



מדינת ישראל

המשרד להגנת הסביבה

משרד האוצר

הטמעת ניהול סיכונים סביבתיים בתהליך קבלת החלטות השקעה

מדריך



דברי השר

סיכוני שוק, סיכוני מטבע, סיכוני אשראי וסיכונים תפעוליים - כל הסיכונים הללו נלקחים בחשבון כאשר ועדות ההשקעה של קופות הגמל וקרנות הפנסיה משקיעות את הכסף שלנו בשוק ההון. הוועדות משקיעות בכך לא מעט משאבים ואיסוף מידע ונתונים, מנתחות את החברות שהן משקיעות בהן את כספי הפנסיה שלנו ולומדות את כל ההיבטים של החברות ואת החשיפות הפוטנציאליות שלהן. אחרי כל זאת שוק ההון הישראלי התעלם עד היום מהסיכונים הסביבתיים בהשקעות.

דוגמה טובה מאוד לאי הערכת הסיכון הסביבתי ניתן לראות במקרה דליפת הנפט במפרץ מקסיקו בשנה שעברה. לכאורה, עד לאפריל 2010 ההשקעה בחברת BP הייתה מוצלחת מאוד למשקיעים, אולם מי שלא לקח בחשבון את הסיכון הסביבתי שיש לחברה היה עד לפילה של 38% במניה בתקופה של תוך פחות משלושה חודשים.

מתוך הכרה בצורך לחיזוק ניהול הסיכונים הסביבתיים בהשקעות, החליט המשרד להגנת הסביבה לחזק את הקשר בין ניהול סביבתי לסיכון פיננסי בפעילות היום-יומית של חברות ישראליות. החקיקה הסביבתית מהשנים האחרונות והאכיפה הסביבתית המחמירה והולכת נועדו להבטיח שגופים הגורמים לנזקים לסביבה יישאו בעלות הכספית המלאה של הנזק, כך שהפגיעה בסביבה תיהפך לסיכון פיננסי מוחשי לחברות מזהמות ולגופים המממנים אותן.

חיזוק הקשר בין ניהול סביבתי לבין סיכונים פיננסיים בא לידי ביטוי גם ברגולציה הפיננסית המתהווה בשנים האחרונות ועיקרה שילובם של סיכונים סביבתיים בתהליך קבלת ההחלטות. המשרד להגנת הסביבה פועל בשיתוף המפקח על הבנקים והרשות לניירות ערך להטמעת סיכונים סביבתיים בפעילות של הגופים המפוקחים. הממונה על שוק ההון, ביטוח וחיסכון במשרד האוצר שותף אף הוא בתהליך העשייה בתחום. שיתוף הפעולה בא לידי ביטוי בתחילה בשנת 2008 במסגרת חיוב ועדות ההשקעות של גופים מוסדיים להתייחס לסיכונים סביבתיים, וכעת בשיתוף הפעולה הפורה של המשרד להגנת הסביבה בכתיבת דוח זה שלפניכם.

כולי תקווה כי נצליח לקדם את השיח הציבורי בנושא השקעה אחראית בישראל, ולחזק את שיתוף הפעולה בין הממשל, המגזר הפיננסי והחברה האזרחית בתחום זה כשלב ראשון לקראת ביסוס פרקטיקה זו באופן מוסדר.

בברכה,



ח"כ גלעד ארדן

השר להגנת הסביבה

דברי הממונה על שוק ההון

בשנים האחרונות פועל אגף שוק ההון ביטוח וחסכון לחיזוקם של מנגנונים המתמודדים עם מגוון סיכונים אליהם חשופים גופים מוסדיים. מבין מגוון סיכונים אלו, סיכונים סביבתיים הפכו לאחרונה למשמעותיים יותר מאשר בעבר. שינוי זה משקף התפתחות של חקיקה ואכיפה בתחום הגנת הסביבה, חלקו בשל הצטרפות ישראל לארגון ה־OECD, שהביאה להתאמת הרגולציה הסביבתית בישראל לסטנדרטים בין לאומיים. במקביל, עלתה מודעות גופים פיננסיים וגופים רגולטוריים למשמעויות חשיפה לסיכונים סביבתיים. מודעות זו הניבה הוראות של גופי פיקוח, האמונים על כספי ציבור וחסכונות פנסיוניים, להתמודדות עם סיכונים אלו.

אגף שוק ההון, ביטוח וחסכון מייחס חשיבות רבה להטמעת שיקולי סביבה בתהליכי השקעה וניהול סיכונים בגופים מוסדיים. מלבד הסכנה שהתממשות סיכונים אלו תשליך משמעותית על פעילות חברות בהן הגופים משקיעים, גישתנו מונחית מתפיסה ערכית המייחסת לגופים מוסדיים, כבעלי מניות ובעלי חוב, תפקיד מרכזי בפיקוח על חברות, לרבות בתחום הסיכונים הסביבתיים.

מטרת מדריך זה, שהוא פרי שיתוף פעולה של המשרד להגנת הסביבה ואגף שוק ההון, לעורר מודעות בקרב הגופים המוסדיים לחשיבות הטמעתם של שיקולים סביבתיים בתהליכי השקעות וניהול סיכונים הקיימים אצלם, ולספק להם כלים יישומיים להתמודדות עימם. המדריך מבוסס על סקירת התפתחויות ברגולציה בתחום בעולם, תיאור אירועי כשל בנושא וסקירת אופן ההטמעה בגופים בינלאומיים המנהלים כספי חסכון פנסיוני.

אנו תקווה שיישום הנחיות המדריך יקטין את החשיפה לסיכונים סביבתיים לתועלת כולנו - משקיעים ומושקעים כאחד.



פרופ' עודד שריג

הממונה על שוק ההון ביטוח וחסכון

תוכן עניינים

9	רקע
11	פרק ראשון: סיכונים סביבתיים כסיכונים פיננסיים
15	פרק שני: כלים יישומיים
32	סוף דבר
33	נספחים
55	מקורות

לוחות ותרשימים

17	לוח מס' 1: אסטרטגיות אפשריות ליישום השקעות אחראיות
24	לוח מס' 2: שילוב הערכת סיכוני סביבה והמלצות אנליסטים
28	תרשים מס' 1: הקריטריונים להערכת חברות של חברת המחקר EIRIS
30	תרשים מס' 2: בחינת חברות על פי חברת EIRIS
34	לוח מס' 3: דרישות חוקיות לאימוץ השקעות אחראיות בעולם
38	לוח מס' 4: היוזמות הוולונטריות המרכזיות בתחום ההשקעות האחראיות

מחקר וכתיבה

מדריך זה נכתב על ידי **נגה לבציון־נדן**,
מחברת Greeneye המתמחה בהשקעות אחראיות,
במחקר ובייעוץ לגופים פיננסיים, עבור אגף כלכלה ותקינה במשרד להגנת הסביבה.

ליווי וסיוע בכתיבת המדריך:
הגב' מגי בראום
סגנית בכירה לממונה על שוק ההון, ביטוח וחיסכון, משרד האוצר

מר אסף נחמני
מנהל מחלקת ניהול סיכונים, אגף שוק ההון, ביטוח וחיסכון, משרד האוצר

מר גיורא שלו
מחלקת ניהול סיכונים, אגף שוק ההון, ביטוח וחיסכון, משרד האוצר

הגב' גלית פלצור
ראש אגף כלכלה ותקינה, המשרד להגנת הסביבה

הפקה
אגף פרסומים מידע ואינטרנט, המשרד להגנת הסביבה

תודתנו
ד"ר עו"ד רות דגן ממשרד הרצוג פורס נאמן ושות',
עו"ד עידית רייטר ממשרד פרופ' יובל לוי ושות', ורו"ח איריס אלדר,
טלי רוזנפלד, מהמשרד להגנת הסביבה
שסייעו בהכנת המדריך

רקע

כללי

שילוב שיקולים של סביבה, חברה וממשל תאגידי (ESG - Environment, Social and Governance) בתהליכי השקעה של גופים פיננסיים החל בעולם לפני יותר מעשור. אז התגבשה הבנה שיש לבחון תפקוד חברות בהיבטים סביבתיים וחברתיים, הן בשל תפיסה ערכית ומוסרית - השקעה בחברות המתחשבות בצורכי החברה והסביבה - והן משום שלתפקודן בתחום ממשל תאגידי, סביבתי, חברתי ואתי השפעה על ביצועיהן הפיננסיים. בפרט, תפקוד לקוי בתחומים אלו עשוי לחשוף חברות ומשקיעים למגוון סיכונים, ולהשפיע על התשואה שהן עשויות להניב למשקיעים.

חשיבות שיקולים אלו גברה בשנים האחרונות, עם החמרת החקיקה הנוגעת להגנת הסביבה בישראל, בדומה לאירופה ולארצות הברית. הצטרפות ישראל לארגון לשיתוף פעולה כלכלי ופיתוח, ה-OECD, צפויה להגביר מגמה זו משום שהיא מחייבת התאמת הרגולציה הסביבתית בישראל לסטנדרטים בינלאומיים. להחמרה זו עשויות להיות השלכות פיננסיות מהותיות על חברות והשלכות עקיפות על גופים פיננסיים הממקנים אותן.

בד בבד עם התפתחות החקיקה בתחום, חל גידול במודעות רגולטורית וגופים פיננסיים לחשיבות הטמעת שיקולי סביבה, חברה וממשל תאגידי בתהליכי השקעה. במהלך שנת 2006 הושקו ביוזמת האו"ם וגופים פיננסיים גדולים עקרונות להשקעות אחראיות (PRI - Principles for Responsible Investment, להלן - 'יוזמת ה-PRI'). היוזמה נועדה לעודד הטמעת שיקולים אלו בתהליכי השקעה של גופים פיננסיים, ולאגד גופים פיננסיים העוסקים בתחום. משנת 2006 חתמו על עקרונות אלו 811 גופים פיננסיים, המנהלים נכסים בשווי כולל של כ-22 טריליון דולר (נכון לאוקטובר 2010), ובראשם קרנות פנסיה. היה זה אך טבעי שמנהלי השקעות פנסיות יהיו חלוצים באימוץ יוזמת ה-PRI, מפאת החשיבות שבהטמעת שיקולים אלו בהשקעות לטווח ארוך.²

גם רגולטורים בישראל פעלו להטמעת שיקולי סביבה, חברה וממשל תאגידי בתהליכי השקעה. לדוגמה, הממונה על שוק ההון, ביטוח וחיסכון במשרד האוצר פעל להטמעת שיקולים אלו בהשקעות גופים מוסדיים, הן במסגרת יישום המלצות הוועדה לבחינת הצעדים להגברת מעורבותם של גופים מוסדיים בשוק ההון מינואר 2008,³ והן בחיוב ועדות השקעות בגופים אלו לקבוע כללים לזיהוי חשיפה הנובעת מאי-שמירה של הלווה על חוקים ותקנות, ובכלל זה בתחום הגנת הסביבה (חוזר גופים מוסדיים 2007-9-15).⁴ גם המפקח על הבנקים ורשות ניירות ערך פעלו להטמעת שיקולי סביבה בהנחיה לתאגידיים בנקאיים להביא בחשבון שיקולים סביבתיים בהעמדת אשראי,⁵ ובהנחיה לתאגידיים ציבוריים לגלות

1 United Nations, Principle of Responsible Investment, Retrieved 9.4.2011 from: <http://www.unpri.org>.

2 הרחבה על היוזמות הוולנטריות השונות בעולם, ראה נספח מס' 1.

3 פרופ' אסף חמדני, ד"ח הוועדה לבחינת הצעדים הדרושים להגברת מעורבות הגופים המוסדיים בשוק ההון בישראל, (ירושלים: משרד האוצר, הממונה על שוק ההון, ביטוח וחיסכון, 2008).
מתוך: <http://www.finance.gov.il/hon/2001/gemel/memos/hamdani2008.pdf>

4 משרד האוצר, אגף שוק ההון, ביטוח וחיסכון, גופים מוסדיים 2007-9-16 - העמדת אשראי לא סחיר על ידי גופים מוסדיים - תשתית לתמיכה ניהולית, מקצועית ותפעולית. נדלה 9.4.2011.
מתוך: <http://www.finance.gov.il/hon/2001/mosdiyem/memos/2007-9-16.doc>

5 בנק ישראל, חוזר המפקח על הבנקים בנושא סיכונים סביבתיים לתאגידיים בנקאיים, (ירושלים: 2009)

פרק ראשון: סיכונים סביבתיים כסיכונים פיננסיים

סיכונים סביבתיים מוגדרים כסיכונים הנוגעים לאיכות הסביבה, וכוללים סיכונים הנובעים משימוש בחומרי גלם, מתהליכי ייצור ומהשפעות מוצרים או שירותים שחברות מספקות.⁷ לסיכונים אלו, אם התממשו, עשויות להיות השלכות פיננסיות על חברות בעלות השפעה סביבתית שאינן עומדות בחקיקה ובתקינה או שגרמו נזק לבריאות או לרכוש הציבור. ההשלכות הפיננסיות האפשריות כוללות תשלום קנסות, תשלום עבור תיקון מפגעים, תביעות אזרחיות ופגיעה תדמיתית. בחלקו הראשון של פרק זה נדון בהשפעה הפיננסית של סיכונים סביבתיים על חברות בעלות השפעה סביבתית משמעותית, ובחלק השני נדון בהשפעה העקיפה על גופים פיננסיים הממקנים חברות כאלו.

