

IMPACT!



השקעות אחראיות (ESG)
ואימפקט בקרב משקיעים
מוסדיים בישראל

משקיעים מוסדיים משחקים תפקיד חשוב בקידום השווקים הגלובליים של השקעות אחראיות והשקעות אימפקט. מחקר זה נועד להציג תמונת מצב עדכנית על הפעילות של המשקיעים המוסדיים בישראל בתחומים אלו, וכן להצביע על המוטיבציות והחסמים המרכזיים המשפיעים עליהם בבואם לבצע השקעות אחראיות ו/או השקעות אימפקט. על בסיס ראיונות עם גופים מוסדיים ועם מומחים מהתעשייה, וכן על בסיס ניתוח דיווחים גלויים, מצאנו כי המוסדיים בישראל פועלים באופן הדרגתי להטמיע שיקולי חברה, סביבה וממשל תאגידי (ESG) בתהליכי ההשקעה. למרות השונות בקצב ההתקדמות והלמידה, נראה שקיימת תשתית טובה להתפתחות התחום בישראל. בנוסף, מצאנו כי המוסדיים כמעט שלא מבצעים השקעות אימפקט, ושהשקעות אלו מבוצעות לרוב באמצעות מתווכים או כלים פיננסיים. בהתאם, נכסי אימפקט מהווים שבריר מזערי מתוך סך הנכסים המנוהלים על ידי המוסדיים. עם זאת ישנה מגמה של אימוץ השקעות מוכוונות-אימפקט, במגוון תחומים כגון: אנרגיה מתחדשת, התפלת מים, טיפול בפסולת, דיור בר-השגה וקידום עסקים קטנים. היקף השקעות אלו ב-2021 מוערך בכשישה מיליארד ש"ח, עם פוטנציאל צמיחה משמעותי בשנים הקרובות.

מחקר זה נכתב על ידי [הפורום הישראלי לקידום כלכלת אימפקט \(IFIE\)](#), ארגון המורכב ממובילות ומובילים מהמגזר הציבורי, העסקי והחברתי, המחויבים להבטיח את השגשוג הכלכלי של ישראל לצד קידום פתרונות לאתגרים חברתיים וסביבתיים מקומיים וגלובליים. ה-IFIE מתפקד כמועצה לאומית מייצעת של ישראל (NAB) לקבוצת ההיגוי העולמית (GSG) המונה כ-40 מדינות. ה-GSG, בראשות סר רונלד כהן, הינו יוזמה של ה-G7, המתפקד כארגון בינלאומי ועצמאי המפגיש מנהיגים מעולמות הכלכלה, העסקים והפילנתרופיה, במטרה לעודד מדיניות, יזמות, והשקעות אימפקט לרווחת בני האדם וכדור הארץ.

ברצוננו להודות ל-[BDO Israel](#), שותפינו לביצוע המחקר ולקבוצת העבודה היצע הון של הפורום הישראלי לקידום כלכלת אימפקט, ובפרט לחן הרצוג, ליהיא יוקלה וכרמל כדורי-רפאלי, שתמכו וסייעו לנו במהלך המחקר לאורך השנה. כמו כן, נרצה להוקיר תודה לחברות וחברי קבוצת העבודה היצע ההון, ובפרט לנגה לבציון-נדן, אירה פרידמן, סנדרין מונטסמה, דורית סלינגר, אלה אלקלעי והדס שפירר על ההובלה, ההכוונה, התובנות ושותפות הדרך. לבסוף, נרצה להודות לתומכי המחקר, ביניהם [קבוצת לוריאל ישראל](#).

כתבו: טל צור, איה נבון, איתם כהן, ראובן סבטי וקרן שפיר



תוכן עניינים

מתודולוגיה

14-16

רגולציה
בארץ ובעולם

9-13

מבוא

4-8

סיכום

29-34

ממצאים

17-28

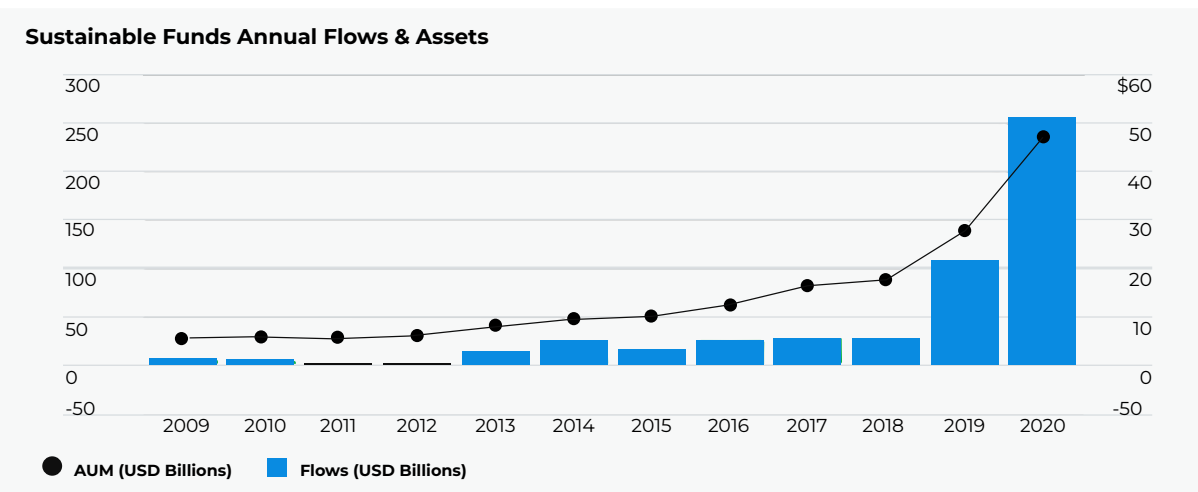
מבוא

אך נמצא במגמה דומה, ורק לאחרונה העריך ה-GIIN, ארגון בינלאומי שעוסק בהשקעות אימפקט, כי השווי של נכסי האימפקט המנוהלים כיום בעולם חצה את רף טריליון הדולר³.

נתונים אלו לא מפתיעים. בשנים האחרונות משקיעים מדווחים בעקביות על מוטיבציה גוברת לבצע השקעות אחראיות בשל שיקולים מתעצמים של ניהול סיכונים ופיזור השקעות; רצון להיענות לביקוש של בעלי עניין; רצון להתכתב עם ערכי הפירמות; שינויים רגולטוריים; וכן בשל דאגות כנות ביחס לסוגיות של איכות הסביבה, זכויות אדם, זכויות עובדים, גיוון מגדרי ועוד⁴. העניין בהשקעות אחראיות גבר גם בשל התחזקות של תנועות לצמצום הפגיעה באקלים וקידום צדק חברתי, וכן עקב מגפת הקורונה שהעלתה לסדר היום את הקשר שבין בריאות, סביבה, חברה וכלכלה.

השוק העולמי של השקעות אחראיות (ESG) והשקעות אימפקט צומח בעקביות מזה מספר שנים. יותר ויותר משקיעים מסוגים שונים מדווחים על כך שהם אימצו עקרונות של השקעות אחראיות במדיניות ההשקעות שלהם, ובתוך כך מגדילים באופן דרמטי את אחזקותיהם בנכסי ESG ואימפקט. לראיה, בשנת 2020 הוזרמו לקרנות ESG בארה"ב כ-51 מיליארד דולר, יותר מפי שניים מ-2019 וכמעט פי עשרה מ-2018¹.

גם ברמה העולמית נכסי ה-ESG גדלו בהתמדה, ומוערכים כיום בשווי של כ-37 טריליון דולר (בהשוואה ל-22 טריליון דולר ב-2018), והתחזיות מעריכות שנתון זה צפוי לגדול ל-53 טריליון דולר עד 2025 - כשליש מהשווי של סך הנכסים המנוהלים בעולם². שוק השקעות האימפקט קטן בהשוואה להשקעות ESG



דו"ח זה נתמך בסוג אחד של משקיעים - משקיעים מוסדיים, וזאת בשל תפקידם המרכזי והשפעתם על שוק ההון, ההיקף העצום של הנכסים המנוהלים על ידם, כ-2.2 טריליון ש"ח, והעובדה שכספי הציבור מנוהלים ומושקעים באמצעותם. הנחת יסוד של מחקר זה היא שבזכות מאפייניהם הייחודיים, הגופים המוסדיים יכולים וצריכים למלא תפקיד חשוב בשוק ההשקעות האחראיות והשקעות האימפקט בישראל וכי חיבור זה צפוי לייצר ערך מוסף לחוסכים.

דו"ח זה בנוי באופן הבא: פרק א' יגדיר את מושגי המחקר ויסקור את התופעה של השקעות אחראיות והשקעות אימפקט במבט עולמי. פרק ב' יסקור את המסגרת הרגולטורית ואת המגמות האחרונות בישראל בתחום השקעות אימפקט והשקעות אחראיות. פרק ג' יציג את מטרות המחקר והמתודולוגיה. בפרק ד' יפורטו ממצאי המחקר בדבר הערכה של היקף ההשקעות, מדיניות ותהליך ההשקעות האחראיות, לצד מוטיבציות וחסמים להשקעות אחראיות ו/או אימפקט. הפרק האחרון יסכם את הממצאים וידון במשמעותם.

הקדמה:

השקעות אחראיות והשקעות אימפקט

משקללות את הקריטריונים באופן שונה.

המושג "סינון מונע" (Exclusion) מתייחס למדיניות במסגרתה משקיע נמנע מהשקעה בחברות מסוימות, בענפים ובאזורים גיאוגרפיים מסוימים על-פי קריטריונים שהגדיר מראש. בהקשר של השקעות אחראיות, סינון מונע מתייחס למדיניות של משקיעים שמדירים מגזרים שנתפסים ככאלו שאינם מתיישבים היבטי ESG, כמו דלקים פוסיליים שמזהמים את הסביבה.

גוף השקעה מוסדי הינו כינוי לגוף בעל מקורות כספיים גדולים של עצמו או של לקוחותיו, ואשר מבצע השקעות בסכומים גדולים. הגופים המוסדיים המרכזיים בישראל הם חברות המנהלות קרנות פנסיה או קופות גמל, חברות הביטוח, ותאגידים בנקאיים. השקעה בניירות ערך היא עיסוק מרכזי של משקיעים מוסדיים, והם מרכזים בידיהם מעל 90% מהנכסים המנוהלים⁶. במחקר זה, גם בנקים נכללים תחת ההגדרה של גופים מוסדיים, למרות שעיסוקם שונה מזה של המוסדיים שאינם בנקים, והשקעותיהם בתחומי ESG ואימפקט לרוב מבוצעות באמצעות חשבון עצמי (נוסטרו), וזאת בניגוד לשאר המוסדיים, המשקיעים את כספי הלקוחות ושואפים להשיא תשואה פיננסית עבורם.

כעת נסקור ממעוף הציפור את המגמות העולמיות של השקעות אחראיות והשקעות אימפקט על ידי מוסדיים. ראוי לציין כי שוק ההשקעות האחראיות מרוכז כמעט כולו באירופה ובצפון אמריקה (כ-80-90% לפי מחקרים שונים) ולכן מרבית הנתונים שיוצגו לעיל מקורם באזורים גאוגרפיים אלה. זו הבחנה חשובה משום שהרגולציה במדינות אלו שונה מזו שבארץ, וכך גם סדר היום הפוליטי-חברתי-כלכלי, שנוטה לעסוק יותר בנושאי סביבה וחברה בהשוואה לישראל.

לפי ארגון ה-GIIN, **השקעות אימפקט (Impact Investments)** הינן השקעות במיזמים, קרנות או ארגונים, המכוונות להפיק תועלת חברתית ו/או סביבתית, חיובית מוגדרת ומדידה, לצד תשואה פיננסית. כלומר, השקעת אימפקט מאופיינת בשלושה מרכיבים: (1) כוונה (Intentionality) ליצור השפעה חיובית מוגדרת; (2) תשואה פיננסית; (3) מדידה של ההשפעה החברתית ו/או הסביבתית (האימפקט) כתוצאה מההשקעה, שאותה מקובל למדוד בהתאם ליעדי הפיתוח בר-קיימא (SDG - Sustainable Development Goals) שהוגדרו על ידי האו"ם.

השקעות מכוונות-אימפקט (Impact-Aligned) כוללות השקעות שיש להן פוטנציאל לייצר אימפקט אך אינן בהכרח כוללות כוונה מוצהרת ומדידה. השקעות אלו בעלות פוטנציאל להפוך להשקעות אימפקט אם המטרות שלהן יוגדרו בצורה ברורה והשפעותיהן ימדדו בצורה סדורה⁵.

