסך" אינה רק הכרעה פרטית, אלא היא קביעה בנוגע למה ייחשב כמדיניות ציבורית ראויה.

כך למשל, פן אחד של המאפיינים הציבוריים מתבטא באלמנט הערכות ההדדית. בניגוד לחברת ביטוח, קרן הפנסיה משלמת את הקצבאות המגיעות למבוטחים מתוך הכספים שלהם עצמם, כספים שהמבוטחים והמעסיקים מפרישים ממשכורתם מדי חודש. לצד זאת, אם מתרחש אירוע ביטוחי, המבוטח יקבל את המגיע לו מהקרן – מהקופה הכללית – לפי התקנות אשר בתוקף אותה שעה, ללא קשר לשאלה כמה הפריש הוא או מעסיקו לקופת קרן הפנסיה. הביטוח בקרנות הפנסיה הוא שיתופי, והכספים המופרשים היום יקבעו את מצבם של מי שהיו מבוטחים במשך תקופה ארוכה בעבר כמו גם את מצב המבוטחים של מחר.²⁰² עקרונות אלו של ערכות הדדית ושל שוויון, כמו "הצטברות ההשקעה של המבוטחים השונים יחדיו" יוצרת "את הביטחון כי כל מבוטח יזכה בכוא העת לקבל גמלה".²⁰³ ודוק, בעניין פורום החוסכים לפנסיה בישראל ציין בית המשפט, כי "יש היגיון לתמרץ את הציבור לבחור במודל חיסכון של ערכות הדדית, אשר על אף חסרונותיו, הוא מצמצם את עלויות הביטוח באופן ניכר וכתוצאה מכך מגדיל את הקצבה שמקבל העמית בגיל פרישה".²⁰⁴ אינני מבקשת לחלוק על כך שגם הפרטים עשויים להפיק תועלת בעקבות הסדרה משפטית זו. הנקודה החשובה לענייננו היא, כי קיומו של ביטוח חובה הדדי מדגים שהשיקולים המנחים את עיצוב החקיקה אינם מתמצים בהיבטים הפרטיים של החיסכון, אלא שגם שיקולים של רווחת הציבור, של שוויון ושל ערכות הדדית נשקלו בידי המחוקק.

חשיבותו הציבורית של מוסד זה אף משליכה על שיקול הדעת הנתון למדינה בעת עיצוב הרגולציה. דוגמה לכך מצויה בפסיקה שעסקה בשאלה של תמיכת המדינה בחסכונות הפנסיה של התושבים באמצעות אגרות חוב מיועדות.²⁰⁵ הפסיקה הגיעה בעקבות עתירה שבה נטען שעל המדינה להקצות אג"ח מיועדות לא רק עבור קרנות הפנסיה, אלא גם עבור קופות הגמל ותוכניות "ביטוח מנהלים". בעתירה גם נתקפו התקנות שהגדירו את אופן זקיפת התשואה מאג"ח מיועדות, באופן שהעניק עדיפות לחוסכים מבוגרים.²⁰⁶ העותרים ביקרו מדיניות זו, וטענו שהסובסידיה שהמדינה מעניקה לחלק מהחוסכים אינה ראויה. בית המשפט הסביר כי "נושא החיסכון הפנסיוני הוא נושא חשוב ביותר, הן ברמה הלאומית הן ברמה האישית", והוסיף כי נושא זה "מהווה את אחת הסוגיות הכלכליות החשובות ביותר גם מבחינת מדיניות ציבורית".²⁰⁷ בית המשפט עמד על ההבדלים שבין המכשירים הפנסיוניים השונים, והסיק שאין עילה להתערבותו בהסדרים שקבע המחוקק ובמדיניות הכלכלית שהתווה. לעמדתו,

202 בג"ץ 2010/90 התאחדות חברות לביטוח חיים בע"מ נ' ממשלת ישראל, פ"ד מה(1) 405, 413 (1990).

203 עניין צולר, לעיל ה"ש 13, בפס' 30.

204 בג"ץ 6925/14 פורום החוסכים לפנסיה בישראל נ' שר האוצר, פס' 1 (נבו 24.12.2017).

205 אגרות חוב מיועדות הן אגרות חוב שהנפיקה הממשלה עבור קרנות הפנסיה – תוך מתן התחייבות לריבית שנתית קבועה – אשר לא היה אפשר לסחור בהן בכורסה. תכליתן הייתה להבטיח תשואה קבועה ולהעניק לחוסכים בפנסיה יציבות וביטחון. רפורמה מקיפה שערך משרד האוצר הובילה לכך שהחל מחודש אוקטובר 2022 בוטל מנגנון זה והוחלף במנגנון אחר.

206 עניין פורום החוסכים לפנסיה בישראל, לעיל ה"ש 204, בפס' 18.

207 שם, בפס' 2.

העדפתה של המדינה לחיסכון פנסיוני באמצעות קרנות הפנסיה, אשר באה לידי ביטוי במתן הסובסידיה הנדונה, היא סבירה, לאור שיקולים ציבוריים כגון היתרון של המדינה בכך שתושביה יהיו מבוטחים בביטוח פנסיוני או הזכויות שחיסכון זה מעניק לשארים.²⁰⁸ לפיכך נקבע, כי הפגיעה בשוויון בנסיבות אלו מצויה במסגרת שיקול הדעת של המדינה. מובן שהצבעה על תכליותיו הציבוריות והסוציאליות של החיסכון הפנסיוני אינה שוללת את תכליתו הראשונית והעיקרית, שהיא להבטיח כי כספי החוסכים ינוהלו באופן שיבטיח את עתידם הכלכלי בעת הפרישה. כפי שהבהיר בית המשפט העליון, מטרת ייסודן של קרנות הפנסיה הייתה להבטיח כי עובד שפרש "יזכה לחיות ברמת חיים שאינה נופלת באופן קיצוני מרמת החיים שניהל לפני שפרש".²⁰⁹ אולם ניתן לטעון שרמת החיים של החוסך היא מונח מורכב, שאינו מתמצה בשיקולים פיננסיים, בפרט מאחר שהמחוקק נמנע מלקבוע מפורשות שהחלטות על השקעות כפופות לשיקולים פיננסיים בלבד. נוסח הסעיף שכותרתו "חובת נאמנות" מציין, כי משקיע מוסדי (או מי שעוסק מטעמו בניהול כספי החוסכים) ישקול בבואו להחליט על השקעות "בין השאר את אלה", והוא ומונה שיקולים שונים שהמשקיע המוסדי יכול לשקול (דוגמת תזרים המזומנים הצפוי במשקיע המוסדי או אפשרויות השקעה חלופיות).²¹⁰ מאחר שהיה אפשר בקלות להבהיר שהשיקול היחיד צריך להיות מקסום רווחים פיננסיים ובהינתן שאין מדובר ברשימה סגורה, אין כל סיבה להניח – כפי שנטען (באופן שגוי) בהקשר האמריקני – שהמונח "טובתם" של הנהנים נוגע לשיקולים פיננסיים בלבד.

בהקשר זה אפשר גם להזכיר את ההבחנה שהוזכרה מוקדם יותר – בין מנהלי קרן נאמנות וגופים פנסיוניים. נוסח חובת האמון של מנהל קרן קובע שעליו למלא את תפקידו ולהשתמש בסמכויותיו "לטובת בעלי היחידות בלבד", בעוד שהמילה "בלבד" הושמטה מנוסח חובת האמון של הגופים הפנסיוניים.²¹¹ ניתן לראות בשוני לשוני זה ראייה נוספת לכך שבכל הנוגע לגופים פנסיוניים, המחוקק הכיר באפשרות להתחשב גם באינטרסים החורגים מהאינטרס הפיננסי של החוסכים במובנו הצר. למעשה, הדבר אינו מפתיע בהינתן שהמחוקק מאפשר להציע מסלולי חיסכון המבוססים גם על שיקולים שאינם פיננסיים כלל וכלל, כגון "מסלול הלכה". לבסוף אעיר, שאף תכליתו ההיסטורית של מוסד הנאמנות אין משמעה שהפרשנות היחידה היא קידום תכליות פיננסיות, ומאז ומתמיד שימשו דיני הנאמנות להקדשת כספים למטרות מגוונות בהתאם לשיקול דעתו של יוצר הנאמנות. לאור כל האמור לעיל, עמדה שלפיה טובתם של החוסכים מוגדרת באמצעות תועלת פיננסית ישירה – ובאמצעותה בלבד – אינה מתבקשת מהפרשנות הנוכחית של הדין. התכלית הפטרנליסטית של הבטחת עתידם של החוסכים אינה מעידה על התמקדות מוחלטת בקידום שיקולים פיננסיים, אלא בבסיסה עומדות גם מטרות חברתיות.

208 שם, בפס' 18.

209 עניין צולר, לעיל ה"ש 13, בפס' 29.

210 תק' 7 לתקנות קופות גמל (כללי השקעה) (ההדגשה הוספה).

211 ס' 74 לחוק השקעות משותפות.

היבט חשוב נוסף שיש לשקול בעת פרשנות חובת האמון נוגע לתפקידם של הגופים המוסדיים בשוק ההון.²¹² הדין הישראלי רואה בגופים המוסדיים שחקנים חשובים בשוק ההון, את "שומרי הסף"²¹³ – בעלי תפקיד משמעותי לקידום פעילותו התקינה. פרשנות דווקנית של חובת האמון, שלפיה פעולתה ל"טובתם" של הנהנים מוגבלת לתועלת פיננסית בדמות גובה התשואות על כספם, שוללת למעשה כל צורה של אקטיביזם מוסדי אם אי-אפשר להוכיח רווח ישיר בעקבותיו.²¹⁴ כך למשל, לפי פרשנות שכזו מעורבות של משקיע מוסדי בהצבעה שנוגעת לגיוון בדיקטוריון של חברה מסוימת, אשר אינה משפיעה ישירות על הערכת הסיכונים של החברה או על התשואות הצפויות והנושאת בחובה עלויות, תיחשב לניצול אסור של משאביו. כלומר, פרשנות נוקשה של חובת האמון גורמת להגבלה משמעותית על יכולתם של גופים מוסדיים לפעול אקטיבית, בין אם לאור שיקולי ESG ובין אם לאור שיקולים אחרים.²¹⁵ מבחינת הדין הקיים, פרשנות שכזו ודאי שאינה משקפת את עמדתו של המחוקק הישראלי, וגם בהיבט זה קשה לקבלה.