חלק א' השפעות פיננסיות של סיכונים סביבתיים על חברות

בשנים 2008-2011 נחקקו בישראל מספר חוקים סביבתיים מרכזיים, ביניהם חוק אוויר נקי, התשס"ח-2008, חוק הגנת הסביבה, התשס"ח-2008 ("המזהם משלם"), חוק הרשויות המקומיות (אכיפה סביבתית - סמכויות פקחים), התשס"ח-2008, והחוק להסדרת הטיפול בארזות, התשע"א-2011. נוסף על כך נמצאות בתהליך חקיקה שבע הצעות חוק ממשלתיות.

חוקים סביבתיים אלו הרחיבו את חובת הדיווח של חברות הפועלות בישראל והגבירו את הפיקוח ואת הדרישה לשקיפות. החוקים גם קבעו קנסות כספיים ועונשים אחרים בשל פגיעה באיכות הסביבה. לדוגמה, חוק אוויר נקי, תשס"ח-2008 מאפשר הטלת פליטה בשל פליטת מזהמים לאוויר וחוק הגנת הסביבה, התשס"ח-2008 מאפשר ענישה בגין רווח כלכלי והוצאות שנחסכו.

לצד גידול בחקיקה סביבתית, גוברת והולכת גם האכיפה בתחום, ומתרבים המקרים המגיעים לבתי המשפט. בשנת 2009 נמצאו 462 תיקים בטיפול הלשכה המשפטית של המשרד להגנת הסביבה, וחלה עלייה ניכרת במספר כתבי האישום שהוגשו נגד חברות מזהמות. נוסף לכך התנהלו בבתי משפט הליכים שאינם פליליים: במהלך שנת 2009 הוגשו 39 עתירות לבג"ץ, 46 עתירות מנהליות ו-70 תביעות אזרחיות נגד מפגעים סביבתיים.

← רקע

חשיפות לסיכונים סביבתיים ודרכי ניהולם.⁶

התפתחות החקיקה הסביבתית בישראל ובעולם, הצטרפות ישראל ל-OECD והמודעות הציבורית הגדלה והולכת לנושאי סביבה, הופכות סיכונים סביבתיים לסיכונים פיננסיים משמעותיים. התפתחויות אלו מחייבות הגברת המודעות בגופים מוסדיים והתייחסות לסיכונים סביבתיים בתהליכי השקעה וניהול סיכונים בהם.

מטרה

מדריך זה נועד להגביר את מודעות גופים מוסדיים לצורך בשילוב שיקולים הקשורים בסיכונים סביבתיים בתהליכי השקעה, ולספק להם כלים יישומיים להטמעתם בפעילותם השוטפת ובניהול סיכונים, על בסיס הניסיון שנצבר בעולם.

במדריך זה שלושה חלקים:

הפרק הראשון סוקר את הסיכונים המשפטיים והפיננסיים הנוגעים לסיכונים סביבתיים.

הפרק השני מציע לגופים מוסדיים כלים יישומיים להטמעת שיקולים סביבתיים בתהליך השקעה, וכולל שני חלקים: תיאור דרכי התמודדות של גופים פיננסיים בעולם עם סיכונים אלו וכלים להערכת התנהלותן של חברות בעלות השפעה סביבתית.

נספחי המידע בסוף המדריך, מציגים מידע על השקעות אחראיות בעולם: דרישות חוקיות ורגולטוריות מגופים פיננסיים בעולם בנוגע להשקעות אחראיות בכלל ולסיכונים סביבתיים בפרט, יוזמות בינלאומיות בתחום, דרכי התמודדות של גופים פיננסיים מרכזיים עם סיכונים סביבתיים, מחקרים הבוחנים את הקשר בין תשואות וביצועים בתחומי סביבה, חברה וממשל תאגידי, ומונחון שימושי המרכז את המונחים העיקריים בתחום.

6 רשות ניירות ערך, תקנות ניירות ערך (פרטי התשקיף וטיוטת תשקיף - מבנה וצורה, (ירושלים: 2010).
מתוך: http://www.isa.gov.il/Download/IsaFile_5275.pdf

7 רשות ניירות ערך, תקנות ניירות ערך (פרטי התשקיף וטיוטת תשקיף - מבנה וצורה, (2010).
מתוך: http://www.isa.gov.il/Download/IsaFile_5275.pdf

← פרק ראשון:

סיכונים סביבתיים
כסיכונים פיננסיים

האכיפה המוגברת של אחריות סביבתית חושפת חברות בעלות השפעה סביבתית לכמה סוגי סיכונים:

סיכון משפטי - סיכון נקיטת הליכים משפטיים נגד החברה עקב אי־עמידה בחוקים סביבתיים, בין היתר בשל הרחבת המידע העומד לרשות הציבור.

סיכונים תפעוליים - סיכון לפגיעה בפעילות חברות וביכולת הפיתוח שלהן בשל עיכוב או סירוב להוציא או לחדש היתרים ורישיונות, והתנייתם בעמידה בתקנים או בפעילות אחרת.

סיכון תדמיתי - סיכון לפגיעה ביכולת חברה שהתנהלותה הסביבתית לקויה לנצל הזדמנויות עסקיות ולאתר מקורות מימון בגלל פגיעה בתדמיתה, בפרט על רקע העלייה במודעות צרכנים.

סיכוני רגולציה - סיכון הנובע מהחמרת תקני סביבה מקומיים ובינלאומיים ומהצורך של חברות בעלות השפעה סביבתית לפעול בהתאם לסטנדרטים המעודכנים. לדוגמה, הנחיית ה־IPPC באירופה שקבעה יעדי הפחתת זיהום אוויר, חייבה השקעה גדולה של מפעלי תעשייה באירופה כדי לעמוד ביעדים.⁸

בשנים האחרונות היו כמה דוגמאות להתממשות הסיכון הסביבתי, שגבתה מחיר יקר מחברות:

- ענקית הנפט BP ראתה את ערך מנייתה צונח בכ־50% בעקבות השפעה אקולוגית משמעותית של פיצוץ אסדת קידוח שלה ודליפת הנפט במפרץ מקסיקו באפריל 2010. נוסף על כך הודיע הקונגרס האמריקני, כי הוא שוקל לשלול מהחברה אפשרות להשיג אישורי קידוח בים. עד לספטמבר 2010 עמדה עלות הטיפול בדליפת נפט זו על כ־8 מיליארד דולר, והחברה ממשיכה לשלם פיצויים על סך של כ־3.5 מיליון דולר ביום.

- חברת האנרגיה ABB רכשה בשנת 1989 את Combustion Engineering Inc, יצרנית תחנות כוח אמריקנית. לאחר הרכישה התברר, כי לחברה שנרכשה פעילות משמעותית בתחום האסבסט והוגשו נגדה 100 אלף תביעות בגין נזקי אסבסט, מה שהביא את ABB לסף חדלות פירעון. בשנת 2006 בית משפט אישר הסדר פשרה עם התובעים בהיקף של 1.43 מיליארד דולר.

- בשנת 2003 אירעה תקלה בלפידי אתר בז"ן חיפה וכרמל אולפינים. התקלה גרמה לפליטת עשן שחור באזור חיפה והקריות. בעקבות האירוע הוגשו כתבי אישום פליליים נגד שתי החברות ומנהליהן. בשנת 2006 הגיעה בז"ן להסדר טיעון עם המשרד להגנת הסביבה, שבמסגרתו הורשעו החברה והמנכ"ל, והחברה שילמה קנס בסך 1.6 מיליון שקל. "כרמל אולפינים" החליטה להמשיך במאבק המשפטי.

- באוקטובר 2010 התחייבה בז"ן, כי תממן 90 מיליון שקל מעלות מיזם הניקוי של נחל הקישון, כחלק מהאחריות שבה נושאים המפעלים המזהמים לטיפול בשיקום הנחל.⁹

- בשנים 2006-2007 הגיעו חברות הדלק פז וסנוול להסדרים עם המשרד להגנת הסביבה, שלפיהם יבוצעו סקרי קרקע ועבודות שיקום בתחנות התדלוק שאותרו כמזהמות שבבעלות החברות. עלות השיקום צפויה להסתכם במאות מיליוני שקלים לחברות.

חלק ב'

השפעות פיננסיות של סיכונים סביבתיים על גופים מממנים

הסיכונים הסביבתיים שחברות בעלות השפעה סביבתית חשופות אליהם חושפים לסיכון סביבתי גם את המממנים את פעילותן של אותן חברות. סיכון לגופים המממנים עשוי להתבטא בירידה בערך ההשקעות, בעלייה בסיכון ההשקעות, או בפגיעה במוניטין המממן אם ייוחס לו קשר למפגע הסביבתי.

כדי לאפשר למשקיעים להעריך חשיפת חברות לסיכונים סביבתיים, התקינה רשות ניירות ערך תקנות המחייבות חברות ציבוריות לדווח על השפעת פעילותן על הסביבה ועל הסיכונים הסביבתיים שהן חשופות להם. התקנות אושרו בוועדת הכספים של הכנסת ב־1 בדצמבר 2010.

בהינתן הגילוי המוגבר של הסיכונים הסביבתיים שלהם חשופות חברות, גוף מממן יכול לצמצם את חשיפתו לסיכון סביבתי בחברה שמימן באמצעות ניהול מושכל של סיכונים סביבתיים, ובכלל זה:

1. איסוף מידע על חשיפה לסיכונים סביבתיים הנגזרת מפעילות נוכחית והיסטורית של לווה, וכן על חשיפת הבטוחות שניתנו על ידי אותו לווה להשפעת התממשות סיכונים סביבתיים;
2. מעקב אחר המגמות של דרישות חוקיות והגנות משפטיות הנהוגות לשם צמצום החשיפה לסיכונים סביבתיים מסוימים;
3. קיומו של כיסוי ביטוחי של סיכונים סביבתיים מסוימים, בהתאם לזמינות הכיסוי;
4. בחינת השלכות כלכליות של היבטים סביבתיים בחישובי עלות־תועלת בתמחור אשראי הניתן ללווה (לדוגמה, חישובים של מיסוי פחמן בחישובי האשראי).

8 European Commission, Summary of Directive 2008/1/EC concerning Integrated Pollution Prevention and Control (the IPPC Directive), 10.11.2010. Retrieved on 9.4.2011, from: <http://ec.europa.eu/environment/air/pollutants/stationary/ippc/summary.htm>

9 דובר המשרד להגנת הסביבה: "ראשי הרשויות הגובלות בנחל הקישון התחייבו לשר להגנת הסביבה, גלעד ארדן: 'נממן חלק מפרויקט ניקוי קרקעית ואפיק נחל הקישון מזהמים'", 28.9.2010.

מתוך: <http://www.sviva.gov.il/bin/en.jsp?enPage=BlankPage&enDisplay=view&enDispWhat=Object&enDispWhat=News^15305&enZone=news>

פרק שני: כלים יישומיים

חלק א' תהליך הטמעת ניהול סיכונים סביבתיים בגוף פיננסי ודרכי התמודדות של גופים פיננסיים בעולם

בחלק זה יוצג תהליך הטמעת ניהול סיכונים סביבתיים בגופים פיננסיים מתוך הניסיון הנרכש בעולם, ויוצגו דוגמות לדרכי התמודדותן של קרנות פנסיה מהמובילות בעולם עם הסיכון הסביבתי (ראו דוגמאות ספציפיות בנספח 2).

תהליך הטמעת ניהול סיכונים סביבתיים בגוף פיננסי

תהליך הטמעת ניהול סיכונים סביבתיים בגוף פיננסי הוא תהליך מתמשך, המחייב מעורבות ומודעות של גורמים שונים בגוף, לרבות דירקטוריון, הנהלה, ועדות דירקטוריון, מנהלי השקעות ומנהלי סיכונים. התהליך המקובל בגופים פיננסיים בעולם כולל ארבעה שלבים:

- העלאת המודעות לנושא בתוך הארגון;
- קביעת מדיניות מוצהרת;
- קביעת אסטרטגיה ליישום המדיניות ויישומה בפועל;
- מעקב ובקרה אחר אופן היישום, הערכת יעילות היישום בפועל ודיווח.