המושג "**השקעות אחראיות**" מתייחס אל השקעות אשר מתווספת אליהן הערכה של ההתנהלות של חברת המטרה בנושאי חברה, סביבה וממשל תאגידי (ESG - Environmental, Social and Governance). במילים אחרות, זו השקעה שבמסגרתה המשקיע בוחן האם החברה הרלוונטית - גם אם מטרתה אינה להפיק תועלת סביבתית ו/או חברתית - מתנהלת תחת הליך ממשל תאגידי תקין, שומרת על זכויות העובדים ואינה מנצלת עובדים באופן ישיר או עקיף, פועלת לצמצום הזיהום הסביבתי וכד'.

לפי שעה, לא קיימת הגדרה אחידה באשר לאלו השקעות יחשבו השקעת ESG, אימפקט או מכוונות אימפקט ומעבר לכך, ישנן גישות ושיטות דירוג מגוונות אשר

השקעות אחראיות

היבטי ESG מקבלים חשיבות הולכת וגוברת בקרב משקיעים מוסדיים בעולם. מחקרים רבים מראים כי משקיעים ככלל, לרבות מוסדיים, מגבירים את עיסוקם בסוגיות ESG, ובהתאם, מטמיעים היבטים אלו במסגרת מדיניות ההשקעות שלהם. לדוגמה, מחקר של PwC מ-2022⁷ בדק את העמדות של 250 מנהלים מגופים מוסדיים ברחבי העולם, ומצא ששיקולי ESG מסתמנים כמרכיב אשר זוכה לאמון מהותי, כזה שראוי שימלא תפקיד ממשי באסטרטגיית ההשקעות שלהם. למשל: תשעה מתוך עשרה (89%) מנהלים מגופים מוסדיים הביעו אמון ששילוב היבטי ESG באסטרטגיית ההשקעות יוביל לתשואות גבוהות יותר בטווח הארוך; כשמונה מתוך עשרה (79%) דיווחו שהם מתכננים להגדיל את ההון המיועד להשקעות ESG בשנתיים הקרובות; שלושה מתוך ארבעה (75%) דיווחו שהם מאמינים שהיבטי ESG הם חלק מחובת הנאמנות; וכשמונה (78%) מתוך עשרה הביעו נכונות לשאת בעלויות גבוהות יותר במסגרת קרנות ESG.

האמון בהשקעות ESG מתבטא במעשים. מחקר של UBS ו-The Economist⁸ שבחן את הפעילות של 450 מוסדיים מהעולם בתחום ה-ESG, מצא כי כרבע (28%) מהמוסדיים כבר הטמיעו היבטי ESG בתהליך ההשקעות שלהם, באופן שמשפיע על לפחות חצי מהנכסים שמנהלים על ידם (נכון ל-2021). ויותר מכך: שלושה מכל ארבעה דיווחו כי ההשקעות שבהן הוטמעו

שיקולי ESG הציגו ביצועים פיננסיים טובים יותר בהשוואה להשקעות מסורתיות, לאורך שלוש שנים שבדקו. המחקר של PwC הגיע לממצא דומה: שבעה מתוך עשרה (72%) מוסדיים דיווחו שהם כבר הגדירו יעדים הקשורים ל-ESG במסגרת מדיניות ההשקעות שלהם, ומתוך המוסדיים שדיווחו שהם מבצעים השקעות ESG, שישה מתוך עשרה (60%) דיווחו שהתשואות על השקעות ESG גבוהות יותר בהשוואה לתשואות על השקעות מסורתיות.

ממצאים אלו מתכתבים עם מחקרים רבים אשר מראים כי קיימת הלימה חיובית בין השקעות אחראיות וביצועים פיננסיים. מטה אנליזה מקיפה שפורסמה ב-2015⁹, סקרה את התוצאות של מעל 2,000 מחקרים ומצאה קשר ישי, הדוק ומתמשך בין ציון ESG גבוה שניתן לחברה לבין ביצועים פיננסיים (Corporate Financial Performance) CFP (-) ותשואות יתר של המניה שלה. במילים אחרות, נמצא קשר בין השקעות ESG לבין תשואות עודפות. לפי ממצאי המחקר, קשר זה נשמר על פני אזורים גאוגרפיים שונים, השקעות מסוגים שונים, ועל פני כל אחד ממרכיבי ה-ESG בנפרד.

גם אם קשה להעריך ולמדוד בצורה מדויקת את היקף ההון המוסדי המופנה להשקעות ESG ברמה הגלובלית, ניתן ללמוד שבהחלט קיימת מגמה של שילוב היבטי ESG בהשקעות בקרב הגופים המוסדיים בעולם. אמנם ישנם פערים מסוימים בין המוטיבציות לבין הביצועים, אך אין ספק שהמוסדיים נותנים מקום להיבטי ESG במסגרת פעילותם ומרחיבים את עשייתם בתחום בהדרגה.

מתוך סך הנכסים הפיננסיים במדינה והשפעתם על שוק ההון היא דרמטית. לראיה, ב-2021 משקיעים מוסדיים היוו 90% מהמסחר היומי במדד Russell 3000¹³. בהשוואה לנתון זה, חלקם של המוסדיים בשוק האימפקט עומד כאמור על 42%, ומכאן שיש מקום להגדלה משמעותית של השקעות המוסדיים בשוק האימפקט בעולם.

מקרה בוחן אשר עשוי להבהיר את הפוטנציאל הרב של המוסדיים בקידום אימפקט הוא המקרה של הולנד. שוק האימפקט בהולנד מוערך בכ-116 מיליארד אירו, מתוכם כ-90 מיליארד אירו (כ-78%) מנוהלים על ידי גופים מוסדיים. מאידך, המשקיעים המוסדיים בהולנד דיווחו שנכסי אימפקט מהווים בממוצע 7% מתוך סך הנכסים המנוהלים על ידם. במילים אחרות, נתח קטן יחסית מההון המוסדי מהווה נתח עצום מתוך סך נכסי האימפקט בהולנד. זו דוגמה מאלפת לכך שלמוסדיים יש פוטנציאל משמעותי ל-Scale, ואילו הם יפנו ולו מעט מנכסים אלו להשקעות אימפקט, תהיה לכך השפעה אדירה¹⁴.

לסיכומו של עניין, השווקים הגלובליים של השקעות אחראיות והשקעות אימפקט נמצאים בצמיחה, ובהתאם, המוסדיים בעולם מגדילים את חלקם בעוגה. אם ההערכות תתמשנה ונכסי ה-ESG והאימפקט בעולם יגדלו בקצב המצופה, המוסדיים ימשיכו למלא תפקיד חשוב במגמה זו.

השקעות אימפקט למרות שמדובר בשוק קטן וצעיר יותר משוק ה-ESG, גם שוק האימפקט נמצא בצמיחה. מספר העסקאות המוגדרות כעסקאות אימפקט גדל בשיעור ממוצע של 18% לשנה בעשור האחרון. גם השווי הכולל של נכסי האימפקט נמצא בצמיחה: ב-2019 ה-GIIN העריך שגודלו של שוק האימפקט העולמי הינו 715 מיליארד דולר, וב-2022 נתון זה זינק ל-1.164 טריליון דולר¹⁰.

מצד אחד, מחקרים שונים מעידים בבירור על כך שהגופים המוסדיים משחקים תפקיד חשוב בשוק האימפקט העולמי ומהווים שחקן שמזרים הון רב. לדוגמה, ב-2019, 42% מתוך ההון הגלובלי שהופנה לאימפקט היה הון מוסדי, וסביר להניח ששיעור זה גדל בשלוש השנים האחרונות¹¹. מצד שני, השקעות אימפקט מסתמנות כגישה פחות מועדפת על ידי המוסדיים בכל הנוגע להשקעות אחראיות. למרות הגידול בהשקעות אימפקט, ניכר כי רוב המוסדיים מעדיפים להטמיע שיקולי ESG בתהליך ההשקעה מאשר לבצע השקעות אימפקט¹².

ראוי להזכיר כי חלקם של המוסדיים בשוק האימפקט קטן מחלקם היחסי בשוק ההון בכללותו. כאמור, הגופים המוסדיים בישראל מחזיקים ברוב ניירות הערך הנסחרים, ותופעה זו נכונה גם בעולם. למשל, גם בארה"ב המשקיעים המוסדיים שולטים בנתח עצום



תשואה פיננסית



כוונה ליצור השפעה
חיובית מוגדרת



תשואה פיננסית



כוונה ליצור השפעה
חיובית מוגדרת



מדידה של השפעה
חברתית/סביבתית



מדיניות הימנעות
מהשקעה במגזרים
שאינם מתיישבים עם
היבטי ה-ESG



תשואה פיננסית



אינטרסים תואמים
גם אם אין כוונה או מדידה

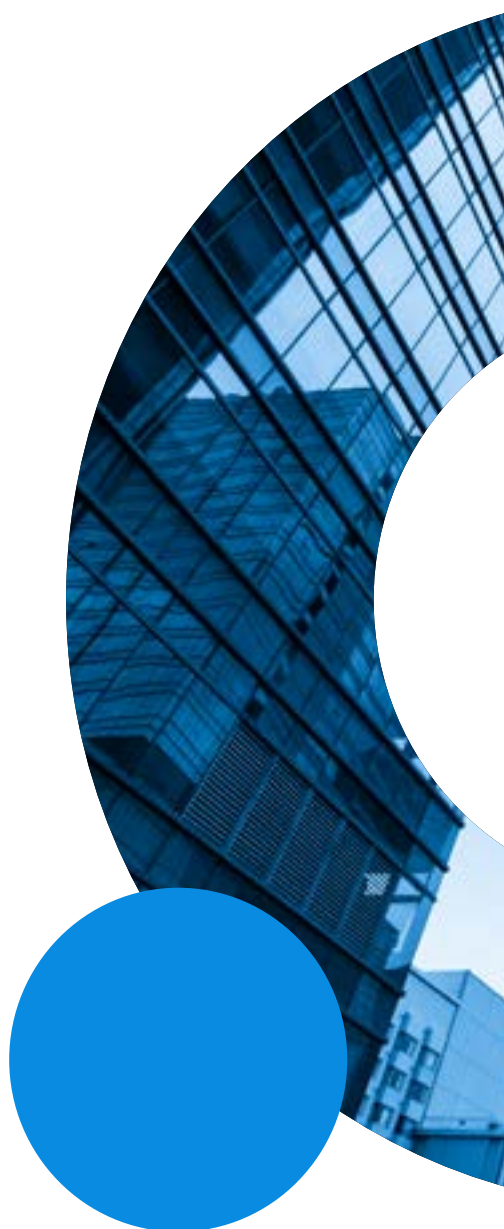


המסגרת הרגולטורית העולמית והמגמות האחרונות בישראל

בשנת 2015 נחתם הסכם פריז, במטרה לקדם מיטיגציה ואדפטציה לשינויי האקלים. צורך זה הובלט גם ב-17 יעדים לפיתוח בר-קיימא ([Sustainable Development Goals – SDGs](#)) שקבע האו"ם באותה שנה, ובפרט ב-SDG מס' 13 - "נקיטת פעולה דחופה למאבק בשינויי האקלים והשפעותיהם". בוועידת האקלים בגלזגו בשנת 2021, נושא מרכזי היה העמקת היעדים הלאומיים עליהם התחייבו המדינות לשנת 2030, במטרה שעד לשנת 2050 כלכלות העולם יגיעו לאיפוס פליטות גזי החממה (Net Zero Emissions) ¹⁵.

בהתאם, יותר מ-70 מדינות קבעו יעד לנטו אפס פליטות (Net Zero Emissions), רובן עד שנת 2050. יעדים אלו הוגדרו בחקיקה, בהצהרות ממשלתיות או במסמכי מדיניות. עם זאת, חשוב לציין כי בפועל מרבית המדינות אינן עומדות ביעדים שהציבו לעצמן, וחלק מההתחייבויות נותרו מעורפלות. לצד מדינות, גם ישויות שאינן מדינות (כמו רשויות מקומיות, פירמות, מוסדות פיננסיים ומוסדות להשכלה גבוהה) הצטרפו למיזם ([Race to Zero](#)) בחסות ה-UNFCCC (אמנת המסגרת של האו"ם בנושא שינויי אקלים) ובמסגרתו התחייבו לצעדים מיידיים להפחתת סך הפליטות העולמיות עד לשנת 2030. בשנת 2022, בוועידת האקלים בשארם א-שייח', הודגש הצורך בהשקעות באנרגיות מתחדשות בהיקף של כ-4 טריליון דולרים מדי שנה עד 2030, כדי להגיע לנטו אפס פליטות עד 2050.