תכליתה של חובת האמון היא למנוע מצב שבו האמונאי מנצל את תפקידו ואת כוחו לקידום ענייניו האישיים, חלף פעולתה לטובתו של הנהנה. השיקולים הפיננסיים הם בוודאי שיקול מרכזי במסגרת הקביעה אם פעולה מסוימת אכן הייתה לטובת הנהנים. עם זאת הנימוקים שהוצגו מבהירים, כי למצער מהבחינה הדוקטרינרית אין בסיס לקביעה שטובת הנהנים מוגדרת אך ורק באמצעות האינטרס הפיננסי הישיר של תשואה על החיסכון. ניתן בהחלט לטעון כי צרכיו של החוסך הפרטי אינם מתמצים בהכרח בהיבטים פיננסיים, אלא ש"טובתו" יכולה לבוא לידי ביטוי גם בקידום מטרות אחרות. לענייננו, המשמעות היא שאין כל סיבה להניח שהתחשבות בשיקולי ESG, גם אם היא מבוססת על מוטיבציה אתית, סותרת בהכרח את חובת האמון של הגוף המוסדי. לפיכך, על מנת להתחשב בשיקולים אלו לא נדרש להוכיח בהכרח את השלכותיהם הפיננסיות המיידיות על התשואה הצפויה לכספי החוסכים, משימה שכאמור אינה פשוטה כלל.

212 לכתיבה הרואה במשקיעים המוסדיים את מי שתפקידם לא רק להפיק רווחים היום אלא ליצור שוק טוב יותר למחר, ראו Edward J. Waitzer & Douglas Sarro, *Pension Fiduciaries and Public Responsibilities: Emerging Themes in the Law*, 6 ROTMAN INT'L J. PENSION MGMT. 28 (2013).

213 ראו דיון במסקנות ועדת גושן, לעיל בטקסט שלאחר ה"ש 52.

214 ראו דיון בהנחיה שפורסמה בידי ה"דול, DOL, *Fiduciary Duties Regarding Proxy Voting and Shareholder Rights*, לעיל ה"ש 169, שכאמור מעמדה המשפטי טרם הוכרע, שם נטען בין היתר כי "Proxy rights should be exercised only for financial matters that will help secure the retirement of plan participants... When fiduciaries exercise proxy rights for non-financial reasons they are more likely to incur additional, unnecessary risks for investors that may not produce corresponding economic value"

215 בפרט, בהינתן שהפרת החובה עשויה להטיל על הגוף המוסדי אחריות לפצות את הנהנים על הפסדים שניתן לייחס לאותה הפרה, ראו B. J. Richardson, *Do the Fiduciary Duties of Pension Funds Hinder Socially Responsible Investment?*, 22 BANKING & FIN. L. REV. 145, 147 (2007).

באשר לחובת הזהירות, גם בישראל חובה זו מחייבת את הנאמן לפעול כ"משקיע זהיר", וקבלת החלטותיו תיבחן בחינה רוחבית. תחת חובת הזהירות בית המשפט אינו בוחן אם החלטת המשקיע הייתה מעורבת בשיקולים זרים (סוגיה שבה עוסקת חובת האמון). המוקד הוא בשאלה אם תהליך קבלת ההחלטות בידי האמונאי היה תקין ולא רשלני.²¹⁶ במסגרת הדיון בהיקף שיקול הדעת הנתון למנהלי קרנות פנסיה היו מי שטענו שמדובר ב"שיקול דעת משמורני" בלבד, אשר מטרתו לשמור על הנכסים ועל הזכויות של החוסכים ותו לא.²¹⁷ בביקורת על כך נטען, כי בימינו פעילותם של נושאי משרה המנהלים מוצרים פנסיוניים כרוכה גם היא בהפעלת שיקול דעת עסקי, והודגש כי השמירה על זכויות החוסכים אינה משימה בעלת אופי סולידי, אלא היא מחייבת יצירתיות ונטילת סיכונים עסקיים; גורם ההשפעה העיקרי על החיסכון של הפקדות החוסכים לפי טיעון זה הוא התשואה שהניבה ההשקעה של הגוף המוסדי. לפיכך נטען, שראוי להחיל את כלל שיקול הדעת העסקי גם על גופים אלו.²¹⁸

הכרעה במחלוקת זו אינה הכרחית לצרכינו. די לציין שלצד שיקול הדעת הנתון להם בעת קבלת החלטות על השקעה בצורה אקטיבית גופים אלו כפופים לכללי השקעה מפורטים מאוד, המכוונים את דרך קבלת ההחלטות שלהם. כללים אלו מנחים את הגוף המוסדי בין היתר כיצד לנהל נכסי אשראי, מתי עליו להכין אנליזה כתובה ולאשרה באמצעות ועדת ההשקעות, מהו התייעוד הנדרש, מתי עליו לפרסם הודעה בדבר מדיניות ההשקעות ועוד.²¹⁹ בכל הנוגע להתחשבות בשיקולי ESG, חוזר עדכני של רשות שוק ההון אשר נכנס לתוקף בחודש יולי 2022 התייחס לסוגיה מפורשות. החוזר קבע שבמסגרת מדיניות ההשקעה הכוללת שנקבעת בידי ועדת ההשקעות של משקיע מוסדי, תיקבע מדיניות באשר לשיקולי ESG הרלוונטיים לביצועי תיק ההשקעות והעשויים להשפיע עליהם. עוד נקבע שהגוף המוסדי רשאי להיעזר בשירותיו של נותן שירותים חיצוני, בכפוף לבחינת ניהודי העניינים.²²⁰ ההנחיה מתמקדת בשיקולי ESG כלכליים, ואינה עוסקת מפורשות בשאלת יכולתו של הגוף המוסדי לפעול ממניעים אתיים. עם זאת היא מלמדת שלא זו בלבד שהרגולטור הישראלי אינו סבור ששיקולי ESG סותרים את חובת הזהירות, אלא שלתפיסתו עמידה בחובה זו מחייבת שהגוף

216 לדיון מקיף בהבחנה שבין תכליתן של חובת האמון ושל חובת הזהירות בהקשר של דיני תאגידים, ראו עופר גרוסקופף ויפעת נפתלי בן ציון "תפשת מרובה לא תפשת", האומנם? על נורמות התנהגות, מנגנונים פרוצדורליים וביקורת שיפוטית בדיני תאגידים" ספר דנציגר 133 (לימור זר-גוטמן ועידו באום עורכים 2019).

217 עמיר ליכט "הפרוטוקולים של גימלאי ציון – חובת זהירות של מנהל קרן פנסיה" נקודה בסוף משפט (29.6.2015) - more-146 / <https://amirlicht.wordpress.com/2015/06/29/14/>

218 סולומון וויצמן, לעיל ה"ש 13, בעמ' 332-335.

219 רשות שוק ההון, ביטוח וחסכון "קודקס הרגולציה" פרק 4 – ניהול נכסי השקעה (20.7.2021) <https://www.gov.il/he/departments/guides/information-entities-codex>

220 רשות שוק ההון, ביטוח וחסכון "תיקון הוראות החוזר המאוחד – פרק 4 לשער 5 'ניהול נכסי השקעה' (שיקולי השקעה הנוגעים להיבטים סביבתיים, חברתיים והיבטי ממשל תאגידי ולסיכונים מתפתחים מהותיים) (בגון סיכוני סייבר וסיכונים טכנולוגיים)" (18.11.2021) <https://www.gov.il/BlobFolder/dynamiccollectorresultitem/notice-2021-9-13/he/chozer-2021-9-13-word.docx>

המוסדי למצער יתייחס לסוגיה. כפי שמפורט בדברי ההסבר להנחיה, לשיקולים אלו יכולה להיות השפעה מהותית על הביצועים בתיק ההשקעות. דברי ההסבר אף מציינים מפורשות כי הדברים מקבלים משנה תוקף כאשר לסיכונים הנובעים מהשפעות סביבתיות ומשינויי אקלים, אשר צפויים להפוך למשמעותיים יותר בשנים הקרובות.²²¹ לבסוף, מעניין להזכיר שהרשות לניירות ערך פרסמה רשימת מעשים ומחדלים המעידים על הפרת חובות אמון וזהירות של בעלי רישיון בתחום ייעוץ ההשקעות ושל מנהלי קרנות הנאמנות.²²² ברשימה זו אין כל דוגמה העוסקת בהתחשבות בשיקולי ESG אתיים שהם בגדר הפרה של חובת מנהלי הקרנות, ומודגש שפתיחת הליך מנהלי בעקבות מעשה או מחדל שאינו נמנה עם הדוגמאות הנזכרות או דומה להן תיעשה במשנה זהירות. גם מטעם זה נראה שהפרשנות שהוצעה במשפט האמריקני, אף לו הייתה נכונה, אינה מתאימה לישראל.

2. המצב הרצוי

לאור מסקנתי זו, אבחן כעת אם זוהי גם המדיניות הרצויה. בחלק זה של המאמר אבקש להביע את עמדתי באשר למצב המשפטי הרצוי, ולהתייחס לביקורות אפשריות כלפי מדיניות המתירה לגופים המוסדיים להתחשב בשיקולים שאינם פיננסיים "טהורים" בעת עיצוב מדיניות ההשקעה. אבחן תחילה את הטענה בנוגע לקשיים הנוצרים בעקבות גמישות המונח ESG. אסביר מה הקושי בטענה שלפיה התחשבות בטיעונים אתיים כופה על החוסכים ערכים שהם אינם מאמינים בהם, בפרט בכל הנוגע למשבר האקלים, ואדון גם בטענה שלפיה התכלית הפטרנליסטית של החקיקה מצדיקה לחייב את קרנות הפנסיה להתמקד בשיקולים פיננסיים. אתייחס להשלכותיה השליליות של עמדה שמתנגדת לאקטיביזם מוסדי, ואנמק מדוע אין לוותר על התייחסות למדרים אלו, גם בהינתן מגבלותיהם בהשוואה לפעילות ישירה של המחוקק בתגובה למשבר האקלים. לבסוף, אבהיר מדוע החשש מכך שהדבר יאפשר למנהלים כסות לקידום מטרות אישיות אינו מוצדק, ואתייחס לטיעונים באשר לסובייקטיביות בהערכה של איכות ההשקעות והחשש ל"greenwashing".²²³

(א) גמישות המונח ESG כחסם להיותו כלי יעיל לקידום החלטות אתיות

הקשיים בקביעת משמעותו של מונח זה נסקרו מוקדם יותר.²²⁴ בהמשך לכך נטען, שקשיים אלו מונעים ממנו להיות כלי יעיל לקידום מדיניות ציבורית רצויה, שכן גמישות המונח אינה מבססת קריטריונים חד-משמעיים לצורכי שיפוט אתי. אולם לצד חסרונותיו, לערפול המושגי המלווה את המונח ESG ישנם יתרונות ברורים. במידה רבה העובדה שמודבר במושג רחב וגמיש, אשר ניתן לקשור אותו גם לביצועים הפיננסיים של חברות ולא רק

221 ראו לעיל ה"ש 220, בעמ' 7.