העלאת מודעות



העלאת המודעות בגוף הפיננסי לנושא מתבצעת, בין היתר, באמצעות הכשרות ייעודיות למקבלי החלטות השקעה, ימי עיון ועוד. האפשרויות העומדות בפני גופים פיננסיים בעולם להעלאת המודעות להשקעות אחראיות בגוף פיננסי כוללות שימוש בתוכניות לימוד של גופים מתמחים, כגון תוכנית הלימודים של "האקדמיה להשקעות אחראיות". האקדמיה, פרי יוזמה של משקיעים אחראיים באוסטרליה, במימון

אסטרטגיית היישום



קיימות אסטרטגיות שונות להטמעת הנושאים הסביבתיים בגופים פיננסיים. לוח מס' 4 להלן מרכז את האסטרטגיות, ולאחריו מפרט את אופן היישום:

לוח מס' 1: אסטרטגיות אפשריות ליישום השקעות אחראיות

סינון

- **סינון שלילי (negative screening)** הימנעות מהשקעה בחברות מסוימות, תעשיות או מדינות
- **סינון חיובי (הערכה) (weighted screening)** העדפות חברות או מגזרים המציגים מנהיגות בתחומי האחריות הסביבתית והחברתית, או איהעדרה אם מציגים התנהלות בלתי אחראית

מעורבות

- **גישת מעורבות (engagement approach)** – גופים פיננסיים מעורבים באופן פעיל בחברות שבתיק ההשקעות
- **הצבעות באסיפות כלליות (voting)** – שימוש בזכות ההצבעה ככלי למעורבות בניהול החברה

אינטגרציה

- **גישת אינטגרטיבית (integrated approach)** – גישה המשלבת הטמעת שיקולי סביבה, חברה וממשל תאגידי בקבלה וניתוח של החלטות השקעה

התמקדות בנכסים מסוימים

- **גישת המתמקדת בנכסים מסוימים (focused assets approach)** – השקעות בקלינטק, באנרגיה נקייה, ביישומי אקלים, בפסולת ומים, ובכל תחום אחר שמתמקד בתחום ספציפי ובמקרה זה בתחומים הקשורים לאיכות הסביבה

ממשלת אוסטרליה, שמה לה למטרה לחנך, לעודד ולהדריך את קהילת "המשקיעים האחראיים". בשנת 2010 החלה האקדמיה לשתף פעולה עם PRI כדי לסייע לגופים החתומים על העקרונות להשקעות אחראיות לקבל הדרכה מסודרת. מטרת האקדמיה לחזק את המקצועיות של העוסקים בהשקעות אחראיות דרך מערכי לימוד, פיתוח מקצועי והזדמנויות לשיתופי פעולה. ההכשרה מבוצעת באמצעות רשת האינטרנט, וישנם כמה מסלולים, בהתאם למומחיות הנדרשת. "המסלול הבסיסי", למשל, מיועד למתחילים בתחום, וכולל רקע כללי עם התייחסות לשלבים ביישום תוכנית להשקעות אחראיות, ו"המסלול המקצועי" כולל 100 שעות לימוד של תוכניות מעמיקות בתחום, לרבות כלים לשילוב המידע בהשקעות על התחום.¹⁰

מדיניות השקעות



מסמך המדיניות להשקעות אחראיות, המתייחס להטמעת היבטים סביבתיים, הוא בדרך כלל בסיס הצהרתי וחלק בלתי נפרד ממסמך מדיניות ההשקעות הכולל של גופים פיננסיים. בתהליך בניית המדיניות מבטיחים הגופים כי הטמעת ההתייחסות לסיכונים הסביבתיים במדיניות ההשקעות מתיישבת עם מגבלות או עם התניות אחרות במדיניות ההשקעות הכוללת, ואינה סותרת את הוראות הדין הקיימות. במסגרת מסמך המדיניות מוגדרות מטרות הגוף הפיננסי בנושאים סביבתיים: משמעותם של נושאי סביבה עבור הגוף; האם הוא רואה את עצמו מוביל בתחום; פירוט המניעים המרכזיים שהובילו לאימוץ השקעות אחראיות בתחום הסביבתי (לדוגמה, לחץ של חוסכים או של בעלי מניות, אמצעי לניהול הסיכונים או עמידה בדרישות חובת הנאמנות בגוף); הצגת אופן חלוקת אחריות וסמכויות בארגון; הצגת תהליך העבודה בשילוב הנושאים הסביבתיים בתהליך קבלת ההחלטות; הגדרת התחומים שיעשה בהם שימוש במומחים והגדרת המגזרים האפשריים להטמעת ההיבטים הסביבתיים בהשקעות (הערכת חברות ברכישת מניות, שיקולים של בנייה ירוקה וקיימות בעסקאות נדל"ן וכד').

מבין 800 הגופים הפיננסיים החתומים על עקרונות להשקעות אחראיות, ליותר מ-87% יש מדיניות השקעות כוללת המתייחסת לנושאים של סביבה, חברה וממשל תאגידי.¹¹

10. Responsible Investment Academy, retrieved on 9.4.2011, from www.riacademy.org.

11. UNPRI, Report on Progress 2010, An Analysis of Signatory Progress and Guidance on Implementation, (London: 2010), p. 2. Retrieved on 9.4.2011, from: http://www.unpri.org/files/2010_Report%20on%20Progress.pdf

סינון (Screening)

סינון שלילי (Negative screening, Exclusion)

באופן היסטורי השתמשו משקיעים אחראיים באסטרטגיה של סינון או של הימנעות מהשקעות. משקיעים החליטו שלא להשקיע בחברות שלא עמדו בקריטריונים מסוימים, במגזרים כלכליים או במדינות מסוימות, משיקולים סביבתיים, חברתיים או אתיים. האסטרטגיה אומצה בראשונה בשנות ה־60 של המאה ה־20 על ידי גופים דתיים אשר נמנעו מ"מניות חטא", חברות המעורבות בהימורים, בנשק ובייצור ומכירה של אלכוהול. גם היום, הגופים הפיננסיים המיישמים סינון שלילי הם גופים בעלי סולם ערכים ברור, שהוא נגזרת של ציפיות המשקיעים באמצעות אותם גופים. הבחירה בסינון שלילי כאסטרטגיה להשקעות אחראיות נובעת מכמה סיבות:

- צמצום החשיפה לסיכונים מסוימים בתיק ההשקעות של הגופים (כגון תביעות נגד החברות בגין פגיעה בבריאות ובחיי אדם);
- הגנה על תדמית הארגון כתומך בעסקים אחראיים;
- מענה על ציפיות בעלי העניין סביב סטנדרטים אתיים.

סינונים שליליים נפוצים, הרלוונטיים לחשיפה לסיכונים סביבתיים, הם תעשייה הפוגעת בבעלי חיים, תעשיות המשפיעות על התחממות כדור הארץ, ייצור מוצרי טבק, ייצור כימיקלים רעילים, אנרגיה גרעינית ועוד.

דוגמה ליישום אסטרטגיה של סינון שלילי בכל הנוגע לסיכונים סביבתיים היא חברת ההשקעות Aviva Investors המנהלת מספר קרנות הנמנעות מלהשקיע בחברות, על בסיס קריטריונים סביבתיים. כך, Aviva Investors Sustainable Future Absolute Growth, קרן המנהלת נכסים בהיקף של כ־50 מיליון ליש"ט, אינה כוללת בתיק ההשקעות שלה חברות שאינן עומדות בקריטריונים של שינוי אקלים, ייצור חומרי הדברה וכריתת יערות. חברה שבעבר עמדה בקריטריונים ועברה שינוי אל מתחת לסף כניסה - מניותיה יימכרו תוך חצי שנה.¹² אופן היישום של סינון שלילי:

- יש לקבוע אילו קריטריונים יהיו משולבים בסינון השקעות: קריטריונים אלו יכולים לייצג את סולם הערכים הפנימי של הארגון, או סולם ערכים רחב הכולל מגזרים או מוצרים בעלי תדמית בעייתית. כאן יש לקבוע את הרף או המידה "הנסבלת" (tolerance) של המעורבות בתחומים אלו, ולבחון אם גם מעורבות מצומצמת ביותר נחשבת בעייתית.
- התייעצות עם העמיתים/חוסכים לקביעת סולם הערכים שלהם: לדוגמה, קרנות פנסיה מסוימות פונות למשקיעים ולחוסכים כדי לקבוע את סדר העדיפויות שלהם בנושאי סביבה וחברה.
- ביצוע הערכה של תיק ההשקעות בתחומים של סביבה, חברה וממשל תאגידי, במטרה להעריך את הסיכונים שאליהם חשופות הקרנות.

- אתגר אפשרי עולה כאשר התחום שמעוניינים לסנן החוצה מהווה חלק מתחום הפעילות של חברה שמשקיעים בה. לדוגמה, קרן שנמנעת מהשקעה במוצרי טבק צריכה לבחון כיצד להתייחס לחברה קמעונאית המוכרת מוצרים אלו. במקרים אלו הקרן צריכה להחליט היכן היא מתווה את הקו. פתרון אפשרי הוא להתייחס למהות הנושא, ולבחון מהו אחוז מוצרי הטבק מהמחזור העסקי של החברה הקמעונאית.

סינון חיובי (Positive/Weighting Screening)

באסטרטגיה של סינון חיובי משולבים הקריטריונים של סביבה, חברה וממשל תאגידי בהערכת הסיכונים המסורתית. זאת במטרה להעריך אילו חברות ירשמו את הביצועים הגבוהים ביותר מול המתחרות. הסיווג הנפוץ ביותר נקרא "best in class", ובו נבחרות החברות הטובות ביותר מבחינת אחריותן הסביבתית (למשל) מכל מגזר עסקי. כך נשקלים שיקולים סביבתיים ללא שינוי בתמהיל ההשקעות מבחינת המגזרים העסקיים. בתחום הסביבתי מקובל להעריך באופן חיובי חברות שפעלו בתחומים הבאים:

- אימצו אסטרטגיות סביבתיות ופועלות להפחתת השפעותיהן הסביבתיות באמצעות מניעת זיהום;
 - פעלו להגנה על המגוון הביולוגי ועל מקורות המים;
 - תכננו ופיתחו מוצרים ושירותים "ירוקים" בעלי ערך מוסף סביבתי;
 - מנהלות באופן אחראי פסולת ופליטות גזים וחומרים רעילים;
 - מנהלות את ההשפעות הסביבתיות של השימוש במוצריהן/בשירותיהן לאורך כל מחזור חייהם.
- אופן היישום של סינון חיובי:
- בחירת מאגר החברות המועמדות להשקעה;
 - הערכה ודירוג החברות על פי אופן ניהול הנושאים הסביבתיים והגדרת הרכב החברות המצטיינות בכל מגזר;
 - ביצוע הערכה פיננסית של החברות המובילות סביבתית;
 - הרכבת תיק ההשקעות מהחברות שהובילו בנושא הסביבתי, תוך שמירה על חלוקה מגזרית ועל גיוון התיק, שעליהם החליטו מנהלי ההשקעות והדירקטוריון.

¹² Your Ethical Money, An Independent Non Profit Resource on Ethical Money. Retrieved on 9.4.2011, from: http://www.yourethicalmoney.org/investments/?q=aviva#results_table

מעורבות (Engagement)

מעורבות פעילה

גישה הדוגלת במעורבות פעילה בחברות שהגופים משקיעים בהן במטרה לשפר את הביצועים בתחומי סביבה, חברה וממשל תאגידי. אסטרטגיית המעורבות באה ליצור דיאלוג משמעותי ויעיל עם החברות המושקעות, שיוביל לשיפור אופן הניהול בנושאי חברה, סביבה וממשל תאגידי, ולחזק את ביצועי התאגיד בטווח ארוך. יתרונה של גישה זו, בשונה מהסינון החיובי והשלילי, נמצא בכך שהיא אינה מגבילה את תוכנו של תיק ההשקעות.

ניתן למנות שלוש רמות של מעורבות:

- דיאלוג כללי - ברמה זו מתנהל שיח בין החברה למשקיעים על הנושאים המדאיגים את המשקיעים;
- עמדה פרו־אקטיבית ודרישת שינוי בנושא מסוים - בשלב זה הגופים הפיננסיים מציגים דרישות לפעולה בתחומים שונים;
- דיאלוג תגובתי (ריאקטיבי) במקרה של בעיה, כדי לוודא שלא תישנה.

הדרכים ליישום אסטרטגיית מעורבות ייקבעו על פי המשאבים (זמן ותקציב) הקיימים. להלן כמה פעולות שהגוף הפיננסי יכול לנקוט באופן עצמאי אל מול החברות שהוא משקיע בהן:

- העלאת שאלות או נושאים לדיון הנוגעים לנושאים הרלוונטיים בישיבות משקיעים מוסדיים עם הנהלת החברה, וכן בישיבות מיוחדות לדיון בנושאים אלו;
- פנייה בכתב להנהלת החברה בנושאים המעוררים דאגה;
- הצטרפות לקואליציית משקיעים אחרים לשיפור בתחומים מסוימים;
- יידוע משקיעים אחרים על הדיאלוג במטרה ליצור לחץ על הנהלת החברה.

נוסף על כך, גוף פיננסי יכול לנקוט מגוון פעולות בשיתוף גופים פיננסיים נוספים, או לנקוט פעולות רלוונטיות אגב פעילותו כבעל עניין. להלן כמה דוגמאות:

- נוכחות באספות הכלליות של בעלי המניות והעלאת הנושאים הסביבתיים לסדר היום;
- הגשת המלצות כבעלי מניות לפעולות הרלוונטיות לאחריות סביבתית;
- מימוש זכות ההצבעה באישור הדוח השנתי או מינוי דירקטורים לצורך קידום הנושאים הרלוונטיים;
- קריאה לישיבות מיוחדות של בעלי מניות להעלאת נושאים דחופים על סדר היום;
- זימון מסיבות עיתונאים ושימוש בתקשורת ליצירת לחץ מצד בעלי המניות על החברה.

להלן כמה אבני דרך אפשריות לאימוץ אסטרטגיה של מעורבות וליישומה:

- קביעת הקריטריונים בתחומי ה־ESG, אשר ייצרו את מסגרת העבודה לפעילות המעורבות. אפשר לקבוע כי פעילות המעורבות תתמקד בנושא מסוים אחד, בכמה נושאי ESG או בחברות מסוימות;
- בחירת כלי המעורבות: כתיבת מכתבים, פגישות עם תאגידים, הגשת הצעות של בעלי מניות;
- קביעת אופן ניהול המעורבות - קביעת הגורם האחראי בגוף הפיננסי על תיאום פעילות המעורבות ואופן ניהולה;
- קביעת גורם ההנהלה האחראי על אישור פעילות המעורבות;
- החלטה לגבי אופן שיתוף הפעולה עם גופים פיננסיים נוספים;
- קביעת נציגי הגוף הפיננסי בדיון מול החברות;
- תכנון מערכת לבקרה - מנגנון אשר יסייע להעריך לאורך זמן את עלות התועלת של יישום אסטרטגיית המעורבות.