בהתאם לכך, כיום במדינות רבות בעולם, ובעיקר בארה"ב ובאירופה (הן באיחוד האירופי והן בבריטניה), הרגולציה פועלת רבות למען עידוד ואסדרת תחומי ההשקעות האחראיות והשקעות האימפקט, הן בקרב המשקיעים, והן בקרב החברות עצמן, תוך התמקדות בשלושה תחומים: (1) גילוי ודיווח של החברות כדי להבטיח למשקיעים את המידע הדרוש להקצאת הון. (2) גילוי מוצרי השקעה, כך שמשקיעים יוכלו לזהות בקלות מוצרים המקצים הון לפעילויות ברות קיימא. (3) טקסונומיות שיסייעו ביצירת הגדרה אחידה למונח "בר-קיימא". ברגע שיש גילוי וסיווג של השקעות ממשלות יכולות לעודד אותן בעזרת כלים נוספים כגון סובסידיות, הטבות מס ועוד. להלן הרגולציות העיקריות הקיימות כיום בעולם בתחום זה:



ההשקעות האחראיות בכלל. שתי יוזמות משמעותיות בהקשר זה בתחומי התשתיות והמסים כוללות את החוק הדו-מפלגתי, ה-Bipartisan Infrastructure Law שמקצה מעל 300 מיליארד דולר להשקעה בשיפור תשתיות ומערכי תחבורה וצפוי לשפר גישה למים נקיים, צמצום הזיהום ומעבר לתחבורה ואנרגיות ירוקות¹⁸. זאת לצד החוק להפחתת האינפלציה – Inflation reduction act אשר יוביל להשקעה של 369 מיליארד דולר בתחומי אנרגיה מתחדשת ושינוי אקלים וצפוי להפחית את פליטת הפחמן ב-40% עד 2030. חוק זה כולל הטבות למשקיעים, יצרנים ולקוחות¹⁹.

יוזמות נוספות מקדמות השקעות אחראיות והשקעות אימפקט באופן ישיר. כך לדוגמה לאחרונה פורסם נוסח סופי לחוק "הבטחת ההכנסה לגמלאות עובדים", ובו הובהר שמנהלי ההשקעות בגופים המוסדיים יהיו רשאים לשקול שינויי אקלים והיבטי ESG בתהליך ההשקעה שלהם בתוכניות הפרישה של עובדים. יתרה מכך, הרשות לניירות ערך בארה"ב (SEC) הכריזה השנה על דרישות מוצעות לגילוי ESG לחברות, לפיהן חברות ציבוריות יהיו חייבות לשפר ולתקן את הגילויים שלהן הקשורים לסיכוני אקלים וניהולם. היוזמה, אשר עוררה התנגדות פוליטית עזה, אמנם טרם אושרה, אך הנחיותיה צפויות להתפרסם באפריל השנה.

בנוסף, גם בקרב עולם ההשקעות הגלובלי, שנת 2023 עומדת להיות שנה חשובה, כאשר ארגון ה-IFRS, הארגון המוביל בעולם לתקני דיווח פיננסיים, צפוי לפרסם ביוני נוסח סופי לסטנדרט דיווח עולמי אחיד ובר השוואה בנושאי אקלים וקיימות.

האיחוד האירופי: לאסטרטגיית הפיננסים ברת-הקיימא של האיחוד האירופי ישנן שלוש ערכות מרכזיות של כללים שנועדו להניע השקעות אחראיות:

1. הטקסונומיה הירוקה ([Green Taxonomy](#)), שמטרתה לקבוע "תקן זהב" אחיד בנוגע לדיווחי קיימות כדי לעזור להדריך משקיעים, להפנות הון לפעילויות "ירוקות" ולהילחם במקרי Greenwashing.
2. תקנת גילוי מימון בר-קיימא ([SFDR](#)), שמטרתה להגביר ולשפר את השקיפות בשוק של מוצרי השקעה ברי-קיימא.
3. הוראת דיווח הקיימות הארגונית ([CSRD](#)), הדורשת מכ-50,000 חברות באיחוד האירופי לשתף מידע על האופן שבו הן עוקבות אחר נושאים חברתיים וסביבתיים החל משנת 2024.

בריטניה: באוקטובר 2021 פרסמה ממשלת בריטניה מפת דרכים בנושא מימון בר-קיימא, כחלק מתוכניתיה להתקדם לעבר "כלכלת אפס-נטו" (Net-Zero Economy)¹⁶. בתוך כך, בריטניה הטילה חובה על דיווח וחשיפת מידע פיננסי הקשור לאקלים, כך שהשחקנים השונים בשוק יוכלו להיווכח היכן נפלט רוב הפחמן ולהקצות הון בהתאם. בנוסף, מאחר והמושג "קיימות" הינו רחב ואינו מתייחס רק לשינויי אקלים, הרגולטור בבריטניה גם חשף תוכניות לדרישות מחברות לגילוי בנושאי קיימות¹⁷.

ארה"ב: ממשל ביידן פועל לקידום הנושא הסביבתי ללא הרף, תוך עיגונו בחוק, באופן המשפיע על הכספים המוסטים לנושא, וכן על הרגולציה סביבו וסביב תחום

שינויים רגולטורים ומגמות בישראל

על אף המגמות העולמיות, ישראל נמצאת בתחילת דרכה בכל הנוגע להשקעות אחראיות והשקעות אימפקט. בשנים האחרונות ניתן לראות עניין גובר בקרב הרשויות הרגולטוריות בישראל בהשקעות אלו. רוב היוזמות הרגולטוריות מתמקדות בשלב זה בעידוד חברות ומשקיעים לדווח על מדיניות ה-ESG שלהם, לרוב באופן וולנטרי וללא קווים מנחים מחייבים.

בספטמבר 2020 פרסם המשרד לנושאים אסטרטגיים את תוכנית "Impact Nation", במסגרתה הוקם מנגנון תמיכה ממשלתי בסך כולל של שלושה מיליון ש"ח, במטרה לעודד חברות ציבוריות בישראל להפיק דו"חות "אחריות חברתית" (ESG) שישקפו נאותה את ההשפעות הסביבתיות והחברתיות של פעילותן העסקית, לצד דיווח על התנהלותן העסקית²⁰. מטרת התוכנית הייתה לסייע בהתמודדות עם טענות מצד ארגוני דה-לגיטימציה; למצב את הכלכלה הישראלית כבעלת השפעה חיובית על החברה והסביבה; וכן למשוך משקיעים זרים על ידי הגברת שקיפות וגילוי בתחום ההשקעות האחראיות והאימפקט.

בהמשך לכך, באפריל 2021 פרסמה רשות ניירות ערך מתווה מוצע לגילוי אודות אחריות תאגידית וסיכוני ESG²¹. במסגרת המלצותיה, קראה רשות ניירות ערך לכל התאגידים המדווחים לפרסם דו"ח אחריות תאגידית שנתי על בסיס וולונטרי ועל בסיס קריטריונים בינלאומיים מקובלים. הרשות נמנעה מהטלת חובת דיווח בין היתר מתוך רצון להניע תהליך הדרגתי ולהימנע מארביטראז' רגולטורי בין חברות בעלות מאפיינים דומים (למשל חברות ציבוריות ופרטיות הדומות במאפייניהן, כאשר רק הציבוריות יהיו מחויבות לדווח). בדצמבר 2022 הרשות פרסמה הוראה

למנהלי קרנות ולבעלי רישיון גדולים לפיה עליהם לפרט אם מדיניותם כוללת שילוב של שיקולי ESG, ואם כן, מהם שיקולים אלו ובאיזה אופן הם משולבים במדיניות. בנובמבר 2021 פרסמה רשות שוק ההון, ביטוח וחסכון הוראות בדבר שיקולי ESG²², במסגרתם ועדת השקעות של משקיע מוסדי נדרשת לקבוע מדיניות השקעה ביחס לשיקולי ESG ככל ששיקולים אלו רלוונטיים לביצועי תיק ההשקעות, ונדרשת לגבש כללים ונהלים לפיתוח מומחיות סביב היבטים וסיכונים בנושא זה. כמו כן, במסגרת המדיניות אותה הוא מפרסם, משקיע מוסדי נדרש לפרט מהם השיקולים הסביבתיים, החברתיים ושיקולי הממשל התאגידי הנשקלים על ידו במסגרת ניהול ההשקעות, ומהם הסיכונים הנוגעים לשיקולים אלו. עם זאת, הרגולציה איננה מכתובה בשלב זה מהם השיקולים הרלוונטים, ומאפשרת דיווח כללי ללא פירוט נתונים כמותיים לגבי השפעת שיקולים אלו על השקעות בפועל.

בדצמבר 2021 המפקח על הבנקים פרסם חוזר לפיו תאגידים בנקאיים נדרשים לציין בדו"ח השנתי לציבור היבטי ESG מהותיים המשתלבים ביעדים שלהם וכן להרחיב את הגילוי על החשיפה שלהם לסיכוני ESG²³. עם זאת, החוזר אינו מחייב להיצמד לתקנים מסוימים או לפרקטיקות מדידה מחייבות. בדצמבר 2022 המפקח על הבנקים הוציא חוזר נוסף אשר הרחיב את חובת הגילוי על היבטי ESG²⁴, וכלל דוגמאות לנושאים מסוימים שלגביהם מומלץ לתת גילוי, לרבות ניהול סיכונים סביבתיים והשפעת הבנקים על החברה והקהילה ואף ציין כי הוא שוקל לאמץ בהמשך את הנחיות הגילוי שנקבעו על ידי ה-TCFD בתחום האקלים ולכן נשקלת האפשרות לחייב אימות חיצוני של נתונים מסוימים הנכללים בדו"ח.

לסווג השקעות מסוגים שונים. בנוסף, הפעילות והדחיפה הממשלתית לעבר השקעות אימפקט היא מצומצמת יותר בהשוואה להשקעות אחראיות. אמנם קיים בקרב הממשלה עניין מסוים ביעדי ה-SDG ובפוטנציאל של השקעות לקדם מטרות חברתיות וסביבתיות, אך המסגרת הרגולטורית חסרה, ישנה אי-בהירות סביב ההגדרה והמדידה של השקעות אימפקט, וככלל, לא קיימת התייחסות ממשלתית רחבה להשקעות אימפקט או השקעות מוכוונות-אימפקט.

במאי 2022, במסגרת הרפורמה הכוללת בחיסכון הפנסיוני, פרסמה רשות שוק ההון טיוטת חוזר שנועד להסדיר את מסלולי ההשקעה במוצרי חיסכון ארוך טווח²⁵. במסגרת החוזר, הרשות פתחה לגופים המוסדיים את האפשרות להשיק מסלול קיימות בכלל המוצרים, שינוהל בהתאם ליעדי ה-SDG שהוגדרו על ידי האו"ם. מעבר לכך, הרשות התירה להשיק מסלול השקעה סביבתי עבור מוצרי חיסכון מסוימים, כאשר מסלול זה יתמקד בהשקעות התורמות לסביבה ומצמצמות את הפגיעה בה.

לבסוף, באוקטובר 2022 פרסם המשרד להגנת הסביבה, במסגרת עבודתו בתחום קיימות ופיננסים, טיוטת טקסונומיה לסיווג פעילויות כלכליות לפי תרומתן למטרות אקלים והשפעתן על מטרות סביבתיות מוגדרות²⁶. טיוטת הטקסונומיה מבוססת על הטקסונומיה של האיחוד האירופי המעוגנת בדיני האיחוד, והיא נועדה לשמש בין השאר גופים מממנים בבואם לבחון את ההשפעות והביצועים הסביבתיים של פעילויות המימון.

שינויים אלו מעידים על עניין גובר בהשקעות אחראיות מצד הרגולטורים בישראל, אשר מאותתים ביחס לכוונותיהם ומעודדים את השוק ואת המשקיעים לעסוק בהשקעות אחראיות ואימפקט. למרות שמוסדיים בודדים עסקו בנושא עוד לפני כן, השינויים האחרונים מהווים קריאת כיוון שמשפיעה על המוסדיים ובאה לידי ביטוי בלמידה מואצת של מושגים בתחום, פיתוח דרכי עבודה פנימיות, פיתוח מכשירים פיננסיים חדשים, וקבלת החלטות תוך התחשבות בשיקולי ESG. עם זאת, הרגולציה עודנה 'רכה' וכללית: לא קיימת חובת דיווח על היבטי ESG תוך שימוש בסטנדרטים קבועים ואחידים, ואין חובה המגדירה כיצד יש לקחת שיקולים אלו בחשבון בתהליך ההשקעה וכיצד יש



באוקטובר 2022 פרסם המשרד להגנת הסביבה, במסגרת עבודתו בתחום קיימות ופיננסים, טיוטת טקסונומיה לסיווג פעילויות כלכליות לפי תרומתן למטרות אקלים והשפעתן על מטרות סביבתיות מוגדרות. טיוטת הטקסונומיה מבוססת על הטקסונומיה של האיחוד האירופי המעוגנת בדיני האיחוד, והיא נועדה לשמש בין השאר גופים מממנים בבואם לבחון את ההשפעות והביצועים הסביבתיים של פעילויות המימון.