222 החלטת מליאה של הרשות לניירות ערך "רשימת מעשים ומחדלים המעידים על הפרת חובות אמון וזהירות" (5.8.2013). רשות ההון לא הוציאה חוזר דומה, מעבר למישור של בעלי הרישיון.

223 המונח "greenwashing" (המינוח שהוצע בעברית בידי האקדמיה ללשון הוא "התְיַיֶקְקוּת"), עניינו הניסיון ליצור תרמית חיובית בכל הנוגע לשימור ולשיקום הסביבה באשר לפעילות מסוימת, בעוד שהתרמית אינה משקפת את השלכותיה הסביבתיות האמיתיות של אותה פעולה.

224 ראו לעיל פרק 1.1 ג. ו-2.

למטרות אתיות, היא שאפשרה את צמיחתו המהירה.²²⁵ התוצאה של היעדר הגדרה ברורה היא שהמונח ESG יכול להשתנות בהתאם להקשר, להתפתח עם הזמן ולפנות כוונותיות לטווח רחב של משקיעים ושל בעלי עניין בחברה. כך למשל, בעוד שבכלכלות מתפתחות המוקד של שיקולי הממשל התאגידי עשוי להיות שאלות של שוחד ושחיתות, כאשר מדובר בכלכלות מפותחות החברה תיבחן לפי מידת הגיוון בדירקטוריון. גם העובדה ש-ESG מורכב משלושה היבטים שונים ואינו מסתפק בכותרת גנרית יותר כגון "sustainability" מסייעת להבהיר מהם התכנים שבהם המונח עוסק ומאפשרת גמישות לאורך זמן, כך שניתן לכלול סוגיות חדשות תחת אותו מדד. המידע החברתי למשל, יכול להיות מתורגם למדיניות השקעות של הימנעות מחברות מסוימות, אך גם לפיתוח סטנדרטים או עקרונות שתאגידיים יוכלו לאמץ ואשר על בסיסם תימדד התנהגותם. ודוק, העובדה שגופים שונים יפרשו את המונח באופן שונה או ידגישו היבטים שונים שלו אינה צריכה להיתפס בהכרח כחיסרון מבחינת היכולת לקדם באמצעותו ערכים אתיים. נהפוך הוא, יהיה בכך כדי לאפשר לקדם מגוון רב של מטרות, בהתאם לקונטקסט הרלוונטי לאותה חברה. מנקודת מבט ציבורית אם כך הגמישות של המושג אינה בהכרח שלילית, והיא יכולה לתרום לקידומן של מגוון סוגיות חברתיות.

(ב) כפיית ערכים אתיים

טענה אחרת שמועלית בהקשר זה היא שהגמישות של המונח ESG מובילה לכך שכספי החוסכים מנוצלים לקידום מטרות אתיות שהם כלל אינם מעוניינים בהן. טענה זו חוזרת לקושי שנדון בפרק השני של המאמר, הנוגע למקרה שהנאמן מתבקש לפעול לטובתם של כמה נהנים, אשר העדפותיהם אינן בהכרח זהות.²²⁶ לפי ביקורת זו, הפתרון לקושי זה הוא להתיר לגופים המוסדיים לשקול שיקולים פיננסיים בלבד, שכן יש להניח שככלל החוסכים מעבירים את השליטה לגוף המוסדי משום שהם מצפים ממנו להניב להם תשואה, ולא לקבל החלטות אחרות שהן "לטובתם".²²⁷ אלא שהטענה שזהו הפתרון הראוי לוקה בכשל לוגי בסיסי. קביעה שלפיה על גופים מוסדיים לפעול למקסום רווחים פיננסיים ולא לטובת כל שיקול אחר אינה ניטרלית מבחינה ערכית, וגם היא כופה בהכרח על חלק מהנהנים בחירה שהם אינם מעוניינים בה. הטיעון בדבר היעדר ראיות אמפיריות על העדפותיהם של הנהנים תקף לשני הצדדים, ואין סיבה להניח שהמכנה המשותף הרחב ביותר הוא דווקא התעלמות

225 Pollman, לעיל ה"ש 3, בעמ' 29-30. לדוגמה למשקיעים מוסדיים שמבקשים להשתמש ב-ESG כמדד המאפשר לשפר את הביצועים הפיננסיים, ראו Hershel Harper, *One Institutional Investor's Approach to Integrating ESG in the Investment Process*, 64 J. PORTFOLIO MGMT. 110 (2020).

226 ראו דיון לעיל בטקסט שלאחר ה"ש 106.

227 טיעון אפשרי בהקשר זה הוא, שבהתאם לציפייה זו של החוסכים דרישות ההסכמה לרישיון ניהול תיקים מתמקדות בהבנה פיננסית. אלא שבתשובה ראוי להדגיש שתנאי בלתי-נפרד מקבלת הרישיון הוא מעבר מבחנים של אתיקה מקצועית, כך שמומחיות כלכלית אינה מספיקה לביצוע התפקיד. מעבר לכך, ההכרה באפשרות להתחשב בשיקולי ESG אין משמעה שמנהל ההשקעות יידרש להעריך בהכרח באופן עצמאי את ביצועיה האתיים של החברה, אלא הוא יוכל להיעזר לשם כך במידע המצוי בדירוגים השונים, כפי שנעשה בהקשר פיננסי.

משאלות אתיות. כשם שאין נתונים ברורים על נכונות של חוסכים להקריב רווחים לכלייה לשם קידום מטרות אתיות, גם אין בנמצא ראיות בדבר הסכמתם לכך שכספי החיסכון שלהם, אשר הושגו בעמל רב, ישמשו לקדם חברות ותאגידים שפוגעים באופן ישיר ומובהק בערכים החשובים להם. כלל לא ברור, למשל, מדוע נקודת המוצא צריכה להיות שהחוסכים – ובפרט הצעירים שבהם – אשר מטרתם העיקרית היא לחיות ברווחה בגיל הפרישה, אדישים לשימוש בכספי החיסכון שלהם לקידום חברות היוצרות זיהום סביבתי שעשוי להחריף את משבר האקלים באופן בלתי־הפיך; או שנשים, שהן מחצית מהחוסכות, אדישות לקידום הגיוון המגדרי בחברות שבהן הן משקיעות.²²⁸ למעשה, הראיות האמפיריות המעטות שקיימות בעניין זה מצביעות על ההפך בדיוק.

מתן בחירה לחוסכים בקרן הפנסיה באשר למסלול החיסכון המועדף עליהם יכולה לסייע לגוף המוסדי להחליט אילו החלטות השקעה משקפות את טובתו של חוסך, הן בהתאם להעדפות הסיכון שלו והן בהתאם לשיקוליו האתיים. כך למשל, השקעת כספי החוסכים שבחרו ב"מסלול הלכה" באופן שסותר את התחייבויות הגוף המוסדי בהקשר זה, אף אם היא נועדה להשיא את רווחיהם, עשויה להיחשב להפרה של חובת האמון. בהמשך לכך, על פני הדברים אין כל מניעה חוקתית עקרונית להכרה גם במסלולי השקעה "רוקים", אף תחת ההנחה שיהיה בכך כדי להשפיע על תשואות המסלול.²²⁹ עם זאת כאשר אין מידע זמין על העדפות החוסכים, חובת הנאמנים היא לקדם את האינטרסים של החוסכים שייקבעו בהתאם לשיקולי מדיניות ציבוריים, ולא לקדם את העדפותיהם הקונקרטיים. לכן השאלה הרלוונטית היא, אם מבחינת שיקולי מדיניות ראוי לראות בהתחשבות בשיקולי ESG אתיים החלטה שהיא לטובת החוסכים כאשר אין אינדיקציות מפורשות להעדפותיהם האתיות. למעשה שאלה זו אינה ייחודית לשיקולי ESG אתיים, והיא מתעוררת גם בנוגע לרמת הסיכון של תיק ההשקעות הפנסיוני. המדינה מנכיחה מהן האפשרויות העומדות בפני החוסך

228 למעשה, יש מי שטוענים טענה נחרצת יותר, ראו אגמון גונן, לעיל ה"ש 129. לשיטתה, לאור חשיבותו של עקרון השוויון ובהיעדר נימוקים טובים להתנגד לכך, יש לראות במשקיעים המוסדיים מי שחייבים לפעול לקידומו של שוויון מגדרי בחברות שבהן הם משקיעים.