שיתוף פעולה של גופים פיננסיים במעורבות - דוגמאות

שניים מהעקרונות להשקעות אחראיות (PRI) מתייחסים למעורבות ולשיתוף פעולה בין גופים פיננסיים שונים בקידום נושאים של סביבה, חברה וממשל תאגידי בחברות. כדי לאפשר שיתוף פעולה בין הגופים הפיננסיים השונים החתומים על ה־PRI הקים הארגון מסלוקה לשיתופי פעולה, ה־Clearinghouse. המסלוקה מאפשרת לגופים פיננסיים לשלוח הצעות ויוזמות ל־Clearinghouse ולהזמין גופים פיננסיים אחרים להצטרף לפעילות מול החברות השונות. יוזמות עשויות לבוא ממשקיע אחד, המציע להצטרף לנושא או לתמוך בהצעה באסיפה כללית של אחת החברות, או מכמה משקיעים, אשר כותבים לחברה מכתב משותף. בשנת 2010 היו מעורבים 90% מהגופים החתומים על ה־PRI בשיתוף פעולה עם משקיעים אחרים בנושאים של סביבה, חברה וממשל תאגידי. הרגולציה האירופית, ובשנה האחרונה גם ה־FSA בבריטניה, קבעו כי שיתוף פעולה בין גופים פיננסיים לצורך קידום נושאים של סביבה, חברה וממשל תאגידי אינו מהווה פגיעה בחוק ההגבלים (המונח האנגלי "Acting in Concert" כל עוד שיתוף הפעולה בין הגופים הפיננסיים אינו נועד למטרות השתלטות. להלן מובאות שתי דוגמאות מני רבות ליוזמות של שיתופי פעולה במעורבות בחברות בנושאי ESG בעולם:

דרישה לגילוי מחברות הנפט בנושא היערכות לסיכונים: בעקבות הזיהום מהקידוח במפרץ מקסיקו באוגוסט 2010, הציעו Hermes Equity Ownership Services (HEOS) לגופים פיננסיים לכתוב מכתב משותף לכמה חברות נפט וקידוחים, המבקש אישורים ובדיקות לגבי תוכניות החירום, תוכניות השיקום מאסונות וניהול הסיכונים. בין החברות שהמכתב יועד להן: Repsol, Total (France), Royal Dutch Shell (UK / Netherlands), ExxonMobil (US) ו־Gazprom (Russia), (Spain).

דרישה מחברות האנרגיה המתחדשת לגילוי בתחום הסביבתי: במהלך מאי 2010 פורסמה יוזמה של Henderson Global Investors ו־Boston Common Asset Management, המעודדת יותר שקיפות וגילוי בנושאי ESG בקרב חברות סולאריות. החברות הסולאריות

נהנות מעלייה במודעות הסביבתית, מגידול בביקוש ומתמיכה ממשלתית, אך רק קומץ חברות אימצו מערכות לניהול ביצועי ESG של פעילותן. אמנם לאנרגיות סולאריות תרומה סביבתית משמעותית, אך לחברות אלו יש עדיין השפעה חברתית וסביבתית שלילית, הקשורה בייצור הפאנלים הסולאריים. ההשפעות כוללות שימוש בכימיקלים רעילים והשקעת אנרגיה בייצור המוצר, כמו גם סוגיות של בריאות העובד, בטיחות בעבודה והתייחסות לשרשרת האספקה. בשנת 2009 נשלחו שאלונים לכמה חברות המובילות בייצור אנרגיה סולארית פוטו-וולטאית (PV) בעמק הסיליקון, לצורך בחינת אופן ניהול הבעיות. תוצאות הסקר הראו, כי הרמה הכללית של ההתייחסות לבעיות ESG במגזר עדיין נמוכה מאוד. יצוין כי חברות רבות סירבו להשתתף בשאלון. היוזמה המשותפת של Boston Common Asset Management ו-Henderson Global Investors נוספים להצטרף למכתב משותף לחברות הסולאריות הגדולות אשר לא השתתפו בשאלון, ולדרבן את החברות להשתתף בסקר 2011.¹³

שימוש בזכות הצבעה כאסטרטגיה למעורבות (Voting)

בשימוש בהצבעה באספות כלליות כאסטרטגיה להשקעות אחראיות ניתן לממש את היכולת להשפיע "מבפנים" על קבלת החלטות בחברה המושקעת. הצבעה באופן מסוים מבחירה להנהלת החברה המושקעת בצורה ברורה את עמדת המצביע, ומביאה לידי ביטוי את המדיניות של הגוף הפיננסי הלכה למעשה. זאת בניגוד להצבעה "אוטומטית" על הסכמה להחלטות ההנהלה, או אפילו לאי ניצול הזכות להצביע. משקיעים אחראיים משתמשים בזכויות ההצבעה ככלי לעודד חברות לשפר את שקיפותן ואת מחויבותן לבעלי המניות, וכן כדי לשפר את איכות הניהול של החברה בתחומים של סביבה, חברה וממשל תאגידי. היתרון בקביעת מדיניות להצבעה המתייחסת לנושאים סביבתיים נמצא בכך שמדובר על כלי ידוע, המוכר לגופים פיננסיים כאמצעי למעורבות מול החברות, גם אם בתחומים אחרים. בישראל חלה על הגופים המוסדיים חובה לפרסם את מדיניות ההצבעות שלהם באספות כלליות, וכן את הצבעותיהם בפועל, אולם אצל מרבית הגופים מדיניות ההצבעות המפורסמת אינה כוללת התייחסות מהותית לנושאים סביבתיים.

אמנם פחות מ-50% מהגופים החתומים על העקרונות להשקעות אחראיות מפרסמים לציבור דיווח על אופן הצבעתם בפועל, ו-25% ממנהלי ההשקעות אינם מפרסמים דיווח אפילו ללקוחותיהם ולעמיתיהם, אך ניתן לראות שינוי בגישה זו אצל גופים פיננסיים שונים, דוגמת ING, גוף פיננסי הולנדי במקור, אשר מספק שירותי בנקאות, ביטוח, משכנתאות ועוד, ו-Aegon, קרן פנסיה וחברת ביטוח הולנדית, אשר החלו לפרסם את מדיניות ההצבעה שלהן באינטרנט. נוסף על כך, בעולם פועלים ארגונים שונים המרכזים מספר רב של זכויות הצבעה, כגון ACSI מאוסטרליה, ה-Council of Institutional Investors בארה"ב או ה-ABI וה-NAPF בבריטניה.¹⁴ ארגוניגג אלו עשויים להיות מקום טוב להתחיל לפתח מדיניות הצבעה, מאחר שהמדיניות הקולקטיבית שהם מפתחים היא חזקה וברורה, בשל מעורבותן של קרנות רבות כל כך. שימוש בזכות הצבעה - הן לגבי חברות מקומיות והן לגבי חברות זרות - דורש התמודדות עם חקיקה מקומית, עם בעיות שפה ועם רגישויות תרבותיות העשויות להשפיע על

יעילות ההתערבות, כך שהצטרפות ליוזמות מקומיות היא קריטית במקרים רבים. לשם יישום אסטרטגיית הצבעה אחראית מומלץ להבטיח את קיומם של שלושה צעדים מרכזיים:

- קביעת אופן ניהול זכויות ההצבעה: חלוקת סמכויות ודיווח על אופן ההצבעה של הקרן;
- הכנת שורת הנחיות להצבעה: הכללת הנושאים הסביבתיים השונים;
- הערכה שנתית של ביצוע ההנחיות להצבעה בנושאים הסביבתיים.

חברת ההשקעות Aviva Investors, הפועלת כבר שנים במעורבות בחברות מושקעות, היא דוגמה טובה ליישום זכות הצבעה בקידום נושאים סביבתיים. החברה מכריזה כי היא מצפה מחברות מובילות לפרסם מידע בנושאי סיכונים סביבה, חברה וממשל תאגידי. כאשר חברה לא עומדת בדרישה של Aviva, עשויה האחרונה להימנע, או להצביע נגד הדוחות השנתיים של החברה. ב-113 אספות כלליות מתוך 558 ש-Aviva השתתפה בהן, היא נמנעה או הצביעה נגד הדוחות השנתיים, על בסיס קריטריונים סביבתיים, חברתיים או של ממשל תאגידי.¹⁵

אינטגרציה (Integration)

אסטרטגיית אינטגרציה היא המסובכת והמתקדמת ביותר מבין האסטרטגיות ליישום השקעות אחראיות, מאחר שהיא מכירה בכך שלנושאים סביבתיים מיוחסים סיכונים פיננסיים ארוכיטווח, ומעלה לסדר היום את קבלת החלטות ההשקעה תוך שימת לב לנושאי חברה וממשל תאגידי הנובעים מסיכונים ומהזדמנויות בכלכלה הגלובלית. גישה שיטתית זו מבוססת על הטמעת שיקולים של סביבה, חברה וממשל תאגידי בהערכה ובבחירה של השקעות, ואופן השילוב בין ההערכה הסביבתית להערכה הפיננסית הכלכלית המסורתית משתנה בגישה זו בהתאם לאסטרטגיות הניתוח הפיננסי הנהוגות בגוף הפיננסי. מוצגות כאן שלוש דרכים שונות לשילוב בין ההיבט הסביבתי לפיננסי:

- בתחילת תהליך ההטמעה ניתן לקבוע שהמידע על החברות בתחומים הסביבתיים יצורף כמידע איכותי אשר מציג זרקור נוסף על החברה, אך אינו משפיע על הנתונים הכמותיים. כך אין שינוי באסטרטגיות ההשקעה של הגופים הפיננסיים מחד גיסא, והנושאים הסביבתיים משפיעים על הרושם הכללי ומספקים למשקיעים מידע נוסף שעשוי להיות חשוב מאידך גיסא.
- הכנסת הציון הכמותי הניתן בתחום הסביבתי כנתח מסוים מהציון הכולל, בהתאם להחלטת הנהלה. ניתן לקבוע, למשל, כי הציון הכללי בהתנהלות הסביבתית יהווה אחוז מסוים מהציון המשוקלל של החברה, כך שהציון הסביבתי ישפיע על החלטות ההשקעה.
- הדרך השלישית היא המתקדמת ביותר, מאחר שהיא משפיעה ישירות על קבלת החלטות השקעה. בדוגמה שלפנינו ניתן לבחון כיצד משלבים מידע על סיכונים סביבה בשינוי המלצות מכירה וקנייה, כך שהמלצות אלה יתבססו בסופו של דבר לא על הניתוח הפיננסי בלבד, אלא גם על שיקולים סביבתיים. בלוח מס' 5 מוצגת דוגמה לאפשרות לשילוב של הערכת סיכונים סביבה. בדוגמה מובאות המלצות האנליסטים. כך, אם הסיכונים הסביבתיים מנוהלים בצורה סבירה, ההמלצה לא משתנה, אם הסיכונים הסביבתיים מנוהלים בצורה חלשה, ניתן לקנות אך נדרשת מעורבות

15 Aviva Investment, Sustainable and Responsible Investment policy. Retrieved 9.4.2011, from: http://www.avivainvestors.co.uk/adviser/sustainable_and_responsible_investments/aviva_investors_and_esg/index.htm

13 UNPRI, Collaborative Engagements by PRI Signatories. Retrieved on 9.4.2011, from: <http://www.unpri.org/collaborations/>

14 UNPRI (2010), p. 50.

בפעילות החברה, ואם הסיכונים הסביבתיים משמעותיים כדאי למכור. בפועל ההמלצה הסביבתית משמעותית בעיקר אם ההתנהלות הסביבתית חמורה ביותר, או שההמלצה הפיננסית אינה חד־משמעית.

לוח מס' 2: שילוב הערכת סיכוני סביבה והמלצות אנליסטים

ניתוח פיננסי קלאסי	הערכת סיכוני סביבה		
	סיכוני סביבה מנוהלים בצורה חלשה	סיכוני סביבה מנוהלים בצורה סבירה	אזהרה – סיכוני סביבה מנוהלים בצורה בעייתית
קנה	היה מעורב	קנה	מכור
מכור	מכור	מכור	מכור
החזק	הערך מחדש	החזק	מכור

יישום אינטגרציית הערכה סביבתית בהערכה הפיננסית עשוי להתבצע באופן הבא:

- יש לעבד את תוצאות המחקר המתבצע על אודות הסיכונים הסביבתיים (באמצעות הקמת צוות פנימי ייחודי או בעזרת שימוש במיקור־חוץ) לערך כמותי אשר תואם את סולם הערכים הכמותיים הפיננסיים;
- קביעת התהליך שבמסגרתו מנהלי ההשקעות מקבלים החלטות בנוגע לסיכונים האלה;
- הערכות אלו הופכות לחלק מהדיאלוג השוטף עם החברות המושקעות, ותורמות להבנה הכוללת של החברה. כך נכנסות הסוגיות הסביבתיות בהדרגה לתוך התהליך השגרתי של הטיפול בהשקעות על ידי הגורמים האמונים על כך בגוף הפיננסי.