המפקח על הבנקים פרסם חוזר לפיו תאגידים בנקאיים נדרשים לציין בדו"ח השנתי לציבור היבטי ESG מהותיים המשתלבים ביעדים שלהם וכן להרחיב את הגילוי על החשיפה שלהם לסיכוני ESG. בדצמבר 2022 יצא חוזר נוסף אשר הרחיב את חובת הגילוי על היבטי ESG ואף ציין כי הוא שוקל לאמץ בהמשך את הנחיות הגילוי שנקבעו על ידי ה-TCFD ולחייב אימות חיצוני של נתונים מסויימים הנכללים בדו"ח.

פרסמה רשות מתווה מוצע לגילוי אודות אחריות תאגידית וסיכוני ESG ובדצמבר יצאה הוראה למנהלי קרנות ולבעלי רישיון גדולים לפיה עליהם לפרט האם וכיצד שיקולי ESG באים לידי ביטוי במדיניות ההשקעות שלהם.

במסגרת הרפורמה הכוללת בחיסכון הפנסיוני, רשות שוק ההון פתחה לגופים המוסדיים את האפשרות להשיק מסלול קיימות בכלל המוצרים שינוהל בהתאם ליעדי ה-SDG שהוגדרו על ידי האו"ם וכן מסלול השקעה סביבתי אשר יתמקד בהשקעות התורמות לסביבה ומצמצמות את הפגיעה בה.

פרסמה רשות שוק ההון, ביטוח וחיסכון הוראות בדבר שיקולי ESG המחייבת את המוסדיים לקבוע מדיניות השקעה ביחס לשיקולי ESG ולגבש כללים ונהלים לפיתוח מומחיות סביב היבטים וסיכונים בנושא זה.

פרסם המשרד לנושאים אסטרטגיים את תוכנית "Impact Nation" הקצאה של 3 מיליון ₪ לעודד חברות ציבוריות בישראל להפיק דו"חות "אחריות חברתית" (ESG).

09-2020

04-2021

11-2021

12-2021

05-2022

10-2022

שינויים אלו מעידים על עניין גובר בהשקעות אחראיות מצד הרגולטורים בישראל, אשר מאותתים ביחס לכוונותיהם ומעודדים את השוק ואת המשקיעים לעסוק בהשקעות אחראיות ואימפקט.

דו"ח

מתודולוגיה ומהלך המחקר

למחקר זה ארבע מטרות עיקריות: (1) לייצר תמונת מצב של השקעות אחראיות והשקעות אימפקט בקרב מוסדיים ולהעריך את פעילותם בתחום (2) להבין ולנתח את נקודת המבט של המשקיעים המוסדיים ביחס להשקעות אחראיות והשקעות אימפקט, במיוחד לנוכח רגולציה משתנה. (3) לנתח את המוטיבציות של המשקיעים המוסדיים לבצע השקעות אחראיות והשקעות אימפקט. (4) למפות את האתגרים והחסמים המרכזיים שעומדים בפני משקיעים מוסדיים בבואם לבצע השקעות אחראיות. בשלב הראשון של המחקר בוצע מיפוי וזיהוי של כל הגופים המוסדיים הרלוונטיים שאת פעילותם המחקר מנסה לבחון. בשלב זה זוהו 17 שחקנים רלוונטיים - קרנות פנסיה, בתי השקעות, חברות ביטוח ובנקים גדולים בישראל. להלן הגופים שנבדקו במחקר: איילון, אינפיניטי, אלטשולר שחם, אנליסט, הפניקס, הראל, ילין לפידות, כלל, מגדל, מור, מיטב, מנורה מבטחים, עמיתים; וכן הבנקים הבאים: דיסקונט, הפועלים, לאומי, מזרחי טפחות.

השלב השני של המחקר התבסס על ניתוח חומרים ומסמכים אשר פורסמו באופן גלוי בזאת במטרה להבין כיצד המוסדיים מתייחסים לנושאים של השקעות אחראיות והשקעות אימפקט, וכיצד הם מתווכים את לציבור. בשלב זה נאספו עבור כל מוסדי: חומרים רלוונטיים מאתר האינטרנט, מדיניות השקעות אחראיות ודו"ח אחריות תאגידית במידה ופורסמו לציבור וכן חומרים מהתקשורת המתייחסים לפעילות הגוף המוסדי בהקשרים אלו.



אימפקט. ראיונות אלו אפשרו לנו ללמוד על ההקשר שבו פועלים המוסדיים ולקבל פרספקטיבה נוספת על התהליך שהמוסדיים עוברים בכל הנוגע להשקעות אחראיות ו/או אימפקט, לרבות האתגרים והמוטיבציה שלהם. בנספח א' מופיעה רשימת המרואיינים המלאה, ובנספח ב' מצורף שאלון אשר היווה בסיס לראיונות עם המוסדיים. לבסוף, ניתוח הראיונות כלל מיפוי תמתי של תשובות המרואיינים בהתאם לשאלות המחקר, וכן הצלבה והשוואה בין מקורות המידע השונים שנאספו במהלך המחקר.

בפרק הבא מובאים ממצאי המחקר. ראוי לציין כי מחקר זה משקף תמונת מצב ראשונית על מצב ההשקעות האחראיות והשקעות האימפקט בקרב הגופים המוסדיים בישראל. אנו מקווים שהגופים המוסדיים בישראל ירחיבו ויעמיקו את פעילותם בתחום, ובהתאם, אנו מצפים להרחיב את המדגם בעתיד ולעדכן מחקר זה אחת לשנתיים.

ניתוח החומרים אפשר לנו לענות על השאלות הבאות:

1. האם וכיצד כל מוסדי מגדיר השקעות אחראיות והשקעות אימפקט?
2. לאלו היבטים מתייחסת מדיניות ההשקעות האחראיות והאם היא משקפת תפיסה רחבה או מצומצמת לגבי השקעות אחראיות?
3. האם פורסם דו"ח אחריות תאגידית עדכני (מהשנתיים האחרונות)?
4. האם הדו"ח כולל התייחסות להיבטי ESG בהשקעות או רק בהתנהלות הפנימית של החברה? האם ישנה התייחסות להשקעות אימפקט או מכוונות אימפקט או לקידום יעדי SDG בהקשר של השקעות?
5. האם ישנם נתונים ביחס להיקף ההשקעות האחראיות ו/או אימפקט או דוגמאות להשקעות אלו? מהן המוטיבציות המתוארות ואלו תהליכים ארגוניים נדרשים לצורך קידום השקעות אחראיות ו/או השקעות אימפקט?
6. מהי רמת הבולטות של השקעות אחראיות והשקעות אימפקט באתר הארגון ובחומרים הגלויים?

השלב השלישי כלל ראיונות עומק עם משקיעים מוסדיים. הראיונות נערכו אל מול גורמים ניהוליים מהגופים המוסדיים, לרוב עם מנהלי השקעות ומנהלי מחקר בכירים הבקאים בפעילות החברה בכל הנוגע להשקעות אחראיות ואימפקט, ואחריות תאגידית. ראיונות אלו אפשרו לנו להבין יותר לעומק את תפיסות המוסדיים לגבי השקעות אחראיות והשקעות אימפקט, את התהליכים הפנימיים הכרוכים בהם וכן את המוטיבציות לאימוץ השקעות אלו ואת החסמים המרכזיים בקידומן.

מעבר לראיונות עם הגופים המוסדיים, קיימנו ראיונות עומק עם מומחיות ומומחים מהתעשייה הבקאים בפעילות של הגופים המוסדיים בתחום ההשקעות האחראיות ו/או



17

הגופים המוסדיים הרלוונטיים שנבדקו במחקר:

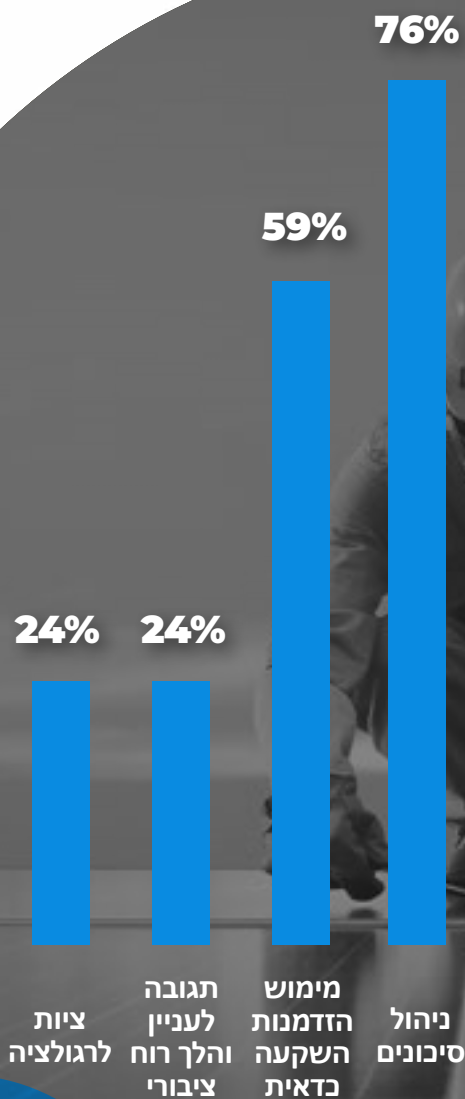
ממצאים

השקעות אחראיות והשקעות אימפקט - תמונת מצב

ישנה היענות משמעותית מאוד בקרב המוסדיים לשילוב שיקולי סביבה חברה וממשל תאגידי בתהליכי ההשקעה שלהם. המוסדיים מכירים את ההנחיות של רשות שוק ההון ומצייתים להן - כלל המוסדיים שהשתתפו במחקר פרסמו מדיניות השקעות אחראיות (אם כי ישנה שונות רבה ברמת הפירוט וההעמקה של מתווי המדיניות). המוסדיים אותם ראינו נמצאים במהלכו של תהליך פנימי של הטמעת שיקולי ESG בתהליך ההשקעה, וניכר שהם משקיעים בתהליך זה מאמצים ומשאבים לא מועטים, לרבות קבלת ייעוץ חיצוני, הכשרות, רכישת מערכות מידע ועוד. לפיכך נראה שקיימת תשתית טובה להתפתחות התחום של השקעות אחראיות בקרב המוסדיים. עם זאת, ניכר כי רוב המשקיעים שהשתתפו במחקר נמצאים בשלב ראשוני יחסית, ועדיין לומדים את התחום ומפתחים פרקטיקות פנימיות להטמעת שיקולים אלו בתהליכי העבודה הסדירים. לעומת תחום ההשקעות האחראיות, תחום השקעות האימפקט מפותח פחות ועדיין אינו נתפס כתחום השקעות נפרד או בשל. עם זאת, נראה שיש פוטנציאל משמעותי בתחום של השקעות מוכוונות-האימפקט, ובפרט בהשקעות בתחומי סביבה ובראשן אנרגיות מתחדשות.

מוטיבציות להשקעות אחראיות והשקעות אימפקט

בחינת מסמכי מדיניות ההשקעות של המוסדיים מלמדת על התייחסות משמעותית להשקעות אחראיות, המכונות גם השקעות ESG, לצד התייחסות מועטה להשקעות אימפקט, אשר לרוב אינן נתפסות כפרקטיקה נפרדת אלא כסוג מסוים של השקעות אחראיות המתמקד ביצירת השפעות חיוביות על החברה ו/או הסביבה. המוטיבציות המרכזיות לאימוץ השקעות אחראיות הינן ניהול סיכונים, כדאיות ההשקעות לטווח ארוך, תגובה לעניין ציבורי, ומענה לרגולציה. הגרף הבא מציג את המוטיבציות הנ"ל לפי השכיחות של כל מוטיבציה במסמכי מדיניות ההשקעות של המוסדיים.



מוטיבציות לאימוץ
השקעות אחראיות

המוסדיים כקריאת כיוון - המוסדיים מזהים את המגמה של הרגולטורים בישראל ליישר קו עם המגמות בארה"ב ובאירופה ומתארגנים בהתאם.

מגמות עולמיות והלך רוח ציבורי:

ארבעה מוסדיים התייחסו במדיניות ההשקעות שלהם לעניין הגובר בהשקעות אחראיות בעולם ועניין ציבורי כמוטיבציה לאימוץ פרקטיקות אלו. במהלך הראיונות שני מוסדיים התייחסו גם לדרישות של משקיעים זרים והעניין הגובר שלהם בתחום כמוטיבציה נוספת לאימוץ השקעות אחראיות, ורבים מהמומחים אותם ראיינו ציינו שהשינויים בארה"ב ואירופה צפויים להשפיע באופן ניכר על השוק הישראלי.