229 עד לאחרונה מסלולי השקעה שכאלו לא היו אפשריים בארץ. בחודש ינואר האחרון הכריז ראש רשות שוק ההון, הביטוח והחיסכון כי בקרוב החוסכים לפנסיה יורשו להפקיד את כספם במסלול "בר קיימא", המתבסס על עקרונות הקיימות והסביבה של ארגון האו"ם. בחודש מאי 2022 הועברה טיוטה בנושא להערותיהם של מנהלי הגופים המוסדיים. לפי הטיטה, הגופים המוסדיים יורשו להציע תחת "מסלולי השקעה אמונה" גם "מסלול קיימות" ו"מסלול סביבתי". המסלול יכלול נכסים שונים, בכפוף לכך ש"מטרתם לקדם את הגשמתם של יעדי העל לפיתוח בר קיימא אשר קשורים בהיבטים סביבתיים, שפסגת האסיפה הכללית של האו"ם קבעה, ובכפוף להוראות הדין" (ראו רשות שוק ההון "רשימת מסלולי השקעה – טיוטה" (19.5.2022)). בסופו של דבר הוחלט לדחות את יישום הרפורמה. הרפורמה אומנם מאפשרת לגופים המוסדיים להקים מסלול קיימות ייעודי, אולם אין חובה עליהם לעשות כן, ואילו הקמת מסלול סביבתי הוגבלה כך שתתאפשר רק בקופות להשקעה (ולא בקרן פנסיה), ראו רשות שוק ההון "מסלולי השקעה בקופות גמל – תיקון" (20.12.2022) [https://www.gov.il/BlobFolder/\(dynamiccollectorresultitem/notice-2022-6545/he/list-of-investment-tracks_word.docx](https://www.gov.il/BlobFolder/(dynamiccollectorresultitem/notice-2022-6545/he/list-of-investment-tracks_word.docx)). לאור שינויים אלו, גם כיום היכולת של חוסכים בישראל לבחור בהשקעה ירוקה עודנה מוגבלת.

באמצעות פיקוח על מסלולי ההשקעה השונים ועל סוגי ההשקעות שבהן גוף מוסדי יכול לעסוק. לצד מתן אפשרות לחוסכים לבחור מסלול סולידי יותר או פחות, המדינה גם קובעת מהי רמת הסיכון הראויה במסלול הכללי. הפתרון לקושי הנלווה להגבלה זו של שיקול דעתו של החוסך הוא פתרון של מידע. המדינה מעודדת בחירה מושכלת של מסלול חיסכון מתאים לחוסך הספציפי באמצעות הנגשה של המידע על רמות סיכונים ועל מסלולי ההשקעות האפשריים ובאמצעות חינוך פיננסי של הציבור. ברומה לכך, אימוץ נקודת מוצא שלפיה שיקולי ESG אתיים מקדמים את טובתם של החוסכים אינה מחייבת להוכיח שהדבר משקף את העדפותיהם של כלל החוסכים. נהפוך הוא, כשם שהמדינה קובעת מהי רמת הסיכון הראויה במסלול הכללי, היא יכולה להחליט שמשיקולים של מדיניות ציבורית והתועלת החברתית הגלומה בהם ברירת המחדל תהיה התחשבות בשיקולי ESG אתיים במסלול זה.²³⁰ ברומה ליתרונותיו של גיוון הפורטפוליו מבחינת סיכונים, המונח ESG מאפשר גיוון מבחינת מטרת אתיות שונות, ולכן יכול לשקף מכנה משותף רחב לכלל החוסכים. עבור חוסכת אחת ההיבט החשוב יהיה ההיבט המגדרי, בעוד שאחרת תתמוך בעיקר בהיבטים הסביבתיים. מנגד, חוסך המעוניין שכספי החיסכון שלו לא יקרמו אף אחד מהמטרות המגולמות במדדי ESG או המבקש שכספיו יושקעו במסלול פסיבי (או דווקא בחברות מזהמות), יהיה צריך לבחור במסלול מיוחד לשם כך. אכן, כפי שנטען בהקשר האמריקני, לחובה להפריש כספים לפנסיה יש גם היבטים פטרנליסטיים, מאחר שהמדינה מבקשת לוודא שלעובדים תהיה הכנסה לאחר פרישתם. אלא שההכרה במניע זה אינה מחייבת להתמקד אך ורק בשיקולים פיננסיים. נהפוך הוא, אם אנו מכירים במקומה של המדינה לבחור עבור הנהנים ברירת מחדל, אין סיבה עקרונית להגביל סיבה זו לטעמים פיננסיים בלבד.

שיקול חשוב בהקשר זה הוא הגמישות של אפשרויות הבחירה של הנהנים. על חשיבותה של זכות היציאה ככלי לפיקוח על ההנהלה בהקשר התאגידי אין צורך להרחיב.²³¹ בישראל החיסכון הפנסיוני הוא חובה, ובהתאם לכך היקף זכות היציאה של החוסכים היא מוגבלת, וראי שבהשוואה לחיסכון באמצעות קרן נאמנות. בעלי יחידות השקעה בקרנות נאמנות יכולים לפדות את כספם בכל עת. מנגד, לאור העלויות המרובות של פדיון כספי הפנסיה במועד מוקדם, השאלה המעשית היא אם החוסך יכול לנייד את חסכונו בקלות ממוצר פנסיוני אחד למשנהו. המחוקק הישראלי ערך רפורמה במטרה לשפר יכולת זו של החוסכים,²³²

230 סוגיה זו נוגעת לוויכוח בספרות התאגידית בין שתי תפיסות, האחת הרואה בתכלית החברה כמכוונת להשאת רווחי בעלי המניות (המבוססת על כתיבתו של Milton Friedman), והאחרת המצפה מהתאגיד להביא בחשבון אינטרסים של קהילות ושל בעלי אינטרסים שונים בעת ניהול עסקיה (כפי שמציע למשל Colin Mayer), אשר לפיה ערך כלכלי נוצר רק כאשר גם היחסים עם הקהילות מחוץ לחברה עצמה מתנהלים באופן ראוי. לסקירה מפורטת של הוויכוח, ראו אגמון גונן, לעיל ה"ש 129, בעמ' 69-76. הכרעה בשאלת תכלית החברה אינה הכרחית לצרכינו. מוקד הדיון הוא בשאלה כיצד על הגופים המוסדיים לנהוג כנציגים של החוסכים (בעלי המניות), ואם הם רשאים להשתמש בכוחם הכלכלי כדי להניע חברות להתנהגות אתית יותר.

231 להפניות לספרות, ראו סולומון וויצמן, לעיל ה"ש 13, בעמ' 326, ה"ש 105-106.

232 ראו תקנות הפיקוח על שירותים פיננסיים (קופות גמל) (העברת כספים בין קופות גמל), התשס"ח-2008.

אולם בפועל חלק ניכר מהשוק הפנסיוני בישראל נותר ללא אפשרות מעשית לניוד (כך למשל, חוסכים שחסכונויותיהם נמצאים בקרנות הפנסיה הוותיקות).²³³ דוח עדכני של משרד האוצר מלמד, שכשלים שונים בשוק הפנסיוני מגבילים את אפשרות הבחירה בפועל של החוסכים.²³⁴ לפיכך לברירת המחדל שהמדינה מציעה יש חשיבות רבה. השאלה הנורמטיבית היא על מי מהחוסכים אנו מעוניינים להטיל את הנטל להצהיר על בחירתו במפורש – האם על מי שמעוניין להתחשב בשיקולי ESG אתיים, או על מי שמבקש להתעלם מהם? מבחינת המדיניות הציבורית הראויה נראה שהנטל צריך להיות על מי שמבקש להתעלם משיקולי ESG אתיים, מתוך הנחת המוצא שחוסכים אינם אדישים להשלכות האתיות של השימוש בכספי החיסכון שלהם.

אני סבורה שמסקנה זו הכרחית באשר להתחשבות בשיקולים סביבתיים בעת קבלת החלטות על השקעה. אין חולק שחיסכון פנסיוני הוא במהותו חיסכון לטווח הרחוק. ועדות ההשקעות של קופות הגמל וקרנות הפנסיה מתחשבות בסיכוני שוק, בסיכוני מטבע, בסיכוני אשראי ובסיכונים תפעוליים, ומשקיעות בכך לא מעט משאבים ואיסוף מידע. עם זאת שוק ההון הישראלי נותר מאחור בכל הנוגע לסיכונים סביבתיים בהשקעות.²³⁵ הדוח השנתי של הממונה על רשות שוק ההון מלמד על החשיבות הנמוכה שהגופים המוסדיים בישראל מייחסים לסיכוני משבר האקלים. על הסקר שנערך בחודש אוגוסט 2021 השיבו 56 גופים מוסדיים. הגופים התבקשו לבחור – מתוך רשימה של 18 סיכונים – עד חמישה סיכונים שהם מבחינתם המטרידים ביותר לטווח זמן של שנה ושל חמש שנים. הגופים שהשיבו על הסקר סברו שסיכוני סייבר וסיכוני שוק הם הבולטים ביותר. מנגד, על אף תשומת הלב שהסוגיה קיבלה בהקשרים בינלאומיים, סיכוני סביבה קיבלו דירוג נמוך בקרב הגופים המוסדיים הישראליים.²³⁶

נתונים אלו מטרידים במיוחד בהינתן שהראיות המדעיות בנוגע למשבר האקלים מצביעות בכיוון אחד: בהיעדר פעולה אקטיבית לצמצום השפעת האנושות על כדור הארץ בשנים הקרובות, הנזקים מהתחממות כדור הארץ יהיו בלתי הפיכים וישפיעו על כושר ייצור המזון, על התפשטות מחלות, על תנועות הגירה עולמיות, על היכולת לחיות באזורים מסוימים ועוד.²³⁷ נתונים מדעיים אלו מלמדים שהשקעה בנושאים סביבתיים אינה יכולה להיפתס

233 סולומון וויצמן, לעיל ה"ש 13, בעמ' 327.

234 משרד האוצר דו"ח הוועדה המייעצת לממונה על שוק ההון, ביטוח וחיסכון בנושא בחינת ההוצאות הישירות 3 (טיוטה להערות הציבור, יוני 2021).

235 ראו למשל ג'ניה וולינסקי "רוצים להשקיע את הפנסיה שלכם רק בחברות ירוקות? זה לא כל כך פשוט" *The Marker* (27.10.2020) <https://www.themarker.com/markets/2020-10-27/> ty-article/premium/0000017f-db4c-d856-a37f-ffcccd660000, וכן לעיל ה"ש 229. כן ראו אתר המדרג את גופי הפנסיה לפי מעורבותם בהשקעות פוסיליות בכתובת: <https://www.fossilfree.org.il/>.

236 ראו דוח הממונה לשנת 2020, לעיל ה"ש 22, בפרק ה, בעמ' 12.