התמקדות בנכסים מסוימים (Focused Asset Approach)

האסטרטגיה האחרונה מתמקדת בהשקעות במגזר או בתחום מסוימים בעלי ערכים סביבתיים, כגון השקעות המתמקדות במגזרים בתחומים של אנרגיה מתחדשת, ניהול זיהום, יעול השימוש באנרגיה, תחבורה חסכונית באנרגיה, ניהול מים ופסולת. המוטיבציה להשקיע בחברות אלו נובעת מהשינויים העולמיים בתחום הסביבתי, שבהם מאוגדים יחדיו המודעות הצרכנית, החקיקה העולמית שנעשית מחמירה יותר ויותר והתהליכים הפיזיים השונים, הגורמים לחברות בעלות מוצר סביבתי ייחודי להיות רווחיות יותר. כך לדוגמה, בעקבות אמנת קיוטו והעיסוק העולמי בשינויי אקלים, החלו קרנות השקעה רבות לבנות מוצרים המתמקדים בחברות מתחום האנרגיה המתחדשת. כ־40% מהגופים הפיננסיים החתומים על העקרונות להשקעות אחראיות (PRI) משקיעים בחברות המתמחות בנושאים סביבתיים וחברתיים, דוגמת מיקרופיננס, או קלינטק.¹⁶

שילוב אסטרטגיות

הבחירה באסטרטגיית יישום ההשקעות האחראיות המתאימה אינה חד־משמעית, ולכן קרנות שונות בעולם משלבות בין הגישות שנסקרו לעיל, במטרה להשיג את התוצאה הרצויה. שילוב אסטרטגיות מיושם על ידי קרן ETHOS, למשל, שהוקמה ב־1997 על ידי קרנות הפנסיה הציבוריות בשוויץ. הקרן מנהלת בין היתר ארבעה תיקי השקעות שבהם משולבים "best-in-class", סינון שלילי ומעורבות באופן הבא:¹⁷

- ראשית, מופעל מסנן "אתי" ראשוני (סינון שלילי) - חברות שלמעלה מ־50% מהמחזור העסקי שלהן נובע מפעילות עסקית בתחומים שהקרן החליטה שאינה מעוניינת להשקיע בהם;
- מסנן "best-in-class" המבוסס על חלוקה למגזרים מותיר את 50% הטובות ביותר (המחצית העליונה);
- מסנן פיננסי מיושם על החברות הנותרות. מצבן הכלכלי של החברות הללו נבחן, ומבוצעת התאמה של תיק ההשקעות כדי שהתמהיל של כל מגזר יתאים לתמהיל מדד מסוים. זהו הרכבו הסופי של תיק ההשקעות;
- לאחר מכן מתקיים דיאלוג פעיל בגישת המעורבות עם החברות המושקעות, וכן מתבצעת הפעלה אקטיבית של כוח ההצבעה.

16 UNPRI (2010), p. 20

17 Ethos, Swiss Foundation for Sustainable Development. Retrieved on 9.4.2011, from: <http://www.ethosfund.ch/e/ethos-foundation/default.asp>.

בקרה, הערכה ודיווח



בד בבד עם השלבים השונים של תהליך היישום נדרשים בקרה, הערכה ודיווח. תהליך הבקרה וההערכה הוא תהליך מתמשך, המלווה את תהליך ההטמעה לכל אורכו. כדי להבטיח את היעילות של תהליך ההערכה והבקרה הם משולבים תדיר עם מנגנון הבקרה הקיים בגוף הפיננסי. כמו כן, מבוצעת הערכה שנתית של העלויות הקשורות להשקעות אחראיות, במטרה לתכנן את התקדמותה והמשכה של מחויבות הגוף הפיננסי.

נוסף לכך מקוים דיון על רמת השקיפות ועל אופן הדיווח לבעלי העניין השונים. כפי שמשקיעים אחראיים דורשים שקיפות מצד החברות, כך גם גופים פיננסיים נדרשים להיות פתוחים ושקופים אל מול בעלי העניין והעמיתים החוסכים שלהם, כדי לזכות באמונם. הדיווח מאפשר לדירקטורים ולהנהלה לעקוב אחר העשייה בתחום, וכן מבטיח גיבוי למהלכים השונים. דיווח ציבורי על יוזמות בהשקעות אחראיות עשוי אף לתרום לאסטרטגיה השיווקית ולחיזוק הבידול של גופים אלו מול המתחרים שלהם. מבין מאות הגופים הפיננסיים החתומים על העקרונות להשקעות אחראיות (PRI), 40% מפרסמים במלואו את השאלון המתאר את יישום ההשקעות האחראיות, וזאת לבד מהדיווח העקבי באתר שלהם על אודות ביצועיהם בתחום.

חלק ב': כלים להערכת התנהלות הסביבתית של חברות

תהליך הטמעת ההיבטים הסביבתיים כולל היערכות ארגונית של הגוף הפיננסי, כפי שנסקר בפירוט בסעיף 1 לחלק א' לעיל. הצלחת התהליך תלויה ביכולת לאסוף מידע מעודכן על התנהלות החברה מבחינה סביבתית, ולעבד אותו כך שהמידע הגולמי יהפוך לכלי עבודה בידי האנליסטים ומקבלי ההחלטות. בכמחצית מהגופים החתומים על העקרונות להשקעות אחראיות (PRI) פועלים אנשי מקצוע המתמחים בנושאים של השקעות אחראיות, ואיסוף המידע הקשור לנושאים של סביבה, חברה וממשל תאגידי מתבצע לעתים במחלקות המתמחות בתחום בגוף הפיננסי עצמו, או בסיוע סוכנויות מחקר בינלאומיות, המספקות את המידע למשקיעים באופן שוטף, בהן EIRIS¹⁸, MSCI ESG¹⁹, Asset 4²⁰ ועוד. השוני בין גופי המחקר בא לידי ביטוי בנושאים הנבדקים, ובעיקר במתודולוגיית עיבוד המידע שנאסף לגבי הקריטריונים השונים המאפיינים את הערכת ההתנהלות הסביבתית והחברתית של החברות, ובשקלול הקריטריונים שנבדקו לציון בודד אחד.

חלק זה יתמקד באופן שבו נעשית הערכת חברה בתחומי פעילותה הסביבתית, וינסה להציג מתודולוגיה אחת לכל אחד מהנושאים והקריטריונים שהוצגו. הנושאים מכילים מספר רב של משתנים, המאפשרים לקבוע לבסוף את אופן התנהלותה של חברה. המתודולוגיה שתוצג פותחה על ידי חברת EIRIS במהלך 25 השנים האחרונות. תהליך בחירת הקריטריונים הוא תהליך דינמי, והוא נעשה בשיתוף ארגונים סביבתיים, חברתיים ואקדמיים, כך שהמחקר יצליח לאפיין את התנהלות החברה בצורה מהימנה. מקורות המידע שעליהם מתבסס המחקר של EIRIS לקוחים מהדוחות השנתיים, מדוחות חברתיים אם ישנם וממידע מארגונים ומשרדי ממשלה. הדוח הסופי מועבר לחברות עוד טרם הצגתו למשקיעים. זאת במטרה לבדוק אם יש נתונים נוספים שביכולתם לספק.

בתרשים מס' 1 מוצגים הנושאים שבהם משתמשת חברת EIRIS כבסיס להערכת חברות. מתודולוגיית החברה מתייחסת לארבע קבוצות של נושאים:

ממשל תאגידי - הכולל בין השאר את מבנה הדירקטוריון והתנהלותו, אתיקה שוחד ושחיתות, וניהול סיכונים סביבתיים וחברתיים ברמת ההנהלה;

חברה ומחזיקי עניין - הכוללים הן התייחסות לעובדים, לרבות הדרכה, בטיחות וגהות, שמירה על זכות ההתאגדות, והביטחון התעסוקתי, והן התייחסות לקהילה ולספקים;

אחריות סביבתית - הכוללת התייחסות למדיניות, למערכת הניהול, לדיווח ולביצועים בתחומי הסביבה של החברה, וכן התייחסות לנושאים נוספים, דוגמת שינוי אקלים, מגוון ביולוגי והתייחסות רלוונטית רק לענפים מסוימים, לדוגמה בענף הכימיה התייחסות ליצור כימיקלים בעייתיים, והתייחסות לאחריות המוצר בחברות המייצרות מוצרים בעלי השפעה סביבתית בעייתית, ואיתור חברות המתמחות בפיתוח מוצרים התורמים לסביבה;

פגיעה באמנות בינלאומיות (Convention Watch) - כוללת בחינה אם החברה מפירה אמנות בינלאומיות כלשהן, בהן בתחומי סביבה, מעורבות צבאית בכלי נשק לא קונבנציונליים, העסקה וזכויות עובדים ושחיתות.

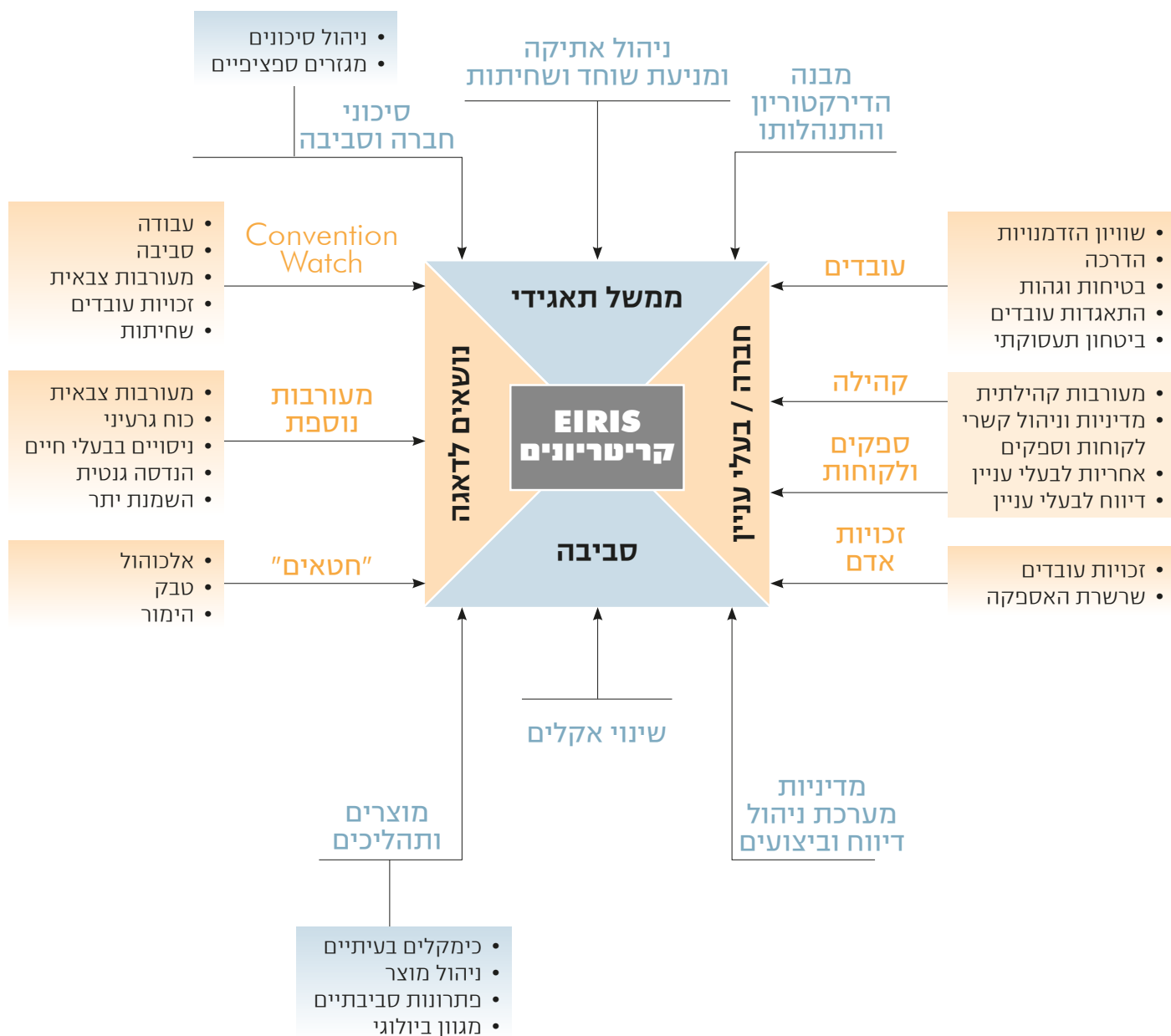
¹⁸ EIRIS, Research Methodology. Retrieved on 9.4.2011, from: http://www.eiris.org/charities/our_research.html

¹⁹ ASSET 4, A Thomson Reuters Business. Retrieved 9.4.2011, from: <http://www.asset4.com/>

²⁰ MSCI ESG, Research Methodology, Retrieved on 9.4.2011, from: http://www.mscibarra.com/products/indices/thematic_and_strategy/esg_indices/esg_research_methodology.html

← פרק שני:
כלים ויטוריים

תרשים מס' 1: הקריטריונים להערכת חברות של חברת המחקר EIRIS²¹



21 EIRIS (2011)

תהליך ההערכה על פי המתודולוגיה של EIRIS כולל כמה צעדים, ומובא בהמשך בתרשים מס' 2. הצעד הראשון הוא סיווג רמת החשיפה של החברה לסיכונים עקב פעילותה. רמת הסיכון משתנה בהתאם לתחומי פעילות החברות. חברות הכימיקלים, למשל, חשופות יותר לסיכונים הנובעים מהתנהלותן הסביבתית. לעומתן, חברות הטקסטיל והחקלאות חשופות יותר לסיכונים הקשורים לשמירה על זכויות אדם בשרשרת האספקה שלהן. חשיפה לסיכון משמעותה פוטנציאל לפגיעה פיננסית עקב התנהלות בעייתית בתחומים אלו. הסיווג לרמת החשיפה לסיכון מכניס את החברות לפיקוח ולביקורת, וקובע את עומק המחקר על החברה שיידרש בתחומים אלו. כך לדוגמה, בתחום הסביבתי מחולקות החברות ל-41 מגזרים. המגזרים השונים מסווגים לשלוש רמות סיכון מבחינה סביבתית ולארבע רמות סיכון בחשיפה לסיכונים שונים אקלים. להלן נפרט את הקריטריונים לרמות הסיכון הסביבתי של חברות:

חברות בסיכון גבוה - חברות במגזר הכרייה, לדוגמה, מוגדרות ברמת סיכון גבוהה, זאת בשל התבססותן על משאב לא מתחדש שנמצא במחסור לעתים קרובות, ולכן אספקתו עלולה להיות לא יציבה בטווח הארוך, אם בשל הידלדלות המשאב ואם בשל שינוי בחקיקה, העלול להגביל את הכרייה. נוסף לכך, תהליך הכרייה עצמו הוא בעל השפעה סביבתית ישירה גבוהה, רמת צריכה גבוהה של אנרגיה ומים, ייצור זיהום אוויר ומים ישיר או עקיף ויצירת כמות פסולת משמעותית. כל אלה עלולים לחשוף את חברות הכרייה לקנסות, לתביעות להחרפת החקיקה ולהשפעה פיננסית שלילית משמעותית על החברה. יחד עם זאת, יש לבחון כיצד החברה מנהלת סיכון זה ונערכת להקטנתו.