חלק מהמוסדיים דיווחו על גורמים נוספים שסיפקו מוטיבציה משנית להשקעות אחראיות וכללו אמונה ערכית בחשיבות התחום מצד דרג ניהולי, מוטיבציה ועניין מצד העובדים, רצון לצבור מוניטין ולשקף חוסן ארגוני. היתה הסכמה בקרב המרואיינים כי כיום הביקושים להשקעות אחראיות מצד הציבור בישראל הם נמוכים, ולכן עד כה הביקוש לא היווה מוטיבציה משמעותית עבור המוסדיים. בזמן, המוסדיים מדווחים שאילו היו ביקושים גבוהים יותר להשקעות אחראיות, התמונה הייתה משתנה והייתה לכך חשיבות גדולה מאוד עבור הפעילות והמדיניות שלהם בתחום.

פרקטיקות

התפיסה הרווחת בקרב המוסדיים שהשתתפו במחקר, המשקפת את האופן שבו הם מפרשים את חובת הנאמנות שלהם, גורסת כי חובתם המרכזית והעליונה היא השגת תשואה פיננסית לטובת העמיתים תוך התחשבות בכלל הגורמים והשיקולים שעשויים להשפיע על ביצועי התיק,

תפיסה של ניהול סיכונים ורצון לממש הזדמנויות

עסקיות איכותיות:

המוטיבציה המרכזית של מוסדיים באימוץ שיקולי ESG היתה ניהול סיכונים בתהליך ההשקעה - מוטיבציה שהוזכרה על ידי 13 מוסדיים כשיקול מרכזי, לצד הרצון לממש הזדמנויות עסקיות בעלות פוטנציאל לתשואה עודפת שהוזכרה על ידי 10 מוסדיים. לתפיסתם של מוסדיים אלו, התייחסות להתנהלות של חברת המטרה בהיבטי ESG נתפסת כפעולה עסקית רצויה וכניהול נכון של התיק, אשר יכול למזער חשיפה לגורמי סיכון הקשורים לסוגיות סביבתיות, חברתיות ושל ממשל תאגידי ואת הנזקים הטמונים בהם בטווח הארוך, וכן לאפשר זיהוי של הזדמנויות השקעה בעלות פוטנציאל גבוה. על אף המקום המרכזי של מוטיבציות אלו במדיניות המוצהרת, יש לציין כי במהלך הראיונות מצאנו שלא כל המוסדיים משוכנעים באותה מידה בקשר שבין שיקולי ESG לבין תשואות וסיכונים.

רגולציה:

על אף שהרגולציה לא הופיעה כסיבה מוצהרת ברוב מסמכי המדיניות, כמעט כל המרואיינים התייחסו לחשיבות הרבה של רגולציה בתחום של השקעות אחראיות והשקעות אימפקט. המוסדיים תופסים את עצמם כגופים צייתניים אשר מחויבים למלא את חובתם שלל הוראות רגולטוריות, ובהתאם לכך הם מקפידים 'להתיישר' וליישם את ההנחיות רשות שוק ההון בנוגע להשקעות אחראיות. ראוי לציין כי מוסדיים בודדים החלו לבצע השקעות אחראיות עוד לפני השינויים הרגולטוריים בישראל, בשל הכרה בחשיבות התחום. אך מעבר לחובה הרגולטורית להתייחס לשיקולים אלו, מצאנו שהדרישות הרגולטוריות האחרונות נתפסות בעיני

הנתפסות

כמזיקות ומסוכנות (3) מתן העדפה להשקעות בעלות דירוג ESG גבוה או השפעות חיוביות.

1. הפרקטיקה הראשונה והנפוצה ביותר היתה בחינה ובקרה נוספת על השקעות מסוכנות בהיבטי ESG, פרקטיקה זו כוללת סימון ב"דגל" של חברת מטרה פוטנציאלית שקיבלה ציון ESG נמוך יחסית או מעורבת בפעילויות חריגות, והעברתה במעלה מדרג הסמכות לקבלת החלטה ולעיתים אף פניה אקטיבית לאותה חברה בבקשה שתציג מידע נוסף או תתחייב לצמצם את החשיפה שלה לסיכונים שזוהו.

2. הפרקטיקה השנייה הינה סינון מונע (Exclusion), הכולל החלטה שלא להשקיע או לצמצם באופן הדרגתי השקעות בחברות הפועלות בתחומים הנתפסים כפוגעניים או ככאלו שסותרים היבטי ESG באופן עמוק, כמו דלקים פוסיליים, נשק, הימורים, פורנוגרפיה, טבק וכדומה. פרקטיקה זו פחות מקובלת בקרב המוסדיים בארץ ואומצה על ידי אלטשולר שחם, מגדל, מנורה מבטחים ובנק הפועלים, שהתחייבו לצמצם את ההשקעות שלהם בדלקים פוסיליים ומיטב שהצהירה על הימנעות מהשקעה במדיניות תחת סנקציות בינלאומיות או חברות שבעלי השליטה שלהם הורשעו בפלילים חמורים.

3. הפרקטיקה השלישית כוללת העדפה לחיוב של השקעות עם ציון ESG גבוה או כאלו הפועלות ליצר השפעה חיובית, אם באמצעות שיקלול ציון ה-ESG כמרכיב קבוע בניתוח ההשקעה, או מתן העדפה להשקעה אחראית בהינתן שכל הגורמים האחרים שווים. במילים אחרות, כאשר המוסדי בוחן שתי השקעות פוטנציאליות שנתפסות בעיניו כשוות ערך פחות או יותר, תינתן העדפה להשקעה "האחראית" יותר, זו עם דירוג ESG גבוה יותר או זו הפועלת

ולכן הם נוהגים בזהירות רבה בהחלת שיקולי ESG בתהליך ההשקעות. יש לציין כי ישנם מוסדיים כגון הראל ואלטשולר שחם, שאימצו פרקטיקות אלו לפני השינויים הרגולטורים, וכעת הם נמצאים בשלבים מתקדמים יותר בהשוואה למוסדיים אחרים שנמצאים בשלבים יותר מוקדמים של התהליך הכוללים הטמעה של מערכות ולמידה של מאפייני השקעות אחראיות והקשר שלהם לסיכונים והזדמנויות.

ראשית מצאנו שמעל ל-70% מהמוסדיים נעזרים בחברות דירוג חיצונית המספקות מערכות מידע ונתוני ESG עבור השקעות סחירות, ואף מסייעות בפיתוח שאלונים לצורך ניתוח ההשקעות הלא-סחירות. בנוסף חלק מהחברות מספקות גם מידע נפרד על ממשל תאגידי, וכן ניטור של אירועים חריגים מצד אחד והשפעות חיוביות מצד שני. השפעות חיוביות מתייחסות לפעילויות שמקדמת מטרת חברתיות או סביבתיות, שלרוב מקוטלגות על פי יעדי הפיתוח של האו"ם (SDGs). רוב המוסדיים עובדים עם חברות שונות עבור קבלת מידע על חברות ישראליות וזרות. עבור חברות זרות, הוזכרו מערכות המידע של Schroders, Bloomberg, BlackRock. עבור חברות ישראליות, הוזכרו המערכות של GreenEye ו-GSE (גיזה). מוסדיים רבים עובדים עם יועצים וספקי שירותים חיצוניים המסייעים להם לבצע את השינויים הנדרשים, לרבות יועצים המסייעים בגיבוש האסטרטגיה והמדיניות, עיצוב תהליכי עבודה, כתיבת דו"חות אחריות תאגידית, ומתן הכשרות לדרגי עבודה ואף לדירקטוריון.

בבואם להכיל שיקולי ESG ואימפקט על כל התיק, מוסדיים השתמשו בשלוש פרקטיקות מרכזיות: (1) בחינה נוספת ומעמיקה של השקעות הנחשבות מסוכנות בהיבטי ה-ESG שלהם, (2) הימנעות מהשקעות

בתחום הנתפס כבעל השפעה חיובית.

ראוי לציין כי ישנם מוסדיים שלא פועלים על פי פרקטיקות השקעה מוגדרות מראש, אלא מתחשבים בשיקולי ESG בתהליך ההשקעה באופן רחב ונותנים לשיקולים אלו משקל שמשתנה ממקרה למקרה, בהתאם למאפייני ההשקעה הפוטנציאלית ולחשיבות העניין במסגרתה.

ראוי להבחין בין שתי אסטרטגיות השקעה שונות הרווחות בקרב המוסדיים: (1) אימוץ שיקולי ESG עבור כלל ההשקעות והחלתם על כל התיק; (2) מתן האפשרות למשקיעים המעוניינים בכך להשקיע השקעות אחראיות באמצעות מסלולים או מוצרים ייעודיים. נדון תחילה באסטרטגיה הראשונה.

הטמעת שיקולי ESG ואימפקט על כל התיק:

בהתאם להנחיות שוק ההון כלל המוסדיים החלו להטמיע שיקולי ESG על כלל התיק באופן כזה או אחר אולם ברור כי השיקול המרכזי עודנו השיקול הפיננסי ולכן שיקולי ESG בהקשר זה משמשים בעיקר ככלי לזיהוי סיכונים נוסף ובהתאם הפרקטיקה הנפוצה ביותר הינה סימון השקעות בעייתיות בהיבטי ESG ב"דגל" והעברתן לביחנה נוספת. מעבר לפרקטיקה זו רוב המוסדיים נוטים שלא להגדיר מדיניות חד-משמעית או יעדי השקעה כמותיים ומדידים להשקעות אחראיות, למשל במונחים של שיעור מהתיק שיש להשקיע בהשקעות אחראיות או רף ESG מינימלי שלא ניתן להשקיע תחתיו. בהקשר זה ראוי לציין לחיוב את מגדל, שהציבה יעד של צמצום ב-10% של ההשקעות שאינן עונות על קריטריונים של ESG, והרחבה (בהיקף 1.5% מהתיק) של ההשקעות בחברות שיש להן תרומה חיובית, כגון חברות אנרגיה מתחדשת.

מסלולי השקעה ייעודיים:

בעוד שבהשקעות כלליות המשקיע המוסדי רואה לנגד

עיניו בעיקר את חובתו להשיג תשואה פיננסית ללקוחות, במסלולים ובמוצרים ייעודיים הלקוח הוא שבוחר את אפיק ההשקעה, ולכן המוסדי רואה לנגד עיניו בעיקר את ההעדפות של הלקוח. במסלולים אלו היה שימוש נרחב יותר בשתי הפרקטיקות הנוספות של סינון מונע מחד והעדפה של השקעות בעלות השפעה חיובית או ציון ESG גבוהה מאידך. כך למשל מסלולים מסויימים הגדירו רף לפיו ישקיעו בחברות הנמצאות ב-20% העליונים של ציוני ESG עבור הקטגוריה שלהן או שישקיעו אחוז מסויים מהתיק בתחום מסוים, כגון השקעות סביבתיות. למרות שמסלולים אלו מצומצמים מאוד והיקף הנכסים המנוהלים בהם הוא מזערי, נדמה שהם משחקים תפקיד חשוב בפיתוח הניסיון וההתמחות של המוסדיים עם השקעות אלו, ובפיתוח יכולתם להציע סוגים שונים ותמהילים שונים של השקעות אחראיות ו/או השקעות אימפקט.

במהלך הראיונות עם הגופים המוסדיים עלתה השאלה - איזו מן האסטרטגיות עדיפה? כלומר, האם יהיה יותר אפקטיבי להטמיע שיקולים של השקעות אחראיות על כל התיק, או שמא עדיף למקד את ההשקעות האחראיות ו/או אימפקט באפיק השקעה ייעודי וספציפי, למשל מסלול השקעה בקרן פנסיה או קופת גמל. מהתשובות לראיונות עולה, באופן כמעט גורף, שהאפשרות הראשונה היא הרצויה. הסיבה לכך היא שלפי הערכות המוסדיים, למסלולי השקעות ייעודיים אין, וגם לא צפויים להיות, ביקושים גדולים מצד הציבור, ולכן היקף ההון שעליו מוחלים שיקולים של השקעות אחראיות יהיה מינורי. כמו כן, במידה והקשר בין השקעות ESG לצמצום סיכונים יתבסס הרי שאסטרטגיה זו תהיה עדיפה ממילא בכלל התיק ואילו במקרים בהם לא צפוי להיות קשר חיובי הרי שאין הצדקה להשקעה גם לא במסלול ייעודי. בהתאם, החלה הדרגתית ושקולה של היבטי ESG על כל התיק, במנותק מהביקושים, נתפסת כיותר אפקטיבית.

אחראית" בקרב מוסדיים מסוימים, הגדרה זו היא פנימית ולמעשה מהווה סטנדרט שנכון רק עבור מדיניות ההשקעה של המוסדי שקבע אותה, ואינה בהכרח זהה להגדרה של מוסדיים אחרים.