237 דוגמאות למחקרים עדכניים שעסקו בנושא משבר האקלים אינן קשות לאיתור. ראו למשל לי ירון "נתוני האו"ם לרגל יום כדור הארץ: משבר האקלים מחריף את הרעב בעולם" *הארץ* (22.4.2022) <https://www.haaretz.co.il/nature/climate/2022-04-22/ty-article/premium/00000180-6562-d856-abf9-ffe240050000>; המשבר משפיע ישירות גם על המשק הישראלי, ראו למשל לי

כהשקעה לטובת צדדים שלישיים, אלא מדובר בהשקעה המקדמת את טובתם הישירה של החוסכים, הצפויים לחיות על פני הכדור ולסכול ישירות מהשלכותיו של משבר האקלים. חוסכים שיתקשו שהם אינם מעוניינים שכספי הפנסיה שלהם ישמשו לצורך קידום מדיניות זו יכולים לבחור במסלולי השקעה המתאימים לרצונם.²³⁸ אולם אין כל הצדקה לכך שדווקא ההעדפה הנורמטיבית להתעלם ממשבר האקלים תיחשב כברירת המחדל. מובן שהתחשבות בשיקולים סביבתיים אינה נטולת הקשר פיננסי, ואפשר לאתר כתיבה רבה על כך.²³⁹ לצד זאת, חשוב להכיר בכך שהניסיון להגדיר השקעות סביבתיות במונחים פיננסיים לבדם אינו תופס את מלוא המורכבות של הדיון. מאחר שמבחינה נורמטיבית פעולה למען אינטרסים סביבתיים משרתת את האינטרס של הנהנים עצמם, בעת קבלת החלטות על השקעה אין לדרוש מהגוף המוסדי להוכיח שמדיניות סביבתית מסוימת תביא לתועלת פיננסית ישירה ומיידית עבור החוסכים, מעבר לדרישות הכלליות המשתקפות בחובת הזהירות.

(ג) עלויות האקטיביזם המוסדי

החובה לפעול לטובת הנהנים יכולה לבוא לידי ביטוי לא רק בנוגע להחלטה להשקיע או להימנע מהשקעה בחברה מסוימת, אלא גם בשימוש בכוח ההצבעה של הגוף המוסדי כדי להשפיע על התנהלות החברה. חשוב לפיכך להסביר, שההכרה ביכולתם של גופים

ירון "פעם החורף היה בנובמבר. היום הוא בינואר": האפרסקים והמשמשים נעלמים – וזו רק ההתחלה" **הארץ** (18.1.2022) <https://www.haaretz.co.il/nature/climate/2022-01-18/> (סיכום הפאנל הבין-ממשלתי לשינויי אקלים (IPCC) של האו"ם מלמד שהשלכותיו של משבר האקלים קשות ממה שחזו המדענים בעבר, ראו לי ירון "מדעני האו"ם: משבר האקלים קשה משחזינו – ההשלכות יכו בעולם כבר בעשורים הקרובים" **הארץ** (28.2.2022) <https://www.haaretz.co.il/nature/climate/2022-02-28/ty-article-magazine/premium/0000017f-f5b2-d044-adff-f7fb988c0000>. מחקר חדש של חוקרים אמריקנים, שפורסם בניו יורק טיימס, מצא כי משבר האקלים צפוי להגדיל את התפשטות המגפות בעולם, ראו ניו יורק טיימס "מחקר: משבר האקלים יגדיל את הסיכוי להתפשטות מחלות מידבקות" **הארץ** (3.5.2022) <https://www.haaretz.co.il/nature/climate/2022-05-03/ty-article/premium/00000180-98a3-d20e-adb5-dca7f8380000>. מחקר נוסף שהתפרסם באותו עיתון הצביע על קשר בין משבר האקלים ובין שיטפונות שהרגו מאות בני אדם, ראו ניו יורק טיימס "מחקר: משבר האקלים תרם לשיטפונות שהרגו מאות בני אדם בדרום אפריקה" **הארץ** (16.5.2022) <https://www.haaretz.co.il/nature/climate/2022-05-16/ty-article/premium/00000180-e9ef-dc12-a5b1-fdff77f00000>, ראו בהקשר זה כתבה הטוענת שמשקיעים בקליפורניה התנגדו לפעילותה של נשיאת CalPERS, אשר תמכה בשיקולי ESG באופן כללי: Paul S. Atkins, *Opinion: California Public Employees Vote Against Pension-Fund Activism*, WALL ST. J. (Oct. 18, 2018), <https://www.wsj.com/articles/california-public-employees-vote-against-pension-fund-activism-1539904066>. להיבט זה של הדיון אתייחס בהמשך, כאשר אעסוק בחששות הנוגעים ל-greenwashing.²³⁹ להרחבה, ראו דיון מקיף אצל Cynthia A. Williams, *Fiduciary Duties and Corporate Climate Responsibility*, 74 VAN. L. REV. 1875, 1880-87 (2021) Sarah Barker, *Climate Responsibility*, 74 VAN. L. REV. 1875, 1880-87 (2021) Cynthia Williams & Alex Cooper, *Fiduciary Duties and Climate Change in the United States*, (COMMONWEALTH CLIMATE AND L. INITIATIVE (CCLI), 2021)

מוסדיים להתחשב בשיקולי ESG אתיים אינה נוקטת עמדה באשר לאופן שבו ייעשה כן בפועל. סקר שבחן את התפיסות של גופים מוסדיים ממדינות שונות בעולם (ארצות הברית, בריטניה, קנדה, גרמניה, איטליה, ספרד ומדינות נוספות) מצא, שלפי עמדתם של גופים אלו המדיניות הנכונה להתמודדות עם סיכוני אקלים אינה להימנע לחלוטין מסוגי השקעות מסוימות, אלא לפעול בצורה אקטיבית בחברות שבהן סיכונים אלו מתעוררים.²⁴⁰ ביקורת אפשרית תטען, שהתוצאה של התחשבות שכזו בשיקולי ESG בידי גופים מוסדיים היא השתת העלויות של איסוף המידע והפיקוח על החברות על החוסכים, בעוד שבעלי המניות ואולי החברה בכללותה ייהנו מהתועלת של פעילות זו. אל מול טיעון זה יש לשקול כיצד ייראה שוק שבו ייאסר על אקטיביזם מוסדי. התייחסתי בהרחבה בראשית המאמר לכוחם העצום של גופים אלו. נתונים עדכניים על רווחי חברות הביטוח לשנת 2021 מלמדים שהן סיימו שנה זו ברווח של 7.9 מיליארד שקל, ושעיקר הזינוק ברווח נבע מפעילות בשוק ההון.²⁴¹ גם אם הביצועים לשנת 2021 היו חריגים לטובה, קשה להכחיש שיעילותו של שוק שבו משקיעים אלו הם פסיביים צפויה להיפגע פגיעה משמעותית.²⁴² מובן שהדבר תלוי במבנה השוק הרלוונטי, בנוכחותם של בעלי שליטה דומיננטיים שיכולים לפקח על ההנהלה או בקרנות גידור אקטיביות. אולם בהיעדר פיקוח אחר, שוק שבו משקיעים מוסדיים מתעלמים מכוחם יפגע פגיעה ניכרת בתמריצים של מנהלי החברה לפעול לקידום טובתה.²⁴³

המסקנה המתבקשת היא שמעורבות של גופים אלו במה שמתנהל בשוק משקפת גם את האינטרס של החוסכים עצמם, והתנהלות פסיבית שלהם וראי שאינה משקפת את תפיסתו הנורמטיבית של הדין הישראלי. אם אין ממש בטיעונים הכלליים השוללים מעורבות פעילה של גופים מוסדיים בשוק, השאלה הנותרת היא אם ראוי להתייחס לאקטיביזם בנושאי ESG בצורה שונה. לפני הכול, מאחר שמבחינה נורמטיבית ראוי להניח ששיקולי ESG (כלכליים ואתיים) הם אכן לטובת הנהנים, הרי אין כל מניעה לפעול בצורה אקטיבית גם לאורם. זאת ועוד, מעורבות אקטיבית בהתאם לשיקולי ESG (בניגוד להימנעות מסוגי השקעות מסוימים) מספקת מענה לחשש מפגיעה בגיוון הפורטפוליו. לקשיים השונים שנלווים לדרישה מגופים מוסדיים להיות מעורבים יותר בהצבעות בחברה הועלו פתרונות שונים,

Philipp Krueger, Zacharias Sautner & Laura T. Starks, *The Importance of Climate Risks for Institutional Investors*, 33 REV. FIN. STUD. 1067 (2020)

241 אסא ששון "פינטק? סייבר? הענף הכי משעמם הרוויח 8 מיליארד שקל בשנה" הארץ (3.4.2022) <https://www.themarket.com/markets/2022-04-03/ty-article/.premium/00000180-5bd5-de8c-aa-1aa-dbf16380000>

242 לעמדה ולפיה משקיעים מוסדיים צריכים לפתח מדיניות השקעות הנוגעת למדיניות ציבורית רחבה בשל מבנה ההשקעות שלהם, משום שהם מושפעים ממצב הכלכלה בכללותה, ראו Sandberg, לעיל ה"ש 8, בעמ' 303.

243 לניתוח מעמיק של חשיבותם של גורמים שונים ובהם גופים מוסדיים, המבססים את השקעותיהם על מידע, עבור פעילותו התקינה של שוק ההון, ראו Zohar Goshen & Gideon Parchomovsky, *The Essential Role of Securities Regulation*, 55 DUKE L. J. 711 (2006). שאלה אחרת מורכבת, שלא אוכל לעסוק בה כעת, היא השאלה אם אקטיביזם מוסדי נרחב ידרוש רגולציה נוספת על גופים אלו לאור סיווגם כבעלי שליטה בפועל בחברות שונות.

כגון הצבעה באמצעות שלוח, כתבי הצבעה (proxy) או מערכות הצבעה אלקטרוניות.²⁴⁴ על כך ניתן להוסיף גם ניסיונות לאפשר מידה מסוימת של שיתוף פעולה בין גופים מוסדיים שונים או להגביר את השימוש בחברות ייעוץ, ניסיונות שעשויים לסייע לצמצם את ניגוד העניינים בין הגוף המוסדי והחוסכים.²⁴⁵ פתרונות אלו, כמו גם הגברת השקיפות באשר למעורבות של גופים מוסדיים בהצבעות,²⁴⁶ יכולים לסייע לפקח על שימוש המשקיעים המוסדיים בכוחם, גם בהקשרים של שימוש בשיקולי ESG.