חברות בסיכון בינוני - חברות יצרניות שאינן מסווגות במגזרים אחרים מוגדרות בעלות השפעה בינונית. זאת בשל שימוש באנרגיה, במים, בפליטות זיהום לאוויר ובפסולת. הרלוונטיות של כל אחד מהנושאים האלה תשתנה בהתאם לתהליכי הייצור של החברה. השפעות סביבתיות אלו עשויות להשפיע על חוסן החברות, הן בשל שינוי במחירי חומרי הגלם הן מבחינת הרגולציה. אך החשיפה לסיכון בתחומים אלו מוגבלת, ולכן הסיכון למשקיעים בתחום הסביבתי הוא סיכון בינוני.

גופים פיננסיים מוגדרים אף הם בעלי השפעה בינונית. אמנם ההשפעה הישירה של גופים פיננסיים מוגבלת להשפעות עסקיות בסיסיות, אך מקובל לבחון את הגופים לפי בחירות ההשקעה וההלוואות שלהם, שדרך הן עשויים להיות חשופים להשפעות חמורות יותר של סיכונים סביבתיים.

חברות בסיכון נמוך - חברות תוכנה, לדוגמה, מוגדרות כחברות בעלות השפעה סביבתית נמוכה, משום שהן משפיעות על הסביבה ברמה הבסיסית, כגון צרכים משרדיים ונסיעות עובדים בלבד. מאחר שהשפעות אלו אינן צפויות להשפיע על חוסן החברות, הן מוגדרות בעלות סיכון נמוך למשקיעים.

עד כאן הצעד הראשון, הנוגע לסיווג רמת החשיפה של החברה לסיכונים עקב פעילותה. הצעד השני נוגע לבחינת אופן ניהול הסיכונים ולבחינת איכות האחריות שהחברה מציגה בנושאי סביבה, חברה וממשל תאגידי, ולאופן התנהלותה בנושאים אלו. בנושא הסביבתי בוחנים ב-EIRIS ארבעה משתנים המדורגים לפי טווח ציונים, מבלתי מספיק למצוין, לגבי כל חברה וחברה. ארבעת המשתנים הם:

1. האם קיימת מדיניות סביבתית בחברה, ועד כמה היא מפורטת?
2. האם קיימת תשתית לניהול הנושאים הסביבתיים, הכוללת לדוגמה יעדים כמותיים, תוכניות עבודה ונהלים ברורים.
3. מה רמת הדיווח של החברה בנושאים סביבתיים?
4. מהם הביצועים הסביבתיים, כלומר צריכת האנרגיה, המים ופליטות זיהום האוויר, פסולת וכד', והאם חלה הפחתה בצריכה ובפליטות האלו?

כלי נוסף עבור משקיעים אחראיים הוא המדדים העולמיים בתחומי סביבה, חברה וממשל תאגידי, בהם Dow Jones Global Index, ה־FTSE4Good ובישראל מדד "מעלה" עבור חברות הנסחרות בבורסה בתל־אביב. דירוגים אלו מציגים רשימה של חברות בינלאומיות וישראליות שעברו סינון בתחומים האמורים. יחד עם זאת, מתודולוגיית דירוג החברות היא למעשה "קופסה שחורה" עבור מרבית המשקיעים, והפרטים המדויקים על אופן התנהלות החברות המדורגות בתחומים הרלוונטיים נותרים חסויים. המדדים נבדלים באופן שבו הם משקללים את הנושאים השונים. כך, בקבוצת המדדים של ה־Dow Jones Global Index, מתוך 2,500 חברות הנסחרות במדדים המרכזיים נבחרות 10% מהחברות המובילות במגזריהן בתחום של אחריות חברתית וסביבתית על פי ניקוד. מתוך 3,000 חברות הנסחרות במדד FTSE All World Index, נכללות ב־FTSE4Good רק אלו שעברו סף מסוים של דרישות. בספטמבר 2008 צורפו 38 חברות ישראליות למדד FTSE All World Index וממרץ 2011 החברות הישראליות המובילות צורפו למדד הקיימות ה־FTSE4Good. מדד קיימות ישראלי, הוא מדד "מעלה" הכולל את החברות המובילות בדירוג "מעלה" מתוך ת"א 100 בתחומים של אתיקה בעסקים, מעורבות בקהילה, זכויות עובדים, איכות הסביבה וממשל תאגידי, אשר השתתפו בדירוג.

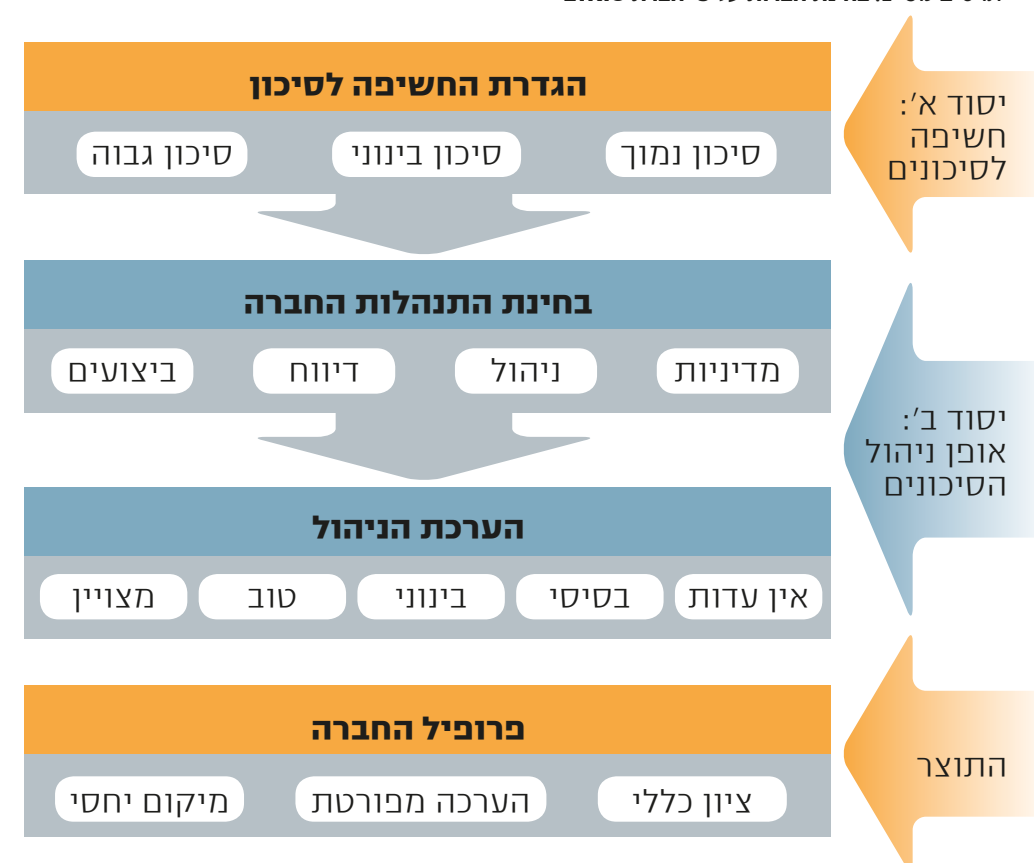
מקור מידע נוסף להערכת משקיעים את הסיכונים הסביבתיים הנו "דירוג החברות הסביבתי של המשרד להגנת הסביבה", העתיד להתפרסם בחצי השני של שנת 2011. המשרד להגנת הסביבה יזם ובנה דירוג סביבתי אשר מתמקד באופן שבו החברות הציבוריות עומדות ברגולציה הסביבתית, ובהתנהלותן מול האגפים השונים במשרד להגנת הסביבה. מידע זה, מטרתו להשלים למשקיעים את המידע על אודות האופן שבו חברות מנהלות את הסיכונים הסביבתיים שלהן בפועל, ועל הפוטנציאל שסיכונים אלו ישפיעו פיננסית על חוזקן של החברות.

תחת הנושא הסביבתי נבדקת גם ההיערכות לשינוי אקלים. למגזרים מסוימים מתאימים משתנים ייחודיים להערכה, כגון התייחסות להשלכות הבריאותיות של האנטנות הסלולריות לחברות התקשורת, בחינת כימיקלים לחברות הכימיה והתרופות ועוד. כל אלה נועדו לספק תמונה כמה שיותר מלאה בהתנהלות הסביבתית של חברה.

במטרה להפוך את המחקר לכלי לקבלת החלטות השקעה, יש לחזור למסמך המדיניות של הגוף המוסדי בנושאי סביבה, שבו מוגדרים סדרי העדיפויות והאסטרטגיה שנבחרה, ולהיעזר בו בקביעת המשקל שהגוף הפיננסי קבע לנושאים השונים. זאת במטרה לקבל ציון כולל אחד עבור כל חברה מושקעת. כך לדוגמה, אם תחום שינוי אקלים משמעותי יותר מנושא אחר עבור המשקיעים, ניתן להגדיל את משקלו בציון הסופי.

חשוב שהתוצר של הערכת החברות יהיה מורכב משני חלקים. החלק הראשון יכיל פרופיל איכותי המציג את המשתנים השונים בפירוט, כך שאנליסטים יוכלו להבין מדוע החברה קיבלה ציון מסוים, כיצד תוכל החברה להשתפר בעתיד (כלי למעורבות המשקיעים בחברה) וכן את רמת ההיערכות לסיכונים השונים. החלק השני - חשוב שיהיה כמותי, כך שאנליסטים ומקבלי ההחלטות יקבלו תמונה כללית על נקודות חוזק ונקודות חולשה של החברה, ועל מקומה ביחס לחברות במגזר שלה בארץ ובעולם. שני חלקי הערכה אלו יאפשרו לגופים הפיננסיים השונים להטמיע את ההיערכות לסיכונים סביבתיים בהתאם ליכולתם ולהתקדמותם בתהליך.

תרשים מס' 2: בחינת חברות על פי חברת EIRIS



נספחים

סוף דבר

החקיקה הסביבתית הבינלאומית והישראלית המשתנה, הצטרפות ישראל ל-OECD והמודעות הציבורית הגדלה, הופכות את הסיכונים הסביבתיים לסיכונים פיננסיים משמעותיים יותר בטווח הארוך, ומחייבות התייחסות של הגופים המוסדיים בישראל לנושאים אלו בהשקעותיהם לטווח ארוך. גופים פיננסיים בעולם, המנהלים 22 טריליון דולר של נכסים, המהווים כ-10% מהנכסים המנוהלים בעולם, חתומים על ששת העקרונות להשקעות אחראיות של האו"ם (PRI), ובכך הצהירו כי הם מחויבים להתייחס לשיקולים של סביבה, חברה וממשל תאגידי בתהליך קבלת החלטות ההשקעה. אמנם קיים שוני רב ברמת אימוץ התהליך בין הגופים הפיננסיים השונים, אך המשותף להם הוא הניסיון להרחיב את השיח הפיננסי המסורתי, וההבנה כי להיבטי סביבה, חברה וממשל תאגידי עשויה להיות השפעה על חוסן החברות שבהן הם משקיעים.

לחקיקה הפיננסית העולמית היה תפקיד מרכזי במגמה הזאת. החקיקה העולמית אמנם לא חייבה עשייה, אלא התמקדה בדיווח גופים פיננסיים על התייחסות לנושאים אלו, אך היא העלתה את הנושא על סדר היום. הגופים הפיננסיים הטמיעו את המסר ואף הרחיבו אותו. הם החלו ליזום מספר רב של יוזמות וולונטריות בינלאומיות לקידום הנושא של השקעות אחראיות בקרב המגזר הפיננסי, ובהן העקרונות להשקעות אחראיות (PRI), מיזם הגילוי על אודות רמות הפחמן (Carbon Disclosure Project), הפורום להשקעות אחראיות הפועל במדינות רבות וקבוצת שינוי האקלים של המשקיעים המוסדיים (IIGCC). יוזמות אלו מספקות לגופי ההשקעה את הכוח לדרוש דיווח ועשייה בחברות המושקעות. היוזמות הבינלאומיות האלה מאפשרות גם למידה הדדית, ריכוז מידע וחיסכון במשאבים לגוף הפיננסי הבודד.