לסיכום, בהיעדר הגדרה אחידה וברורה של השקעות אחראיות, לא ניתן לכמת את היקף ההשקעות האחראיות של כל מוסדי. לאור מגבלות אלו, נתגלתה ההבנה כי במסגרת מחקר זה לא ניתן לגבש תמונה מדויקת ומלאה של היקף ההשקעות האחראיות. אנו מלאים תקווה כי ככל שתחום ההשקעות האחראיות יצמח בישראל, כך גם הגופים המוסדיים יערכו סיווג של התיק שלהם וימדדו במדויק ובאופן כמותי ואחיד את היקף ההשקעות האחראיות, כך שניתן יהיה לאמוד את היקף ההשקעות הללו והשינויים בהיקפן בשנים הבאות.

היקף השקעות אחראיות

בהיעדר הגדרות ברורות של השקעות אחראיות בישראל, לא ניתן להעריך בצורה מדויקת את היקף ההשקעות הללו בקרב המוסדיים. הסיבה לכך כפולה: ראשית, הרגולטור אמנם עווד את המוסדיים לקחת בחשבון שיקולי ESG אך הוא לא קבע באופן ברור מהם השיקולים הללו, כיצד עליהם להילקח בחשבון, וכיצד מבחינים בין השקעות לפי 'רמת האחראיות' שלהם (כלומר מהם הקריטריונים שעל בסיסם השקעה מוגדרת אחראית). בשל כך, מוסדיים אמנם בוחנים נתוני ESG בתהליך ההשקעה אך נדמה שאינם אוספים מידע על ההשקעות שבוצעו בהתאם לשיקולים אלו, ובהתאם, אינם מסווגים השקעות מסוימות כאחראיות או מבחינים בין השקעות לפי רמות אחריות. שנית, גם כאשר ישנה הגדרה ברורה של "השקעה



היקף השקעות אימפקט

כאשר בוחנים את השקעות האימפקט של המוסדיים, מצאנו כי המוסדיים רואים את המונח "אימפקט" באופן מאוד אמורפי ורחב שלא תואם את ההגדרה המקובלת של השקעת אימפקט בעולם. לכן, אין זה מפתיע שלא קיימת הגדרה אחידה ומשותפת של המושג "השקעת אימפקט" בקרב המוסדיים, ורבים מתייחסים לכל השקעה בתחום סביבתי או חברתי כהשקעת אימפקט, או שאינם משתמשים במושג כלל ומסווגים את ההשקעות הללו כהשקעות ירוקות או חברתיות. מעבר לכך, המוסדיים נוטים לתפוס את הקשר שבין תשואה פיננסית לבין תועלת חברתית וסביבתית כקשר עמום יחסית. כתוצאה מכך, המוסדיים כמעט שלא מבצעים השקעות אימפקט לפי הגדרתן, ואילו ההשקעות שכן מבוצעות הן בסכומים די זניחים ביחס להיקף ההשקעות הסטנדרטיות של המוסדיים.

על בסיס הראיונות שקיימנו במסגרת המחקר, וכן על בסיס הדיווחים הגלויים של המוסדיים, אנו מעריכים שביום נכסי אימפקט מהווים שבריר קטן מאוד מתוך סך הנכסים המנוהלים על ידי המוסדיים. אנו מעריכים שהשקעות אימפקט מהוות פחות מ-1% מכלל ההשקעות של המוסדיים.

למרות ההיקף המזערי של השקעות אימפקט, זיהינו סנוניות ראשונות של השקעות אימפקט בקרב מספר מצומצם של מוסדיים, הכוללים את בנק דיסקונט, בנק הפועלים, בנק לאומי, בנק מזרחי ואת חברת הביטוח הראל. מצאנו כי השקעות אלו נוטות להתקיים בעיקר דרך מתווכים פיננסיים המתמחים באימפקט, למשל בשותפות מוגבלת בקרנות אימפקט או לחילופין בהשקעה בכלים פיננסיים. דוגמאות להשקעות כאלו

כוללות השקעה בקרן בריג'ס המשקיעה בחברות אימפקט בתחומי סביבה ושיוון חברתי או השקעה הלוואות חברתיות של עוגן המספקת אשראי ללקוחות המתקשים לקבל אשראי מהבנקים כגון עסקים קטנים. מעבר לכך, ראוי לציין שהפעילות של הבנקים בשדה האימפקט היא מגוונת יותר בהשוואה למוסדיים שאינם בנקים, ופעילות זו באה לידי ביטוי למשל במתן אשראי לצרכים חברתיים וסביבתיים, פיתוח מוצרים המיועדים ללקוחות הבנק ומתן המלצות על מוצרי אימפקט.

על סמך הראיונות, נראה שהיקף ההשקעות המצומצם באימפקט נובע ברובו מחוסר היכרות עם התחום, תפיסה של השקעות אלו כמסוכנות יותר, והיצע מצומצם יחסית של





מקרה בוחן השקעות אימפקט - ברידג'ס ישראל

מקרה בוחן השקעות אימפקט - אגרות חוב חברתיות של קבוצת עוגן

ברידג'ס ישראל היא קרן השקעות אימפקט אשר משקיעה בחברות ישראליות במטרה לייצר תשואה פיננסית תחרותית לצד השפעה חברתית או סביבתית חיובית, משמעותית ומדידה. הקרן חותרת ליצירת ערך עבור המשקיעים ועבור החברה כולה, בכל השקעה. בכל אחת מההשקעות ישנה הלימות גבוהה בין מנועי האימפקט והמנועים העסקיים של החברה, על מנת להבטיח שצמיחת העסק תייצר יותר רווח – לכלל מחזיקי העניין. לקרן שתי אסטרטגיות השקעה: Growth Impact - השקעה בחברות צומחות המייצרות השפעה חיובית עבור אוכלוסיות בפריפריה החברתית-כלכלית של ישראל. ו-Tech Impact - השקעה בחברות טכנולוגיה המקדמות את איכות החיים והסביבה הטבעית בתחומים שיש להם אפליקטיביות גלובלית.

הקרן עובדת עם חברות הפורטפוליו על פיתוח וחיזוק אסטרטגית האימפקט וניהול ההשפעה החברתית והסביבתית שלהן ומסייעת להן למדוד את האימפקט שלהן בהתאם למסגרת מדידה סדורה הפועלות בסטנדרטים בינלאומיים.

הקרן הוקמה ב-2018 וגייסה 80 מיליון דולר, יותר מ-40% גוייס ממשקיעים מוסדיים ישראלים. עד כה השקיעה הקרן ב-12 חברות. החזר צפוי: "תשואת שוק תחרותית".

כוונה: הקרן מגדירה יחד עם כל עסק מטרות חברתיות או סביבתיות מוגדרות ו-KPI להשגתן. אסטרטגית ההשקעה מתמקדת בתחומים של הכלה חברתית (יעדים 3,4,8,10) וקיומת סביבתית (יעדים 11,12,13,14)

מדידה: הקרן מסייעת לעסקים בהם היא תומכת למדוד את האימפקט החברתי והסביבתי שלהם באופן סדור תוך שימוש בכלים בין לאומיים מוכרים כגון ה-IMP.

קבוצת עוגן הינה קבוצה פיננסית חברתית ללא מטרות רווח הפועלת מעל 30 שנה להנגיש אשראי לאוכלוסיות המתקשות לקבל אשראי בתנאים הוגנים כגון יחידים ומשפחות בעלות הכנסה נמוכה, עסקים קטנים ועמותות. לצד אשראי, עוגן מעניקה ליווי פיננסי ומנטורינג שמסייע ללקוחותיה להשתמש באשראי כדי לשפר את איתנותם הפיננסית.

קבוצת עוגן פועלת משנת 1990. במקור פעילות הקבוצה התבססה על תרומות פילנתרופיות שהיוו את בסיס ההון למתן הלוואות. אולם משנת 2019, במהלכה קיבלה רישיון מורחב למתן אשראי הקבוצה, הרחיבה הקבוצה את פעילותה ואף הנפיקה אגרות חוב מגובות בתיק הלוואות המאפשרות למשקיעים לתמוך בפעילותה וכך לייצר אימפקט חברתי ולקבל החזר עבור ההשקעה שלהם.

האג"ח הראשונה על סך 50 מיליון ש"ח הושקה ב-2022 וכללה שלוש שכבות, שהציעו למשקיעים יחסי סיכון-תשואה שונים, זאת מעל שכבה בגובה 15% מכלל האג"ח, אשר היוותה שכבת הגנה למשקיעים ומקורה בהון עצמי (במימון פילנתרופי).

בימים אלו משלימה עוגן את גיוס האג"ח השניה, בהיקף של 150 מיליון ש"ח.

מתוך כלל ההשקעה באגרות החוב כ-85% הושקעו על ידי משקיעים מוסדיים ביניהם: בנק הפועלים והעתיד, חברת הגמל של עובדי האוניברסיטה העברית, קופות הגמל גילעד והמחר. באג"ח השניה צפויים להשקיע גם גופים מוסדיים גדולים יותר כגון חברות ביטוח. החזר: השקעה באג"ח השניה מציעה החזר שונה בכל שכבת חוב הנעה בין P+0.5% ל- P+2.35%.

כוונה: ההון המגויס באמצעות האג"ח של עוגן מופנה למימון הלוואות לעסקים קטנים ומלכ"רים אשר הנגישות שלהם לאשראי בשוק החופשי נמוכה. לכן השקעה באג"ח של עוגן תומכת ביעד מספר 8 של האו"ם "לקדם עבודה הוגנת וצמיחה מכלילה" ועומדת בתנאי של פסקה 9 של האיחוד האירופי להשקעות מקיימות.

מדידת אימפקט: עוגן מודדת את ההשפעה החברתית של הלוואותיה באמצעות מערכת מדידה סדורה בכלים מוכרים ולפי היעדים החברתיים שנקבעו בראש.

הדגש על היבטי הסביבה, השקעות אלו לעתים מסווגות כהשקעות ירוקות או כהשקעות בסקטורים סביבתיים. בקרב הבנקים, כאמור, השקעות אימפקט ו/או מוכוונות-אימפקט מבוצעות באמצעות חשבונות נוסטרו. לאור דיווח-החסר ומדידת-החסר של השקעות מוכוונות-אימפקט, הערכתנו היא שבפועל, היקף ההשקעות הללו ב-2021 בהחלט גבוה יותר.

הגרף הבא מציג את הסקטורים שבהם המוסדיים ממקדים את ההשקעות מוכוונות-האימפקט שלהם (כאשר כל מוסדי יכול לחלוש על כמה סקטורים):

היקף השקעות מוכוונות-אימפקט (Impact Aligned)

לצד מיעוט השקעות אימפקט, מצאנו כי המוסדיים כן מבצעים השקעות מוכוונות-אימפקט, דהיינו השקעות ששואפות להשיא תשואה פיננסית וגם תועלת חברתית-סביבתית כלשהי, אך מבלי להגדיר או למדוד את התועלת הזו בצורה סדורה ומדויקת. על בסיס הממצאים והנתונים שנאספו במחקר זה, אנו מעריכים כי בשנת 2021 המשקיעים ביצעו השקעות מוכוונות-אימפקט בהיקף של כ-6.4 מיליארד ש"ח, רובן השקעות ישירות בתחום האנרגיות המתחדשות ובפרויקטים סביבתיים. בשל

מספר משקיעים מוסדיים פעילים לפי תחומי נושא אימפקט:



והחברה (Contribute to Solutions)²⁷ בישראל מצאנו תמונה מורכבת יותר. ההשקעות והפעילויות השונות של המשקיעים הן "בתפזורת", והן לא נמצאות על פני ציר ליניארי שמתחיל בהימנעות מזק ומסתיים בהשקעות אימפקט. לראיה, המשקיעים שמובילים את תחום השקעות האימפקט לא בהכרח מובילים בהשקעות ESG ולא בהכרח השיתו על עצמם סינון מונע. כלומר, אם נניח שסינון מונע הוא פרקטיקה של "תחילת הדרך" (הימנעות מזק), אפשר ללמוד שחלק ניכר מהמוסדיים בישראל "דילגו" עליה, ומיקדו את מאמציהם בתחום ה-ESG ו/או האימפקט. וכאמור, גם בתחומים אלו ניכרת חפיפה מועטה. נראה אם כן שהמשקיעים בישראל מתנסים במגוון אסטרטגיות ואינם מתקדמים על פני מסלול קבוע.