מעבר לכך, החובה שהוטלה על משקיעים אלו להשתתף בצורה פעילה באספות הכלליות התבססה לא רק על ההנחה שהצבעתם תשרת את החוסכים, אלא גם מתוך תפיסה ולפיה יהיה בכך כדי לשרת את טובת כלל בעלי המניות ולתרום לשכלולו של השוק ולחברה בכללותה.²⁴⁷ כלומר לצד המטרה של קרנות הפנסיה להבטחת חיסכון נאות לגיל פרישה, המדינה רואה בגופים המוסדיים בעלי אחריות נרחבת יותר לשוק ההון, כך שמקסום התשואה אינו השיקול היחידי שמנחה את החקיקה.²⁴⁸ על כן, בפרט בכל הנוגע למטרות סביבתיות, גם אם נניח שהדבר ילווה בעלויות מסוימות, הנחה זו אינה מצדיקה את שלילת המעורבות האקטיבית של הגופים המוסדיים. למעשה, במדריך שפורסם עוד בשנת 2011 ציין הממונה דאז על רשות שוק ההון, כי מעבר לסכנה שהתממשות סיכוני אקלים עשויה להשליך עמוקות על פעילותן של החברות "גישתנו מונחית מתפיסה ערכית המייחסת לגופים מוסדיים... תפקיד מרכזי בפיקוח על חברות, לרבות בתחום הסיכונים הסביבתיים".²⁴⁹ במילים אחרות, לפי עמדת הרגולטור חשיבות שיקולים אלו אינה מוגבלת להשלכותיהם הפיננסיות הישירות, אלא קשורה לתפיסה רחבה יותר באשר לתפקידם של הגופים המוסדיים בשוק ההון.

טענה נוספת רלוונטית בהקשר זה היא, כי במקרים מסוימים החלטה על בסיס שיקולי ESG אתיים עשויה להיות מסוכנת יותר או רווחית פחות בהשוואה להחלטה שאינה מתחשבת בשיקולים אלו. הטלת עלויות אלו על ציבור החוסכים, כאשר התועלת החברתית תהיה לחברה כולה, אינה ראויה. בפרט ניתן לטעון, שמתן אפשרות להתחשב בשיקולים אתיים על חשבון התשואה תפגע דווקא בחוסכים ממעמד סוציו-אקונומי נמוך יותר, בעוד שבעלי הכנסות

244 סולומון, לעיל ה"ש 54, בעמ' 356-362.

245 שם, בעמ' 346. לדיון מקיף בסוגיה זו, ראו חמדני וקסטיאל, לעיל ה"ש 29, המתייחסים למגמה של פיזור גרעיני השליטה בשוק הישראלי ולעלייה הצפויה בכוחם של הגופים המוסדיים, ועקב כך לשרטוט הקו בין שליטה ובין אקטיביזם מוסדי.

246 באום וארן, לעיל ה"ש 24, בעמ' 124-125.

247 ראו לעיל ה"ש 71, וכן אגמון גונן, לעיל ה"ש 129, בעמ' 67-68.

248 ראו לעיל טקסט שלאחר ה"ש 212. מעבר לדוגמאות שאוזכרו לעיל, אוכיר את הרוח של המחלקה הכלכלית ברשות לניירות ערך השפעת בעלי מניות מוסדיים בינלאומיים בחברות ציבוריות בישראל (נובמבר 2019), שבו צוין בין היתר כי "משקיעים מוסדיים בינלאומיים הם סוכנים (agents) של תהליכי שינוי, ובייחוד של העלאת סטנדרטים תאגידיים בשוקי משקיעים", הכוללים לא רק "סטנדרטים פיננסיים" אלא גם "סטנדרטים הנוגעים לממשל תאגידי וסטנדרטים הנוגעים לאחריות סביבתית וחברתית (ESG)".

249 משרד האוצר והמשרד להגנת הסביבה הטמעת ניהול סיכונים סביבתיים בתהליך קבלת החלטות השקעה (יוני 2011) https://www.pension.org.il/docs/2011/P0605_1.pdf (ההדגשה הוספה).

גבוהות יותר, שחלק מכספם מושקע באופן עצמאי, לא יישאו בעלות שווה של קידום התועלת החברתית. על רקע זה אין מקום לאפשר לגופים מוסדיים לשקול שיקולים שאינם פיננסיים. כמה תשובות על טענה זו. ראשית, גם אם נקבל את ההנחה שבמקרים מסוימים לשקילת ערכים אתיים יהיה תג מחיר, יש לזכור שהאפשרות להתחשב בערכים אלו אינה פוטר את המשקיע המוסדי מהדרישה לעמוד בחובת הזהירות ולבחון בחינה מעמיקה את כדאיות ההשקעה; ואף אם ההתחשבות בערכים אתיים עשויה להגדיל את סיכוני ההשקעה, מקרה זה אינו שונה ממקרים אחרים שבהם משקיע מוסדי אינו יודע אם הצעד שיבחר יוביל לרווחיות.²⁵⁰ שנית, גם החלטה להתעלם משיקולי ESG אתיים, בפרט בכל הנוגע למשבר האקלים, אינה נטולת עלויות. עמדה הגורסת כי על הגוף המוסדי להתחשב בסיכוני אקלים רק אם הוא יוכל להוכיח חד-משמעית שלסיכונים אלו השפעה ישירה על הרווחיות של המניות תצמצם מאוד את יכולתו של הגוף המוסדי להגן על עצמו מפני סיכונים אלו, בפרט כאשר אוכלוסיות חלשות צפויות להיפגע יותר ממשבר האקלים, ובהתאם לשאת בהשלכות הנובעות מהגבלת שיקול הדעת של הגוף המוסדי. שלישית, לפחות בישראל שיעור ניכר מהציבור חוסך לפנסיה, כך שהנטל יפוזר בין פרטים רבים. ורביעית, כפי שאפרט בסעיף הבא, מתן האפשרות לגופים מוסדיים לשקול שיקולים אלו אינה באה במקום פתרונות אחרים למשבר האקלים או על חשבונם.²⁵¹ כל תכליתו של הניתוח היא להצביע על כך שזוהי דרך ראויה נוספת להתמודדות.

(ד) הזנחה מצד המדינה

ביקורת אחרת גורסת שמתן אפשרות להתחשב בשיקולי ESG משמעותה הטלת האחריות לקידום אינטרסים שהם ציבוריים במהותם על גוף בעל מאפיינים פרטיים, ועשויה להוביל ליותר נזק מתועלת. החשש הוא שעיסוק נרחב מדי בשאלה, אם גופים מוסדיים בפרט או תאגידים מסחריים בכלל צריכים להתחשב בשיקולי ESG, יפחית את הלחצים על המחוקק ועל הרגולטור לפתור את הבעיות שבהן עוסקים מדדים אלו. התאוריה היא שהתמקדות בהנחה שלפיה אפשר לקדם סוגיות חברתיות באמצעות חברות מונעת רפורמות חוקיות הכרחיות, בפרט בנושאי שמירת הסביבה ותנאי העסקת עובדים.²⁵² בהמשך לכך היו מי שטענו שדיני האמונאות אינם מסגרת מתאימה לדיון ב-ESG, וכי רצוי כחלופה להטיל על גופים מוסדיים חובות חברתיות וסביבתיות עצמאיות – חיצוניות לדינים אלו – שיאפשרו השקעות אלו.²⁵³ בתגובה לכך היו מי שביקרו את הטענה שקידום מדיניות פנימית של ממשל תאגידי צפויה לצמצם את המעורבות הממשלתית הרגולטורית ולהיות יעילה פחות, והדגימו מדוע ישנן סיבות טובות להאמין שדווקא אסטרטגיה המתמקדת בשינוי פנימי צפויה להוליד שינויים

250 ראו גם דיון להלן בטקסט שלאחר ה"ש 266.

251 יש לציין כי בישראל המשקיעים המוסדיים הם גם חברות ביטוח, כך שמעבר לכובעם כנאמנים על הסכונות הציבורי, יש להם כובעים נוספים הרלוונטיים מאוד לסיכוני אקלים, דוגמת פיתוח מנגנונים שיאפשרו לתמחר בצורה מדויקת יותר את סיכוני הביטוח של משבר האקלים.

252 Bechuk & Tallarita, לעיל ה"ש 144. המאמר אינו עוסק ישירות בגופים מוסדיים ובהשקעות חברתיות, אולם הטענות שמועלות בו יכולות להיטען גם בהקשר הנוכחי.

253 Sandberg, לעיל ה"ש 8, בעמ' 308.

משמעותיים יותר.²⁵⁴ ראוי גם לזכור שבעולם הגלובלי שבו אנו נמצאים קשה להסתמך על כוחם של רגולטורים מקומיים לשנות את התנהגותן של חברות. כבר בשנת 1999, בעת ייסוד היוזמה שהביאה לצמיחתו של המונח ESG, הצביע מזכ"ל האו"ם על הקושי שבשינוי התנהגות של תאגידים אשר יתבסס רק על רגולציה מקומית, בציינו כי האופן שבו בנויים השווקים היום והתפשטותן הגלובליות של חברות מקשה על מערכות פוליטיות מקומיות להתמודד עימן או להכווין את פעולתן.²⁵⁵ מעבר לכך, ניסיון לקדם סוגיות אלו בידי הרגולטור אינו חף מקשיים.²⁵⁶ כך למשל, בארצות הברית, שם החלה הרשות לניירות ערך לפעול לטובת החלת חובות גילוי בנושאי ESG על חברות, היו מי שמהירו לבקר זאת בטענה שהחלת חובות גילוי נרחבות מדי משמעותן התערבות בנושאים שעל הקונגרס לעסוק בהם.²⁵⁷ זאת ועוד, פסיקה עדכנית של בית המשפט העליון האמריקני הגבילה משמעותית את יכולתו של הרגולטור לקדם מדיניות שתגן על הסביבה.²⁵⁸ בפרט בכל הנוגע לנושאים סביבתיים, שם שינוי המדיניות נדרש מיידית, הרי לצד הפעלת לחצים על המחוקק שינוי מהיר יוכל לנבוע מכך שחברות אשר מעוניינות בכספו של הציבור המנוהל בידי הגופים המוסדיים יאלצו לנקוט צעדים לשיפור ביצועיהן הסביבתיים.²⁵⁹ למעשה אפשר לטעון, שדווקא קידום מדיניות ירוקה בידי החברות עצמן עשוי להיות יעיל יותר מהתערבות חיצונית של המחוקק, שכן הוא יאפשר לחברות לשקלל בעצמן את התועלת שמדיניות ירוקה תניב להן בגיוס הון ממשקיעים מוסדיים, ובכלל זה עלויותיה של מדיניות זו. מכל מקום אשוב ואבהיר את המובן מאליו – שצעד זה לברו אינו יכול לפתור את משבר האקלים; אולם הוא יכול בהחלט להוות צעד אחד נוסף בכיוון הנכון.