החקיקה הפיננסית בישראל החלה לעקוב אחר המגמות בעולם בשנים האחרונות: ההנחיות החדשות של רשות ניירות ערך לגילוי סביבתי בדוחות החברות, הוראות המפקח על הבנקים על שילוב סיכונים סביבתיים במתן אשראי והוראות הממונה על שוק ההון, ביטוח וחיסכון להתייחסות לסיכונים סביבתיים בוועדות השקעות - לכל אלה עתידה להיות השפעה על מיקוד העשייה בקרב הגופים המוסדיים בישראל.

ההטמעה של שיקולים סביבתיים בתהליך קבלת החלטות ההשקעה מתבצעת בהדרגה, ודורשת מהגופים הפיננסיים היערכות מיוחדת, הכשרת אנשי ההשקעות וכמובן, הקצאת משאבים לכך. מדריך זה, המרכז את הידע המקצועי באופן בו יש להטמיע את הערכת הסיכונים הסביבתיים בתהליך קבלת החלטות ההשקעה, על בסיס הניסיון שהצטבר במגזר הפיננסי בעולם בתחום של השקעות אחראיות, עשוי לסייע לגופים המוסדיים להיערך בהתאם.

נספחים

נספח 1: דרישות חוקיות ויוזמות וולונטריות להשקעות אחראיות בחו"ל, בפרט בכל הנוגע לסיכונים סביבתיים

א. הדרישות החוקיות

מדינות רבות אימצו חקיקה המתייחסת לסיכונים הסביבתיים והחברתיים במדיניות ההשקעות של גופים פיננסיים. החלוצה הייתה בריטניה, שכבר בשנת 2000 קבעה חובת גילוי בדבר הכללת שיקולים חברתיים וסביבתיים במדיניות ההשקעות של קרנות פנסיה. בעקבותיה צעדו אוסטרליה, צרפת, גרמניה, בלגיה, אוסטרליה ואיטליה.

בשוודיה צעדה החקיקה צעד נוסף קדימה, ונוסף לחובת הגילוי על אודות המדיניות חייבה גם דיווח על אופן היישום של המדיניות בפועל. בצרפת נקבעה קביעה דומה לגבי קרן הפנסיה הלאומית שהוקמה מכוח חוק בשנת 2001.

בארה"ב, לעומת זאת, לא נקבעה חקיקה מחייבת בנוגע לגילוי על אודות הכללת שיקולים חברתיים וסביבתיים במדיניות ההשקעות של קרנות פנסיה. להלן מובאת סקירה תמציתית של מצב החקיקה במדינות בריטניה, שוודיה, אוסטרליה, צרפת, גרמניה, ארה"ב, בלגיה ואיטליה.²²

²² UNEP FI, A Legal Framework for the Integration of Environmental, Social, and Governance Issues into Institutional Investment, Produced for the Asset Management Working Group of the UNEP Finance Initiative, October 2005, pp.117150. Retrieved 9.4.2011, from: http://www.unepfi.org/fileadmin/documents/freshfields_legal_resp_20051123.pdf

אך השפעת החוק ניכרת בדוחות ה־SIP של קרנות הפנסיה. חקיקה זו הובילה לעשייה רבה בתחום: מרבית הקרנות מתייחסות להיבטים חברתיים, סביבתיים ואתיים במדיניות ההשקעות שלהן, גם אם חלק מהן אינן מפרטות בבירור את יישום המדיניות בפועל.

אוסטרליה

הרפורמה החקיקתית במגזר השירותים הפיננסיים (Financial Services Reform Act) משנת 2001 מחייבת לציין בדוח מידע מיוחד בשם Product Disclosure Statement (PDS) לגבי כל מוצר פיננסי בעל רכיב השקעתי (כגון קרנות השקעה, פוליסת ביטוח חיים, קרן פנסיה), באיזו מידה נלקחו בחשבון שיקולי תעסוקה ושיקולים סביבתיים, חברתיים או אתיים - בבחירה, באחזקה או במימוש של השקעות.²³ ההנחיות אינן קובעות את התקנים בנושאים של זכויות עובדים, סביבה, חברה ואתיקה, או את הכלי המתודולוגי שלפיו מחויבים הגופים לפעול. ההנחיות נועדו לגרום לגופים לדווח על התקנים שהם מאמצים, על האופן שבו התקנים נלקחים בחשבון ועל המדיניות המוגדרת של הקרן. מוצר שתכליתו השקעה בהשקעות אחראיות נדרש בדיווח פרטני יותר. הדיווח ב־Product Disclosure Statement צריך לכלול את הפרטים הבאים:

- הקריטריונים שמתייחסים אליהם בבחירה, באחזקה או במימוש ההשקעות (גם אם המוצר מנוהל על ידי גוף שלישי);
- שיעור ההשקעות שבהן קיימת ההתייחסות בפועל לנושאי סביבה, חברה וממשל תאגידי מסך ההשקעות;
- הצגה של החלוקה היחסית של ההשקעות השונות (לדוגמה, 20% בנדל"ן, 40% במניות אוסטרליות, 40% במניות בינלאומיות);
- באיזה תחום בניהול ההשקעות מיושמים השיקולים (לדוגמה, שיקולי סביבה נכללים רק בהערכת שווי של מניות ולא בהשקעות בנדל"ן);
- תיאור המדיניות חייב לכלול את תיאור המתודולוגיה שאומצה בקרן;
- גופי השקעה צריכים לכלול בדיווח פירוט בנוגע למסגרת הזמן שבה הם בודקים את ההשקעות, וכיצד הם פועלים אם ההשקעה חורגת מהמדיניות.

בשנים האחרונות החל הארגון המקומי לקידום השקעות אחראיות, ה־RIAA, להנפיק לגופים המטמיעים השקעות אחראיות רישיון, הנקרא Responsible Investment Certification Program. הנפקת הרישיון נולדה משיתוף פעולה בין המשרד להגנה ושימור של הסביבה לבין הממשלה של ויקטוריה.

23 ComLaw, Financial Services Reform Act 2001, Act No. 122, Australian Government. Retrieved on 9.4.2011, from: <http://www.comlaw.gov.au/Details/C2005C00498>.

נספח 1

לוח מס' 3: דרישות חוקיות לאימוץ השקעות אחראיות בעולם

המדינה	שנת חקיקה	הדרישה	הצהרה על אופן התייחסות לשיקולי ESG בבחירת ההשקעות, בהחזקתן ובמימושן (אם בכלל)	ההתייחסות לשיקולי ESG בזכויות ההצבעה	דיווח על האופן שבו שיקולי ESG משפיעים על המדיניות בפועל
בריטניה	תיקון חוק הפנסיה הבריטי משנת 2000	הגשת דוח עקרונות ההשקעה של הקרנות			
שוודיה	Public Pension Fund Act, 2000	דיווח של קרנות הפנסיה הלאומיות			
אוסטרליה	הרפורמה החקיקתית במגזר השירותים הפיננסיים 2001	הגשת דוח ה־Product Disclosure Statement לגבי מוצרים פיננסיים. חובת הדיווח חלה על כל מוצר שיש בו רכיב השקעתי (מוצר השקעה, פוליסת ביטוח חיים, פוליסה פנסיונית ועוד)			
צרפת	שני חוקים משנת 2001: חוק תוכניות החיסכון וקרן רזרבת הפנסיה לגמלאים	דיווח של הקרנות			
גרמניה	התקינה משנת 2001 לקרנות פנסיה פרטיות המגובות על ידי הממשלה	דיווח חד־שנתי על מדיניות			
איטליה	2005	הגשת דוחות שנתיים וחייב בדיווח ללקוחות			
בלגיה	2004	הגשת דוחות שנתיים			
ארה"ב	רשות ניירות הערך בארה"ב (SEC) משנת 2003	דיווח על הצבעות הקרנות בפועל במהלך השנה			

בריטניה

בבריטניה החל להתפתח הנושא כבר לפני כעשור, מתוקף תיקון חוק הפנסיה הבריטי משנת 2000. בתיקון נקבע כי על קרנות פנסיה לכלול בדוח עקרונות ההשקעה שלהן (SIP - Statement of Investment Principles) גילוי בדבר:

- ההיקף שבו נלקחים בחשבון (אם בכלל) שיקולים חברתיים, סביבתיים או אתיים בבחירת ההשקעות, בהחזקתן ובמימושן;
- מדיניות (אם קיימת) לגבי הפעלת כוח ההצבעה של קרן הפנסיה והפעלת זכויות אחרות הקשורות בהשקעות.
- המחוקק בחר בגישה המחייבת גילוי בלבד, ואינו מציב לקרנות הפנסיה דרישות נוספות מעבר לכך,

שוודיה

חוק קרן הפנסיה הציבורית משנת 2000 (מס' 192) בשוודיה מציב לקרנות הפנסיה הלאומיות דרישות אקטיביות ולא דרישות גילוי בלבד. על הקרנות לציין בדוחות השנתיים כיצד מדיניותן מביאה בחשבון שיקולים אתיים וסביבתיים, ומה השפעת המדיניות על השקעותיהן בפועל. על פי החוק, חברות שמדיניותן בנושאים אתיים וסביבתיים אינה עולה בקנה אחד עם מדיניות הקרן אסורות להשקעה. מתפקידו של משרד האוצר להבטיח את קיום החוק.

צרפת

בצרפת ישנם שני חוקים רלוונטיים הנוגעים לדיווח על שילוב שיקולים סביבתיים וחברתיים במדיניות ההשקעה של קרנות. החוק הראשון הוא ה־French Monetary and Financial Code (CMF). על פי סעיף, L. 214-1 et seq, חייבות קרנות הפנסיה להצהיר על הקריטריונים המסוימים אשר נקבעו בתחומי סביבה, חברה וממשל תאגידי, ועל המתודולוגיה של ההערכה שיושמה. נוסף על כך, הן חייבות להצהיר אם החברה התייעצה עם יועצים חיצוניים להערכות אלו, ולהציג את ההתייחסות לנושאי סביבה, חברה וממשל תאגידי בדוח השנתי.²⁴

חוק נוסף המתייחס לקרן הפנסיה הלאומית הוא ה־FRR Retirement Reserve Fund.²⁵ חוק זה משנת 2001 מתייחס לתוכניות החיסכון של העובדים, וקובע דרישות גילוי מחייבות על הקרנות המנהלות את התוכניות האמורות. דרישות אלו דומות לדרישות הנהוגות בבריטניה: על הקרנות לחשוף אם הן מביאות בחשבון שיקולים חברתיים וסביבתיים, ואם כן, כיצד הדבר בא לידי ביטוי במדיניותן. כמו כן, יש לגלות מהי מדיניות הקרן בנוגע להפעלת זכות ההצבעה שלה בחברות שהיא מחזיקה במניותיהן. בשנת 2005 נחקק חוק נוסף המתייחס לשקיפות ולדיווח.²⁶ על פי החוק, קרנות נאמנות שבחרו להתייחס להיבטים הסביבתיים והחברתיים ולממשל תאגידי באופן וולונטרי נדרשות להציג כמה תשובות על כמה שאלות קבועות המתייחסות לאופן התנהלות הקרן, התייחסות הנוגעת להיבטים של סביבה, חברה וממשל תאגידי בתהליך המחקר ביישום, במעורבות ובמדיניות ההצבעה.

גרמניה

קרנות הפנסיה הפרטיות ה־Riester-Rente, אשר מגובות על ידי ממשלת גרמניה, מחויבות משנת 2001 לדווח אם הן מתייחסות להיבטים אתיים, חברתיים וסביבתיים במדיניות ההשקעות שלהן. בשנת 2005 הורחבה חובת דיווח זו לקרנות פנסיה מגריות ולחברות ביטוח.²⁷ קרנות פנסיה של חברות אינן נדרשות לדווח בתחום זה.

בלגיה

החל ממאי 2003 נדרשות קרנות פנסיה בבלגיה להצהיר בדוחותיהן השנתיים המפורסמים לציבור באיזו מידה שיקולים אתיים וסביבתיים משפיעים על מדיניות ההשקעה שלהן.²⁸

איטליה

בשנת 2005 נחקק באיטליה חוק המחייב את קרנות הפנסיה לכלול בדוחות השנתיים שלהן - וגם בדיווחים לעמיתיהן - באיזה אופן יש, אם בכלל, התייחסות להיבטים חברתיים, אתיים ו/או לנושאים סביבתיים בניהול הנכסים ובשימוש של אותן קרנות בזכות ההצבעה הנובעת מאחזקה במניות.²⁹

ארה"ב

בארה"ב לא קיימת חקיקה פדרלית או מדינתית המחייבת גילוי שיקולים חברתיים וסביבתיים במדיניות ההשקעות של קרנות פנסיה.