נשאלת השאלה: מה מסביר את ההתמקדות של חלק ניכר מהמוסדיים בהשקעות בסקטורים סביבתיים, ובעיקר אנרגיות מתחדשות? מהראיונות שקיימנו במסגרת מחקר זה, מצאנו כי שלושה גורמים שונים הופכים השקעות סביבתיות ליותר אטרקטיביות ופופולריות: (1) התפיסה של המוסדיים לפיה שוק ההשקעות הסביבתיות מפותח יותר בישראל בהשוואה לתחומי אימפקט אחרים, ושבשוק זה ישנו ביקוש גדול יותר להון ובהירות גבוהה יותר בהקשר למדידת ההשפעה הסביבתית. (2) התפיסה של המוסדיים לפיה בשוק ההשקעות הסביבתיות ניתן להשיא תשואות פיננסיות ברמת שוק ואף יותר מכך. (3) תפיסה לפיה משבר האקלים מסתמן כנושא מרכזי באג'נדות של ממשלות רבות וצפוי להנות מרגולציה תומכת. גורמים אלו הופכים את ההשקעות הסביבתיות לנוחות ומקובלות יותר בעיני המוסדיים, משום שהשקעות אלו אינן סותרות את חובת הנאמנות, נתפסות כקלות יותר לביצוע ברמה המעשית, והתועלת (האימפקט) שהן יוצרות נתפסת כמוחשית ורלוונטית יותר.

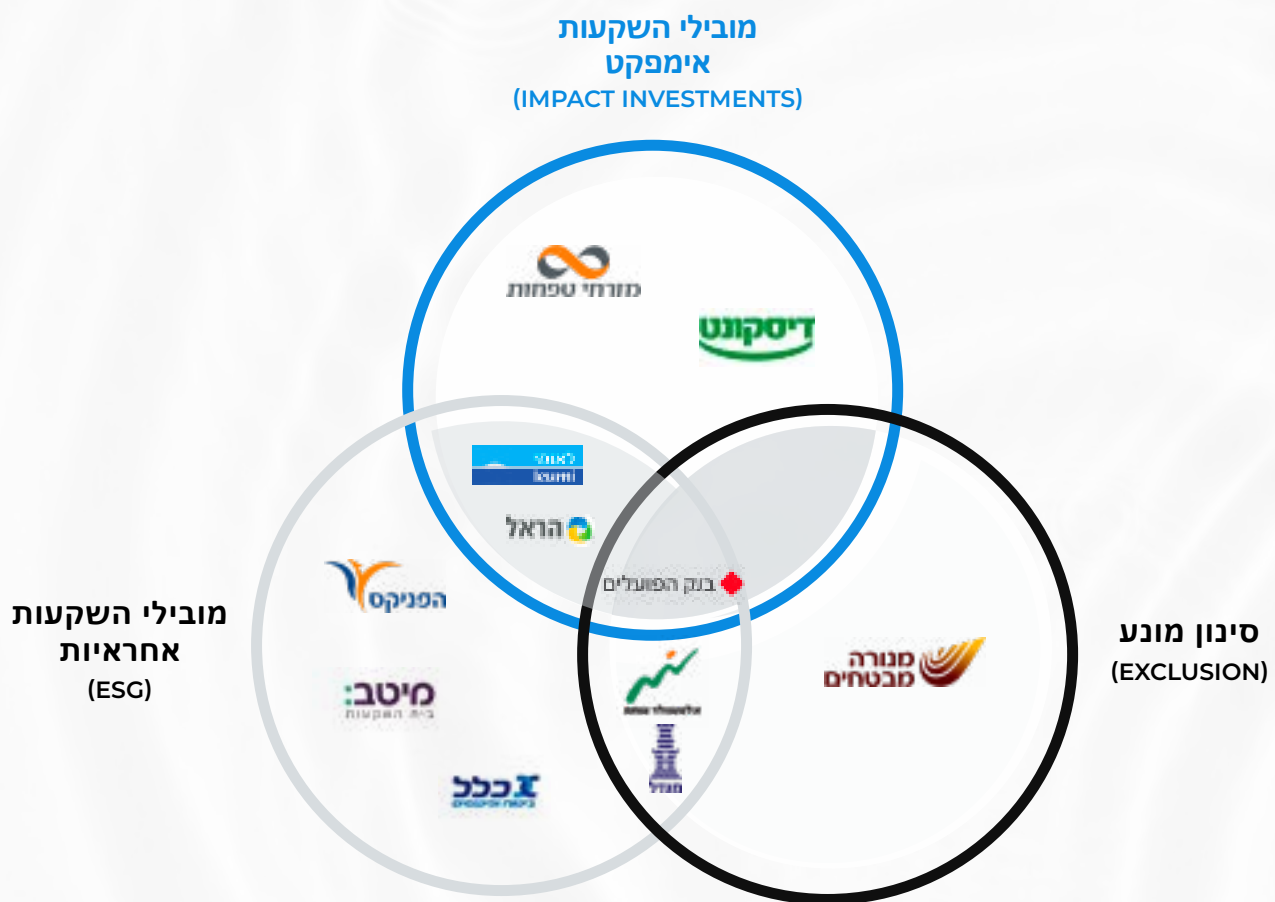
מיפוי וסיווג המוסדיים בתחומי האימפקט וה-ESG

בעולם נהוג לראות השקעות אימפקט כתהליך הדרגתי, כך שהשקעות אחראיות והשקעות אימפקט נמצאות על פני מנעד. המנעד מתחיל בפעולות שמטרתן למזער זקק כגון סינון מונע (Avoid Harm), מתקדם להשקעות ולפעולות שמטרתן להשפיע לחיוב על בעלי העניין (Benefit Stakeholders; דהיינו ESG), ומסתיים בהשקעות אימפקט, כלומר השקעות שמטרתן לתרום לפתרונות שמשפיעים לחיוב על כלל הסביבה



סיווג הגופים המוסדיים המובילים בישראל לפי תחומי: אימפקט, ESG וסיכון מונע

נתונים מתוך דו"ח המחקר - השקעות אחראיות, ESG ו-אימפקט בקרב משקיעים מוסדיים בישראל, מרץ 2023



מרכזיים שמקשים עליהם:

מחסור בנתונים אחידים, מסודרים וברי-השוואה:



היעדר חובות דיווח מצד החברות, וכן היעדר סטנדרטים מוסכמים של מדידה המאפשרים השוואה, יוצרים עמימות ומקשים על פעילות המשקיעים בתחום. בהיעדר נתונים אחידים וגלויים, המוסדיים מתבססים על חברות המספקות דירוגי ESG, אולם גם כאן מתקיימת שונות בין חברות הדירוג: חברות שונות עובדות עם סטנדרטים שונים ועשויות לדרג אותה חברה באופן שונה, דבר המערער את ביטחון המשקיעים המוסדיים בדירוגים אלו. עמימות הדירוגים גם מקשה על בחינה שיטתית של הקשר בין מרכיבים שונים בדירוג לבין רמות סיכון וביצועים, נתונים שהינם משמעותיים ביותר עבור שיקולי ההשקעה של המוסדיים. בדומה, היעדר הגדרה וסיווג ברור של חברות בתחומי אימפקט והיעדר מדידה אחידה ומוסדרת של האימפקט שלהן, גם כן מקשים על פיתוח תחום השקעות האימפקט.

היעדר מסגרת רגולטורית מספקת:



רוב המוסדיים הסכימו שהיעדר הדיווח יוצר חסם משמעותי ושאליו החברות בשוק יחויבו לדווח על היבטי ESG על פי סטנדרטים אחידים (בדומה לחובות הדיווח הפיננסי), יהיה מדובר בשינוי משמעותי ביותר שיקל על המשקיעים המוסדיים לקחת שיקולים אלו בחשבון באופן סדור. שנית, היעדר רגולציה ברורה ביחס לפעילות המוסדיים עצמם מובילה לחוסר בהירות ביחס לציפיות מהם בקשר להיבטי סביבה וחברה, לרבות מצד הממשלה. מצב זה מוביל לכך שהמוסדיים לא מפרשים באופן אחיד את האחריות שלהם ביחס להיבטי סביבה וחברה ולכן הם מגבשים אסטרטגיות ודרכי פעולה שונות ומגוונות ביחס להשקעות אחריות והשקעות אימפקט. מעבר לכך, היעדר רגולציה ברורה וממוקדת ביחס לתפקיד המוסדיים מוביל גם לתפיסה של

הקטגוריה של מובילי ESG כוללות גופים שיש להם מדיניות מפורטת, שכבר פועלים באופן נרחב להטמיע שיקולים אלו בתהליך ההשקעה ואף נוקטים בעמדה אקטיבית אל מול חברות המטרה על מנת לעודד אותן לדווח ולשפר את ביצועיהן בתחומים אלו. הקטגוריה של סיכון מונע מתייחסת למוסדיים שיש להן מדיניות מוצהרת לצמצם השקעות בתחומים שנויים במחלוקת כגון דלקים פוסילים ואילו הקטגוריה של מובילי אימפקט כוללת גופים שביצעו השקעות אימפקט הכוללות כוונה ומדידה מוצהרת לרוב באמצעות השקעה בקרנות אימפקט או בכלים פיננסיים יעודיים. ישנה קבוצה נוספת שאינה מוצגת בדיאגרמה זו, אשר מורכבת ממוסדיים שמובילים את התחום של השקעות מוכוונות-אימפקט בישראל. מדובר במוסדיים שמבצעים השקעות מוכוונות-אימפקט רבות, ולעתים בהיקפים גדולים המגיעים למעל מיליארד שקלים בשנה. קבוצה זו מכילה מוסדיים כמו מור, איילון, מגדל ומיטב. על אף שהשקעות אלו אינן עונות על ההגדרה של השקעות אימפקט כלשונן, היקפן גדול משמעותית מהיקף השקעות האימפקט ולכן חשוב לקחת אותן בחשבון. אנו מלאי תקווה שגופים אלו יעמיקו את מאמציהם בתחום של השקעות אימפקט בשנים הקרובות ויתרמו להבשלת התחום בישראל. ראוי לציין כי הסיווג הנ"ל בוצע על בסיס הממצאים שנאספו במחקר זה, ובעיקר על בסיס החומרים שפורסמו בגלוי על ידי המוסדיים. בשל מגמה של מדידת-חסר ודיווח-חסר בישראל, ייתכן כי מצבם הנוכחי של חלק מהמוסדיים אינו משוקף בצורה נאמנה בסיווג זה.

חסמים להשקעות אחריות והשקעות אימפקט

לצד המוטיבציות השונות לבצע השקעות אחריות ו/או אימפקט, הגופים המוסדיים דיווחו על מספר חסמים

ידי חלק מהמוסדיים כאזור לא מוכר, שהמשאבים המיועדים אליו היו יכולים להיות מופנים להשקעות מסורתיות.

היצע השקעות:

מפאת גודלם היחסי, גופים מוסדיים נוטים לבצע השקעות ולסחור בניירות ערך בהיקפים גדולים מאוד, ואין להם את היכולת לבצע השקעות בסכומים קטנים. לאור העובדה שהשקעות אימפקט נוטות להיות יחסית קטנות (במונחים של סכומי גיוס), השקעות אלו נמצאות מחוץ לתחום היכולת ו/או המומחיות של המוסדיים ונתפסות על ידי חלקם כלא משתלמות או כלא רלוונטיות. בעקבות חסם זה, המוסדיים נוטים להיות מעורבים בהשקעות אימפקט בעיקר באמצעות מתווכים.

חסמים אלו מהווים אתגרים ממשיים המקשים על המוסדיים לאמץ השקעות אחראיות ו/או אימפקט בהיקף גדול יותר. בעוד שחלק מהחסמים אופייניים לתחום בתחילת דרכו ועשויים להיפטר באופן טבעי ככל שהשוק יצמח, המוסדיים יצברו ניסיון והיצע ההשקעות יגדל, חסמים אחרים דורשים מעורבות ממשלתית משמעותית וממוקדת יותר. מעורבות זו יכולה לבוא לידי ביטוי בשינויי מדיניות או רגולציה ביחס למוסדיים, למשל דרך הטלת חובות דיווח ברורות ואחידות, דרישה להגדרת יעדי השקעה, או מתן תמריצים כגון הקלות מס או ערבויות והגנות על השקעות אחראיות ו/או אימפקט. מדיניות ממשלתית יכולה לעודד השקעות גם באופן עקיף על ידי השפעה על חברות המטרה, למשל באמצעות דרישה למדידה ודיווח של ESG ו/או אימפקט, או באמצעות מתן תמריצים לחברות להפגין ביצועי ESG טובים.

היעדר השפעה. מצאנו שהגופים המוסדיים עשויים לחוש כי להשקעותיהם אין השפעה ממשית על החברה והסביבה, ולכן חלקם עשויים להעדיף להטמיע שיקולי ESG בהתנהלותם ברמת התאגיד, משום שזה נתפס כמאמץ יותר קונקרטי, יותר מדיד, ותוצאותיו מיידיות יותר. מאידך, חלק מהמוסדיים ציינו כי מצב הרגולציה אמנם מהווה גורם מעכב, אך הם רואים בכך תהליך הדרגתי, ומעריכים את העובדה שיש להם מספיק זמן ללמוד ולהכיר את התחום.