(ה) כסות לקידום מטרות אישיות

טענה נוספת שעשויה להתעורר היא שמתן אפשרות להתחשב בשיקולי ESG אתיים, ללא דרישה לקשור זאת להיבטים פיננסיים, תאפשר למנהלים להשתמש במונח זה כדי לכסות על פעולות שתכליתן קידום מטרותיהם האישיות, תוך הפרת חובת האמון שלהם. אני סבורה כי בחשש זה אין ממש. באשר לתכלית המרכזית של חובת האמון – מניעת ניצול מעמדו של האמונאי לטובת קידום אינטרסים אישיים – מובן שהתייחסות לשיקולי ESG

254 ראו Aneil Kovvali, *Stark Choices for Corporate Reform*, 123 COLUM. L. REV. 693 (2023).

255 Pollman, לעיל ה"ש 3, בעמ' 9.

256 לדוגמאות נוספות לקשיים בקידום רגולציה בנוגע למשבר האקלים בארצות הברית, ראו Kovvali, לעיל ה"ש 254, בעמ' 49-52.

257 Paul G. Mahoney & Julia D. Mahoney, *The New Separation of Ownership and Control: Institutional Investors and ESG*, 2021 COLUM. BUS. L. REV. 840, 880.

258 West Virginia v. Environmental Protection Agency, 597 U.S. (2022) (התיק טרם קיבל מספר רשמי). ראו גם ניו יורק טיימס "פסיקה של העליון בארה"ב פוגעת משמעותית במאמץ להימנע מהקו האדום של ההתחממות" הארץ (30.6.2022) <https://www.haaretz.co.il/nature/.premium/00000181-a4c1-de5c-a98b-b5f59b9b0000.climate/2022-06-30/ty-article/>.

259 ראו Kovvali, לעיל ה"ש 254, בעמ' 52-53, המציג דוגמאות לאופן שבו משקיעים משפיעים על התנהלותם של תאגידים בנושאים סביבתיים גם ללא מעורבות של רגולציה חיצונית.

אינה פוטרת את בעלי התפקיד הרלוונטיים מחובתם לעמוד בכללים העקרוניים האוסרים על ניגודי עניינים אישיים. אם ועדת ההשקעות בוחרת להשקיע בחברה שיש לה ביצועי ESG מצוינים אך היא בבעלות של בעל השליטה בגוף המוסדי, ההתחשבות בשיקולי ESG אינה מעלה ואינה מורידה מחובותיו הרלוונטיות של נושא המשרה.

ככל שטענה זו נוגעת שוב לפער שבין העדפותיהם של החוסכים ובין העדפות המנהלים ולטענה שלפיה מדובר בכפייה של הערכים האתיים של המנהלים על הציבור, הרי כפי שהוסבר לעיל בהרחבה – מבחינת המדיניות הציבורית הראויה אין סיבה להעדיף את החלופה השנייה דווקא, שהיא כפייה על הציבור שכן מעוניין בהתחשבות בשיקולים אתיים להשקיע אך ורק בהתבסס על שיקולים פיננסיים. דיני האמונות אינם מונעים הקמת קרנות המצהירות במפורש שהן מתנגדות להתחשבות בשיקולי ESG, וחוסכים שמעוניינים בכך יוכלו "להצביע ברגליים" ולהעביר את חסכוניהם לקרנות אלו. זאת ועוד, גמישות של המונח ESG יכולה להיות יתרון, והתחשבות במדדים אלו היא בעלת פוטנציאל לקידום מגוון רב של מטרות אתיות. אעיר לבסוף, שמחקר אמפירי שנערך על חברות לא מצא קשר בין התחשבות בשיקולי אחריות חברתית ובין קידום עמדות אישיות של מנהלי החברה.²⁶⁰

(ו) סובייקטיביות בהערכות איכות ההשקעות ו־*Greenwashing*

לבסוף – ובהמשך ישיר לטענה הקודמת – ארון בשתי טענות השזורות זו בזו, הנוגעות לסובייקטיביות המלווה השקעות אלו, ובפרט לחשש מפני תופעת ה־*greenwashing*. ביקורת זו גורסת שמדיניות השקעות אקטיבית מלווה במידה רבה של סובייקטיביות, ושקשה מאוד להעריך במדויק את הסיכונים ואת התשואות של השקעה נתונה.²⁶¹ על כן, מתן אפשרות לשיקולי ESG אתיים תאפשר הגנה נוספת לנאמן מפני טענות על הפרת חובות הוזהרות שלו, ויהיה קשה לשפוט בדיעבד את איכות קבלת החלטותיו. אלא שכפי שכבר צוין, הקושי בהערכה בדיעבד של איכות החלטת השקעה אקטיבית קיים בין אם שיקולי ESG הם חלק מהמשוואה ובין אם לאו. עם זאת גם המתנגדים להתחשבות בשיקולי ESG אינם טוענים שיש לאסור על נאמנים לעסוק בהשקעות אקטיביות, וזוהי אינה עמדה מקובלת, בפרט לא בישראל. הטענה המורכבת יותר היא כי בניגוד להשקעות אקטיביות אחרות, בהקשר הסביבתי יש חשש שתאגידים ישתמשו במונח ESG כדי למשוך השקעות, בעוד שבפועל יהיה מדובר ב־*greenwashing*, דהיינו העמדת פנים שהחברה נוקטת מדיניות התורמת לסביבה מבלי שנגקטים בפועל צעדים המבטיחים זאת. בהמשך לכך יש חשש כי גם אם החברה אינה מבקשת להטעות משקיעים, קשיי מדידה והשוואה בין חברות שונות אינם מאפשרים להעריך כראוי את הביצועים הסביבתיים של חברות. כך למשל, יש מי שמצביעים על המחלוקות בספרות בנוגע להשלכות הסביבתיות המדויקות של פחם, של נפט או של גז²⁶²

260 ראו אגמון גונן, לעיל ה"ש 129, בעמ' 47, ובפרט ה"ש 73.

261 ראו למשל 34, Emirhan Ilhan, Zacharias Sautner & Grigory Vilkov, *Carbon Tail Risk*, Rev. Fin. Stud. 1540 (2021), הדן בקשיים שבתמחור של עלויות רגולציה עתידית הנוגעת למשבר האקלים לחברות שיש להן סיכוני אקלים משמעותיים, דוגמת תעשיות שהמודל העסקי שלהן כולל פליטה נרחבת של גזי חממה.

262 ראו למשל כתבות אלו מהעיתונות שעסקו במחלוקות שונות בשאלה מהי אנרגיה ירוקה Ian

כדי להדגים את הקושי שבקביעה אם אכן חברה מסוימת תורמת לסביבה או מזיקה לה. אינני חולקת על כך שמדובר בחשש משמעותי שיש להתייחס אליו ברצינות הראויה. אלא שהדרך הנכונה להתמודד עם קשיי המדידה השונים אינה להתעלם ממשבר האקלים, אלא להשקיע משאבים בהתמודדות עימם.

הפתרון אינו מצוי בשלילת היכולת להשתמש במדדי ESG או בהטלת נטל בלתי-אפשרי על הגופים המוסדיים להוכיח שמדדים אלו יובילו לרווח כספי מייד. התמודדות עם חשש זה צריכה להיעשות באמצעות תהליכי סטנדרטיזציה, הן מתוך השוק עצמו והן בידי הרגולטור, כמו גם באמצעות הליכי אכיפה ופיקוח. המדידה והכימות של שיקולים אלו משתפרות מדי יום ביומו. כך למשל, מחקר חדש הדגים כיצד ניתן באמצעות מערכת של גידור דינמי לבנות

תיק השקעות המגן מפני מידע חדש ושליילי על אודות משבר האקלים.²⁶³

כמו כן, בחינה של המצב בעולם מלמדת שהן בארצות הברית והן באירופה הרגולטורים משקיעים מאמצים רבים בהידוק הכללים החלים על סוכנויות דירוג ESG. בארצות הברית הצהירה הרשות לניירות ערך כי ESG יעמוד במוקד סדר העדיפויות שלה לשנה הקרובה.²⁶⁴ לאחרונה אף הוטל קנס בגובה של 1.5 מיליון דולר על זרוע ניהול ההשקעות של BNY Mellon בגין מסירת מידע מטעה על השקעות ESG.²⁶⁵ גם בישראל, בעקבות ההנחיות החדשות של רשות שוק ההון גופים מוסדיים נדרשים מעתה להבהיר מהי מדיניות ההשקעות שלהם בנושא זה. גם אם הדבר רחוק מלפתור חשש זה, צעד זה צפוי להגביר את השקיפות ומשכך להקטין את הסיכון שבתופעה זו.²⁶⁶

מעבר לכך, אל מול החשש מפני greenwashing יש לשקול את המחיר של החלטה להתעלם ממשבר האקלים. לפני הכול יש לשים לב לכך, שבעוד שהנתונים האמפיריים שנסקרו מוקדם יותר בהרחבה אינם תומכים בהכרח בכך ששיקולי ESG יניבו תשואות עורפות עבור החוסכים, הם גם אינם מצביעים על עלויות גבוהות בעקבות הסתמכות עליהם.²⁶⁷ זאת ועוד, לפחות בכל הנוגע להשפעות סביבתיות, הציפייה שיהיה אפשר לקשור בין דירוג

Urbina, *Short Answers to Hard Questions About Clean Coal Technology*, N.Y. TIMES (Jul. 5, 2016), <https://www.nytimes.com/interactive/2016/07/01/science/what-is-clean-coal.html>; Sarah Zielinski, *Natural Gas Really Is Better than Coal*, SMITHSONIAN MAG (Feb. 13, 2014), <https://www.smithsonianmag.com/science-nature/natural-gas-really-better-coal-180949739>. ויכוחים רבים מתנהלים בהקשר זה גם על אנרגיה גרעינית והסיכונים הנרחבים שהיא יוצרת, ראו Mark Diesendorf, *Accidents, Waste and Weapons: Nuclear Power Isn't Worth the Risks*, CONVERSATION (May 18, 2014), <https://theconversation.com/accidents-waste-and-weapons-nuclear-power-isnt-worth-the-risks-41522>.