תהליך השקעה מורכב ויקר:

תהליך ההשקעות האחראיות ו/או אימפקט יכול להקשות על המוסדיים מכמה סיבות: (1) מעבר למחסור בנתונים מתאימים, כל מוסדי נאלץ לבצע עבודת מטה מקיפה כדי שיוכל להגדיר את מדיניות ההשקעות שלו ואת הקריטריונים שעל פיהם הוא פועל בתהליך ההשקעה. (2) השקעות אחראיות ו/או אימפקט דורשות מהמשקיעים לשים את ידם על נתונים שאינם פיננסיים גרידא, ולעתים ישנם נתונים שהם יותר קשים להשגה ו/או לתפעול ודורשים ידע מקצועי. (3) ביצוע השקעות אחראיות ו/או אימפקט כרוך בעלות שאינה זניחה - החל מהכשרות, רכישת נתונים ומערכות, ומורכבויות נוספות בתהליך ההשקעה. המוסדיים דיווחו כי כל התהליכים הללו, מעבר להיותם מורכבים, דורשים השקעה של משאבים, קשב ארגוני וזמן רב. ניתן לשער שהקושי של המוסדיים להקצות משאבים להשקעות אחראיות נובע מתפיסתם העמומה את הקשר שבין אימפקט לבין תשואה פיננסית, ומכך שהשקעות אחראיות נתפסות על

סיכום

גופים מוסדיים מנהלים את רוב כספי הציבור ולפעולותיהם יש משקל משמעותי מאוד בעיצוב השווקים. לשינויים קטנים במדיניות ההשקעות שלהם תהיה השפעה משמעותית על השקעות אחראיות והשקעות אימפקט.

ממצאי המחקר מצביעים על צמיחתו ההדרגתית של שוק ההשקעות האחראיות בישראל, שבא לידי ביטוי בהטמעת שיקולי חברה, סביבה וממשל (ESG) בתהליכי השקעות. לעומת זאת, תחום השקעות האימפקט הרבה פחות מפותח ואינו נתפס עדיין כתחום השקעות נפרד או בשל. אולם נראה שיש פוטנציאל משמעותי בתחום של השקעות מוכוונות-האימפקט, ובפרט בהשקעות בתחומי סביבה ובראשן אנרגיות מתחדשות.

בעוד שבעולם נהוג להתייחס למנעד שמתחיל בסינון מונע, ממשיך בהשקעות אחראיות ומבשיל לאימפקט, בישראל אנו רואים אימוץ יותר אקלקטי של פרקטיקות השקעה, ומשקיעים מוסדיים מתנסים בפרקטיקות שונות ללא סדר קבוע. שלושת הפרקטיקות המרכזיות שבאו לידי ביטוי היו סימון ב"דגל" של חברות מטרה בעלות דירוג ESG נמוך והעברתן לבחינה נוספת; העדפה של השקעות בעלות סימון ESG גבוה או בעלות השפעה חיובית; והימנעות מהשקעות בתחומים בעלי השפעה שלילית מובהקת כמו דלקים פוסיליים (סינון מונע). המוסדיים בישראל נוטים להעדיף את הפרקטיקה הראשונה ולהחיל אותה כלל ההשקעות, בעוד ששתי הפרקטיקות האחרות היו פחות נפוצות, וכיום הן חלות בעיקר על מסלולים או מוצרים ייעודיים כגון קרנות נאמנות או תוכניות השקעה ספציפיות אותן הלקוחות בוחרים בעצמם בהתאם להעדפותיהם.

מבחינת היקפי ההשקעות, בשל היעדר נתונים אחידים והגדרות משותפות של השקעות אחראיות, רוב המוסדיים

בתחום האנרגיות המתחדשות ובמיזמים סביבתיים. המוטיבציות המרכזיות לאימוץ השקעות אחראיות והשקעות אימפקט הינן תפיסה של ניהול סיכונים, רצון לממש הזדמנויות עסקיות איכותיות וכן רצון לענות על דרישות הרגולטור ולהתיישר עם המגמה שאותה הוא מקדם. מאידך, החסם המרכזי להשקעות אלו הינו היעדר נתונים אחידים וברי-השוואה לגבי היבטי ESG ואימפקט, והיעדר רגולציה ברורה הן בהיבטי הדיווח מצד החברות והן לגבי הגדרת התפקיד של משקיעים מוסדיים בתחום זה.

מחקר זה מהווה תמונת מצב ראשונית על מצב ההשקעות האחראיות והשקעות האימפקט בקרב הגופים המוסדיים בישראל. אנו מקווים שהגופים המוסדיים בישראל ירחיבו ויעמיקו את הפעילות בתחום, באופן שיקדם כלכלת אימפקט משגשגת בישראל, כזו שמבטיחה צמיחה כלכלית לצד פתרונות לאתגרים חברתיים וסביבתיים, מקומיים וגלובליים. צמיחה כזו תאפשר לחוסכים להנות הן מתשואות גבוהות בטווח הארוך והן מאיכות חיים טובה יותר.

אינם מסווגים את ההשקעות שלהם באופן חד-משמעי ולכן לא ניתן להעריך את היקף השקעות אלו. במקביל, שוק השקעות האימפקט נמצא בשלב ראשוני יותר, וכיום חוב המוסדיים לא מבצעים השקעות אימפקט, הכוללות כוונה ממוקדת ליצירת תועלת חברתית או סביבתית מדידה. אולם, ניתן לזהות ניצנים של צמיחה גם בשוק זה, שכן חלק מהמוסדיים מתנסים בהשקעות אימפקט באופן עקיף, דרך מתווכים פיננסיים כמו קרנות אימפקט, או דרך כלים פיננסיים כגון קרנות הלוואה חברתיות או אגרות חוב חברתיות. עם זאת, כיום השקעות אילו עדין זניחות ומהוות פחות מאחוז אחד מכלל ההשקעות. בנוסף, מוסדיים רבים מגבירים את עשייתם בהשקעות מוכוונות-אימפקט, דהיינו השקעות ששואפות להשיא תועלת חברתית-סביבתית כלשהי אך מבלי להגדיר או למדוד אותה. היקף השקעות אלו נאמד בכ-6.4 מיליארד שקל ב-2021, אולם סביר שמדובר בהערכת-חסה. רוב ההשקעות מוכוונות-אימפקט הינן השקעות ישירות



נספח א': רשימת המרואיינים במחקר

גופים מוסדיים

הפניקס <

מגדל <

מור <

הראל <

אלטשולר שחם <

מיטב (השיבו על שאלון מקוון) <

בנק הפועלים <

גורמי ידע ומומחים

אלה אלקלעי (סמנכ"ל פיתוח עסקי בבית ההשקעות IBI, יו"ר IBI קרנות נאמנות ומנהלת האחריות התאגידית בארגון) <

סנדרין מונטסמה (שותפה מנהלת בקרן השקעות האימפקט Bridges Israel) <

נגה לבציון-נדן (מנכ"לית חברת Greeneye ושותפה מנהלת בקרן Value^2) <

חן הרצוג (שותף והכלכלן הראשי של BDO) <

ליהיא יוקלה (מנהלת יחידת ה-ESG ב-BDO) <

עברי ורבין (מייסד ומנכ"ל GoodVision, חברת ייעוץ בתחום האחריות התאגידית) <

נספח ב': שאלון לדוגמה לראיון עם גוף מוסדי

1. נשמח אם תוכלו להסביר את התפקידים ותחומי האחריות שלכם בארגון?
2. כאשר אתם מתייחסים בדו"חות ובפרסומים שלכם להשקעות אחריות והשקעות אימפקט, כיצד אתם מגדירים אותם?
3. באילו אופנים הארגון מאמץ או מקדם השקעות אחריות ו/או השקעות אימפקט ומהם פעולותיו האחרונות בתחום?
4. באיזה שלב של תהליך ההחלטה על השקעות מתייחסים להיבטים של ESG ו/או אימפקט, ומה המשקל שלהם בהחלטה הסופית? האם יש הבדל בין מסלולים שונים?
5. כמה כספים הושקעו בשנת 2021 בהשקעות אחריות ובהשקעות אימפקט?
6. מה הייתה המוטיבציה של הארגון לאמץ השקעות אחריות/אימפקט? (דרגו כל אחת מהמוטיבציות הבאות מ-1 נמוך ל-5 גבוהה מאוד)

< יישור קו עם מגמה עולמית

< ביקוש מצד לקוחות והציבור

< מענה לדרישה רגולטורית

< מתוך תפיסה של ניהול סיכונים

< אמונה ערכית בחשיבות התחום

< האם יש גורמים נוספים?

7. מה האתגרים המרכזיים באימוץ פרקטיקות של השקעות אחריות / השקעות אימפקט בארגון?
 8. מה דעתכם על הרגולציה הקיימת בישראל, האם היא אפקטיבית ומה ניתן לשפר?
- הערה: שאלון זה היווה בסיס לראיונות עם הגופים המוסדיים. חלק מהשאלון השתנה ממקרה למקרה בהתאם לעשייה של כל מוסדי בתחום של השקעות אחריות ו/או אימפקט, כפי שאלו השתקפו בדו"חות ובחומרים שפורסמו לציבור.

קישורים חיצוניים

1. [Morningstar, 2021. A Broken Record: Flows for U.S. Sustainable Funds Again Reach New Heights.](#)
2. [Bloomberg, 2021. Bloomberg Intelligence, ESG assets may hit \\$53 trillion by 2025, a third of global AUM.](#)
3. [GIIN, 2020. Annual Impact Investor Survey 2020.](#)
4. [Federated Hermes, 2021. Responsible Capitalism Survey.](#)
5. [Impact Investing Institute in collaboration with EY, 2022 - Estimating and describing the UK impact investing market.](#)
6. [בנק ישראל, תיבה מתוך דו"ח היציבות הפיננסית למחצית השנייה 2022: יד ביד נצעד-בחינת הדמיון. בתיקי הנכסים של הגופים המוסדיים ומשמעותות](#)
7. [PwC, 2022. Asset and wealth management revolution, 2022.](#)
8. [The Economist Intelligence Unit, Resetting the agenda: How ESG is shaping our future, 2021.](#)
9. [Friede, G., Busch, T. and Bassen, A., 2015. ESG and financial performance: aggregated evidence from more than 2000 empirical studies. Journal of sustainable finance & investment, 5\(4\), pp.210-233.](#)
10. [GIIN, Impact investing market size, 2022.](#)
11. [Boston Consulting Group, 2022. It's Time for Institutional Investors to Embrace the S in ESG](#)
12. [Schroders Institutional Investor Study, 2022.](#)
13. [Morgan Stanley, 2021. Reuters, retail traders account for 10% of U.S. Stock trading volume.](#)
14. [NAB & KPMG, 2022. Impact Investing in the Netherlands: Status Quo, Barriers, and Ways to Unleash Further Growth.](#)
15. [GFANZ, 2022. Financial Institution Net-zero Transition Plans.](#)
16. [Mission Zero: Independent Review of Net Zero - final report](#)

קישורים חיצוניים (המשך)

17. [Financial conduct authority, 2022. Sustainability Disclosure Requirements \(SDR\) and investment labels.](#)
18. [The White House, 2021. Fact sheet: The Bipartisan Infrastructure Deal Boosts Clean Energy Jobs, Strengthens Resilience, and Advances Environmental Justice.](#)
19. [IRS, 2021. Inflation reduction act.](#)
20. [המשרד לעניינים אסטרטגיים, 2020. החלטה בדבר עידוד דיווח דו"חות אחריות חברתית.](#)
21. [ESG. רשות ניירות ערך, 2021. גילוי אודות אחריות תאגידית וסיכוני.](#)
22. [רשות שוק ההון, ביטוח וחסכון, 2021. חוזר בדבר שיקולי השקעה הנוגעים להיבטים סביבתיים, חברתיים והיבטי ממשל תאגידי וסיכונים מתפתחים מהותיים.](#)
23. [\(ESG\) בנק ישראל, 2021. גילוי לציבור על היבטי סביבה, חברה וממשל.](#)
24. [בנק ישראל, 2021. הרחבת הגילוי לציבור של תאגידים בנקאיים בנוגע לפעילותם בתחומי סביבה, חברה וממשל.](#)
25. [רשות שוק ההון, ביטוח וחסכון, 2022. רפורמה במסלולי השקעה, השלב השני, שינוי מסלולי ההשקעה בחיסכון ארוך טווח.](#)
26. [המשרד להגנת הסביבה, 2022. טיוטת טקסונומיה לסיווג פעילויות כלכליות לפי השפעתן על מטרות סביבתיות מוגדרות.](#)

IFIE

הפורום הישראלי לקידום כלכלת אימפקט