Robert Engle, Stefano Giglio, Heebum Lee, Bryan Kelly & Johannes Stroebel, *Hedging* 263 *Climate Change News*, 33 REV. FIN. STUD. 1184 (2020).

264 ראו Mahoney & Mahoney, לעיל ה"ש 257, בעמ' 841.

265 צבי גבאי "פסקי דין וקנסות בסכומים אדירים: כללי המשחק בתחום ה-ESG השתנו" **TheMarker** (8.6.2022) <https://www.themarket.com/markets/2022-06-08/ty-article/.premium/00000181-3eef-d207-a795-7eefc3290000>.

266 ראו לעיל ה"ש 220.

267 ראו לעיל בפרק ג.2.

ESG ובין ביצועים בטווח זמנים קצר כל כך מעוררת קושי מלכתחילה. אפשר להתייחס למשל לאחד המחקרים שהוזכרו לעיל, אשר עסק בדירוג של חברת Morningstar. תוצאות המחקר פורסמו בשנת 2020, בעוד שדירוג ה-ESG עצמו שבו עסק המחקר התפרסם רק בשנת 2016.²⁶⁸ משכך, קשה לבסס על נתונים אלו טענה משכנעת להיעדר קשר בין רווחים ובין מדרי ESG. למעשה אותו מחקר דווקא הצביע על קיומו של "ESG momentum", ועל כן הוא מסיק כי הממצא מציע שהאינטרס של בעלי המניות הוא לעבוד ולשפר את הדירוגים של החברות שבהן הם משקיעים.²⁶⁹ מאחר שההשלכות הכלכליות של משבר האקלים צפויות להחמיר עם הזמן, הן אינן מתומחרות בהכרח כראוי בידי השוק בטווח הקצר, והבעיה של short-termism תהיה בולטת במיוחד בהקשרים אלו.²⁷⁰ כמו כן, בעוד שבנוגע לתשואות כספיות הראיות האמפיריות אינן ברורות, בכל הנוגע להערכת סיכון יש בנמצא ספרות המצביעה על קשר בין מדרי קיימות ובין סיכויי ההשקעה,²⁷¹ ומחקרים שונים הדגימו שלחברות בעלות דירוגי ESG יש פחות סיכון שיטתי.²⁷²

על רקע זה, אף אם נניח שאין בנמצא בשלב זה ראיות אמפיריות לקשר ודאי בין שיקולי קיימות ורווחיות החברה לטווח קצר, אפשר להניח בוודאות סבירה שהשקעה בחברות שמתעלמות לחלוטין ממשבר האקלים אינה צפויה להיות רווחית בטווח הארוך. משכך, יש לאזן בין החשש ל-"greenwashing" ובין ההבנה שלהתעלמות משיקולי ESG אתיים עשוי להיות מחיר כלכלי בעתיד. שיקולי ESG אינם מחליפים ניהול פיננסי מקצועי ואחראי של כספי החוסכים. כמו בכל מקרה אחר של אי-ודאות, הגוף המוסדי מחויב לאתר את המידע הנדרש, לבחון את סיכויי ההשקעה וסיכוייה ולקבל החלטה מושכלת.

בהנחה שראוי לאפשר לנאמנים להפעיל את שיקול דעתם גם באמצעות השקעות אקטיביות, על אף אי-הוודאות הכרוכה בכך, המסקנה המתבקשת היא שעל הבחינה המשפטית להתמקד בתהליך שקיים הגוף המוסדי, ובפרט בשאלה אם היה מדובר בתהליך מקצועי, מפורט, מתועד וענייני. לכך נועדה חובת הזהירות, ואין מניעה להשתמש בה גם בנוגע לשיקולי ESG, בהתאם לכללי ההשקעה המפורטים שממילא חלים על גופים אלו.²⁷³ התייחסותם של המשקיעים המוסדיים לסוגיה זו צפויה להשפיע על השוק, ולחייב חברות לפתח כלים שיאפשרו להן להוכיח לגוף המוסדי שהן עומדות בסטנדרטים הסביבתיים הרלוונטיים. סיכומו של דבר, אף לא אחת מההסתייגויות הרבות שהוצבו לשימוש במדרי ה-ESG – הכלכליים והאתיים – משכנעת. נהפוך הוא, נראה שמדובר במגמה רצויה וחיונית של שימוש ראוי בכספי הציבור באופן אשר ישקף את האינטרסים של החוסכים עצמם.

268 Steen, Moussawi & Gjølberg, לעיל ה"ש 148.

269 שם, בעמ' 368.

270 להתייחסות לקיומה של בעיה זו בשוק והשלכותיה האפשריות, ראו Zohar Goshen & Reilly, *Steel, Raiders, Activists, and the Risk of Mismatching*, 4, n. 15 (European Corporate Governance Institute, Law Working Paper No. 613/2021, 2021), <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3945764>.

271 Steen, Moussawi & Gjølberg, לעיל ה"ש 148, בעמ' 367-368.

272 Albuquerque, Koskinen & Zhang, לעיל ה"ש 162, בעמ' 4452.

273 ראו דיון לעיל בטקסט שלאחר ה"ש 218.

סיכום

מאמר זה עסק בשאלת תפקידם של משקיעים מוסדיים בקידום השקעות חברתיות. בפרט התמקדתי בשאלה אם דיני האמונאות מונעים מגופים מוסדיים להשתמש במדדי ESG בעת בחירת השקעות, שכן המוטיבציה העומדת מאחוריהם אינה רק כלכלית אלא גם אתית. תחילה הסברתי מיהם הגופים המוסדיים בישראל, ועמדתי על חשיבותם לשוק ההון המקומי. בהמשך בחנתי את מעמדם של המשקיעים המוסדיים כאמונאיים. סקרתי בקצרה את יסודותיהם התאורטיים של דיני האמונאות, והבהרתי מדוע הוטלו על גופים אלו חובות אמון. המשכתי וסקרתי את הרקע ההיסטורי שהוביל לצמיחתו של המונח ESG, והבהרתי מהם הקשיים המלווים מונח זה. במסגרת זו אף דנתי במחקרים השונים שביקשו לקשור בין השאת רווחים פיננסיים ושימוש במדדי ESG. רקע זה אפשר לי להציג את הטענה שהועלתה בהקשר האמריקני, שלפיה דיני האמונאות אינם מאפשרים לגופים מוסדיים להתחשב בשיקולי ESG בעת בחירת השקעות אם המוטיבציה לכך אינה מבוססת על ראיות כלכליות ברורות ומוכחות. במסגרת הדיון ביקשתי להבחין בין שני רובדי הטיעון – הדוקטרינרי והנורמטיבי. בכך ביקשתי להדגים שהוויכוח נוגע לשאלה לא רק מהו הדין המצוי, אלא מהו הדין הרצוי. לסיכום התמקדתי במשפט הישראלי. הסברתי כי קידום מדיניות השקעות חברתיות בידי משקיעים מוסדיים אינו מחייב שינוי בדין הקיים. דנתי בטיעונים שונים שהועלו נגד ההכרה ביכולתם של משקיעים מוסדיים להתחשב בשיקולי ESG אתיים, כגון החשש מכפיית ערכיהם של מנהלי הגוף המוסדי על החוסכים או החשש מעלויות האקטיביזם המוסדי, והצבעתי על כשלים בנימוקים אלו. על רקע זה הייתה מסקנתי שזוהי גם המדיניות המשפטית הרצויה.

אסכם ואומר שהמסקנה המתבקשת מהניתוח היא שמשקיעים מוסדיים יכולים מבחינה משפטית להתייחס לשיקולי ESG – גם אם שיקולים אלו משקפים ערכים אתיים ולא רק כלכליים – במסגרת בחירת השקעותיהם. את השאלה הנגזרת מכך, אם גופים אלו אף מחויבים לעשות כן בהקשרים מסוימים, אבקש להשאיר בשלב זה פתוחה.²⁷⁴ גם בשאלות מעניינות נוספות, כגון אם ראוי ליצור מנגנונים לכירור העדפותיהם של החוסכים או אם המדינה צריכה לעודד התחשבות בשיקולים אלו לצד גידור הסיכון של החוסכים, לא אוכל לעסוק כאן. אדגיש שוב כי התחשבות בשיקולים אלו אינה פוטרת את הגופים המוסדיים מאחריותם לעמוד בחובות הזהירות והאמון החלות עליהם. לצד זאת, אין להטיל עליהם דרישה נוספת ומיותרת להוכיח בעת השימוש במדדים אלו (או בעת נקיטת פעולה אקטיבית כלשהי בחברה כדי לעודד אותה לשפר את ביצועיה במדדים אלו) שהדבר הניב רווח כספי מידי לחוסכים. הנחת המוצא צריכה להיות שכל עוד הגוף המוסדי אינו מצוי בניגוד עניינים וכאשר קבלת החלטותיו נעשית בהליך סדור וענייני, אין כל מניעה שהוא יתייחס גם לשיקולים אתיים בעת בחירת השקעותיו. הסתכלו למעלה, למטה או לצדדים. קידום השקעות חברתיות, ובפרט השקעות סביבתיות, הוא לטובת האינטרס של כולנו.

274 ראו לעיל ה"ש 228.