לגבי אקטיביזם של בעלי מניות ומימוש זכויות הצבעה, קיימת דרישת גילוי של רשות ניירות ערך בארה"ב (SEC) משנת 2003, המחייבת קרנות נאמנות לחשוף את מדיניות ההצבעה שלהן בחברות מושקעות: עליהן לחשוף את המדיניות העקרונית וכן את הצבעותיהן בפועל. באחרונה מתנהל דיון סביב השאלה אם חובת הנאמנות מאפשרת בכלל התייחסות להיבטים סביבתיים וחברתיים בהשקעות. זאת לנוכח חוק ERISA (Employee Retirement and Income Security Act) משנת 1974, הקובע כי לקרנות אסור לסכן אינטרסים כלכליים לאור שיקולים לא כלכליים, אלא אם קיימות חלופות בעלות ערך כלכלי שווה. משרד העבודה האמריקני מציג עמדה שונה, הטוענת שניתן להתייחס להיבטים סביבתיים וחברתיים כפי שמתייחסים לנושאים פיננסיים. בדומה לעמדת משרד העבודה האמריקני, מדינת קונטיקט קבעה כי על פי חוקי המדינה מותר לקרן הפנסיה של המדינה להתייחס להיבטים חברתיים, כלכליים וסביבתיים בהשקעות שלה.³⁰ לנוכח הביקורת על החקיקה הקיימת ועל הפרשנות, הקים נשיא ארה"ב, ברק אובמה, ועדה האמורה לבחון שוב את הנושא.

28 New Occupational Pension Law (Loi Pensions Complémentaires) of 15 May 2003.

29 Law no. 243 of 23 August 2004 reforming the Italian retirement system.

30 Connecticut General Statutes § 3-13d (a).

24 UNEP FI, (2005) p.126.

25 FRR Decree n° 2001-1214.

26 Instruction no.200505- of the French Financial Market Authority Pursuant to article 19.

27 Insurance Supervision Act (Versicherungsaufsichtsgesetz,VAG), Seventh Amendment of the Insurance Supervision Act (BRDrs.446/05) section 115(4) (AltZertGSection 7 (1))

■ **ב. יוזמות וולונטריות**

בד בבד עם הציות לחקיקה, מובילים הגופים הפיננסיים בעצמם יוזמות וולונטריות שונות העוסקות בקידום הנושא של השקעות אחראיות. להלן לוח מס' 3 המציג את היוזמות הוולונטריות המרכזיות:

לוח מס' 4: היוזמות הוולונטריות המרכזיות בתחום ההשקעות האחריות

שם היוזמה	ראשי תיבות	מטרת היוזמה	השותפים ליוזמה
עקרונות להשקעות אחראיות Principles for Responsible Investment	PRI	חתימה על עקרונות להשקעות אחראיות. עקרונות אלו מהווים תפריט אפשרי להטמעת נושאי סביבה, חברה וממשל תאגידי (ESG) במדיניות ההשקעות.	811 מנהלי השקעות, מנהלי קרנות פנסיה ואנשי מקצוע מהעולם, 22 טריליון דולר של נכסים מנוהלים.
פורומים להשקעות אחראיות Sustainable Investments Forum	SIF	עיסוק בהעלאת המודעות לנושא השקעות אחראיות בעזרת פרסום מאמרים, קידום חקיקה וארגון אירועים.	פורומים הוקמו באנגליה, בבלגיה, בגרמניה, בצרפת, בשוודיה, בבריטניה, בארה"ב, בקנדה, באסיה ובאוסטרליה.
מיזם דיווח וולונטרי אודות רמות הפחמן Carbon Disclosure Project	CDP	דרישת מידע מ־5,500 החברות הגדולות בעולם על היערכותן לסיכונים העסקיים ולהזדמנויות שנוצרו בעקבות שינויי האקלים ופליטות גזי החממה.	בשנת 2010 היו חתומים 551 משקיעים מוסדיים המנהלים נכסים בסך 71 טריליון דולר, על הדרישה לדווח על נתוני הפליטה על ידי חברות.

עקרונות להשקעות אחראיות
(PRI) Principles for Responsible Investment

בתחילת 2005 הזמין מזכ"ל האו"ם קבוצה של עשרים גופים פיננסיים מהגדולים בעולם, ובהם קרנות פנסיה כגון BT Pension Scheme ו־CalPERS, להצטרף ליוזמה של כתיבת עקרונות להשקעות אחראיות (ה־PRI). היוזמה הביאה באפריל 2006 לפרסום שישה עקרונות ולהקמת ארגון PRI, שהוא מיזם בינלאומי משותף של "הארגון הפיננסי במסגרת התוכנית הסביבתית של האו"ם" (UNEP FI), ארגון UN Global Compact והגופים הפיננסיים.

PRI מאגד כיום 811 מנהלי השקעות, מנהלי קרנות פנסיה ואנשי מקצוע מהעולם - המנהלים נכסים בשווי של כ־22 טריליון דולר (נכון לאוקטובר 2010) - אשר חתמו על עקרונות להשקעות אחראיות. עקרונות אלו מהווים למעשה תפריט אפשרי להטמעת נושאי סביבה, חברה וממשל תאגידי (ESG) במדיניות ההשקעות. ניתן לראות בעקרונות להשקעות אחראיות נקודות ציון באימוץ השקעות אחראיות, בהן: שילוב של ESG בתהליך קבלת החלטות, מעורבות פעילה, דרישה לדיווח מחברות, קידום השקעות אחראיות במגזר הפיננסי, שיתוף פעולה בין גופים פיננסיים ודיווח. חתימתו של גוף פיננסי על עקרונות ה־PRI מייצגת מחויבות אמיתית לעשייה בתחום.

בכל שנה מתבקשים הגופים הפיננסיים החתומים על העקרונות להשקעות אחראיות להציג את אופן יישום העקרונות ואת התקדמותם ביישום העקרונות בהשוואה לשנה שעברה. מילוי הסקר והצגת ההתקדמות הם תנאי להמשך הכללתם ברשימת הגופים הפיננסיים החתומים על העקרונות.

גופים החתומים על עקרונות ה־PRI מתחייבים לעקרונות הבאים:³¹

31 UNPRI, The Principles for Responsible Investment. Retrieved 9.4.2011, from: <http://www.unpri.org/principles/>

1. לשלב התייחסות לסוגיות של סביבה, חברה וממשל תאגידי בתהליכי ניתוח השקעות וקבלת החלטות. בין היתר:

- הכללת התייחסות לנושאים סביבתיים, חברתיים ואתיים במדיניות ההשקעות;
- תמיכה בפיתוח כלים, מדדים וניתוחים הקשורים לנושאים של סביבה, חברה וממשל תאגידי;
- הערכת יכולותיהם של מנהלי השקעות פנימיים וחיצוניים להתמודד עם נושאים של סביבה, חברה וממשל תאגידי;
- הנחיית נותני שירותים מקצועיים (אנליסטים, יועצים, ברוקרים, חברות דירוג) לשלב היבטים של סביבה, חברה וממשל תאגידי בניתוחיהם ובמחקריהם;
- עידוד מחקרים אקדמיים ואחרים בנושאי סביבה, חברה וממשל תאגידי;
- קיום הכשרות בנושא לאנשי המקצוע בתחום ההשקעות.

2. להיות בעלי מניות אקטיביים ולשלב התייחסות לסוגיות סביבתיות, חברתיות ואתיות בתהליכי ניהול הבעלות על חברות מושקעות. פעולות אפשריות בנושא:

- פיתוח מדיניות לבעלות אקטיביסטית ההולמת את העקרונות, ומתן גילוי למדיניות זו;
- הפעלת זכויות הצבעה על פי מדיניות השקעות בנושאי סביבה, חברה וממשל תאגידי;
- מעורבות/דיאלוג בנושאי ESG ודיווח.

3. לדרוש מהחברות דיווח נאות לבעלי המניות על ביצועיהן בתחומים חברתיים וסביבתיים. פעולות אפשריות בנושא:

- דרישה לדיווח עקבי בנושאי סביבה, חברה וממשל תאגידי (שימוש בכלים כגון Global Reporting Initiative, GRI, שהנה יוזמה בינלאומית הכוללת הנחיות לדיווח בנושא אחריות תאגידית);
- דרישה לדיווח על נושאי סביבה, חברה וממשל תאגידי בדוחות הכספיים;
- דרישה מהחברות למידע על הטמעה של נורמות, תקנים, עקרונות ההתנהגותיים והצטרפות ליוזמות בינלאומיות (כגון ה־UN Global Compact).

4. תמיכה ביוזמות ובהחלטות של בעלי מניות, המקדמות דיווח בנושאי סביבה, חברה וממשל תאגידי, וקידום אימוץ העקרונות והטמעתם על ידי החברות. פעולות אפשריות בנושא:

- הכללת דרישות המתחשבות בעקרונות אלו בבקשות להצעות התקשרות עם מנהלי השקעות ונותני שירותים שונים;
- התאמת תהליכי הבקרה, מדדי הביצועים ותגמול מנהלי ההשקעות באופן שבו מערכת ניהול ההשקעות תשקף ראייה ארוכת־טווח;
- הצגת דרישות הקשורות לנושאי סביבה, חברה וממשל תאגידי לספקי שירותים של החברה;
- בחינה נוספת של ספקי שירותים שכשלו לעמוד בציפיות בתחומי סביבה, חברה וממשל תאגידי;

← נספח 1

- תמיכה בפיתוח כלי מדידה לבחינת רמת השילוב של נושאי סביבה, חברה וממשל תאגידי;
- תמיכה בקידום חקיקה או מדיניות אשר יאפשרו את יישום העקרונות האלה.

5. לפעול בשיתוף פעולה עם גופים פיננסיים נוספים ליישום עקרונות אלו ביתר יעילות. פעולות אפשריות בנושא:

- תמיכה/השתתפות ברשתות ובמסגרות לקידום ידע ושיתוף בכלים, במאגרי מסמכים ובדיווחי משקיעים כחלק מתהליך הלמידה;
- עיסוק משותף בנושאים חדשים;
- פיתוח ותמיכה ביוזמות לשיתוף פעולה בקידום העקרונות.

6. לדווח על הפעילויות המתבצעות בתחום ועל ההתקדמות בפועל ביישום העקרונות. פעולות אפשריות בנושא:

- דיווח על האופן שבו נושאי סביבה, חברה וממשל תאגידי משולבים בנוהלי ההשקעות;
- דיווח הפעולות הנעשות כחלק מבעלות פעילה (הצבעות, מעורבות בניהול או דיאלוג עם החברה);
- דיווח על הנדרש מספקי שירותים חיצוניים ליישום העקרונות;
- יידוע ושיתוף העמיתים בנושאי סביבה, חברה וממשל תאגידי, ובעקרונות שבמסמך;
- דיווח על ההתקדמות או על ההישגים ביישום העקרונות באמצעות גישת "ציית או הסבר";
- בחינת ההשפעה של יישום העקרונות על ההשקעות;
- שימוש בדיווח להגברת המודעות של כל מחזיקי העניין.

פורומים להשקעות אחראיות SIF – Sustainable Investments Forum

בעולם הוקמו כמה פורומים אשר שמו לעצמם למטרה להתייחס לנושא הקיימות³² דרך שוק ההון. פורומים להשקעות אחראיות (SIFs) הוקמו בבלגיה, בגרמניה, בצרפת, בשוודיה, בבריטניה, בארה"ב ובקנדה. פורומים אלו מונהגים על ידי הגופים הפיננסיים המובילים בהשקעות אחראיות. מטרתם היא העלאת המודעות לנושא ההשקעות האחראיות באמצעות פרסום מאמרים, קידום חקיקה וארגון אירועים. כך לדוגמה, הארגון הבריטי UKSIF ארגן שבוע השקעות אחראיות, שבמסגרתו נבחר האנליסט המצטיין בהטמעת נושא ההשקעות האחראיות בניתוחי החברות. נוסף לכך, באירופה הוקם ה-Eurosif כארגון גג העוסק בנושאים המשותפים לארגונים המקומיים הפועלים במדינות אירופה, תוך איחוד כל הפורומים להשקעות אחראיות. בהמשך הצטרפו לארגון גם ארגונים מחוץ לאירופה.³³

32 קיימות ובאנגלית Sustainability, היא תפיסה הרואה קשר בין רווחת האדם למערכת הסביבתית והכלכלית שבתוכה הוא חי.
33 European Social Investment Forum, (Eurosif). Retrieved 9.4.2011, from: www.eurosif.org

מיזם הדיווח הוולונטרי על רמות הפחמן Carbon Disclosure Project (CDP)

Carbon Disclosure Project (CDP) הוא ארגון ללא מטרת רווח המנהל את מאגר המידע הגדול ביותר של דיווחי ארגונים וחברות על אודות הפצת גזי חממה, שימוש במים ואסטרטגיית ההיערכות לשינוי אקלים בעולם. בשנת 2010 ייצג המיזם 551 משקיעים מוסדיים, המנהלים נכסים בשווי 71 טריליון דולר, ובהם Goldman Sachs, Morgan Stanley, Barclays, HSBC.³⁴ המיזם פועל מטעמם של המשקיעים להשגת מידע מ־3,700 החברות הגדולות בעולם, על אודות הסיכונים העסקיים וההזדמנויות שנוצרים להן כתוצאה מהתחממות כדור הארץ ומגזי החממה. משקיעים אלו רואים צורך בדיווח החברות מתוך הבנה שמדובר בסיכון פיננסי מהותי שעליהם לנהל.

משנת 2010 נדרשו גם החברות הגדולות בישראל לדווח עבור מיזם CDP על היערכותן לשינויי האקלים.

ממחקר שערך ה־CDP בשנת 2007 על היקף השימוש בנתונים עולה, כי 60% מהמשקיעים בוחנים אילו מהחברות בתיק ההשקעה שלהם לא הגיבו לבקשת המידע של ה־CDP או הגישו מידע חסר ולא רלוונטי. 26% מהמשקיעים תמכו בעצומות של בעלי מניות, שעניינן קבלת מידע זמין יותר בנושא היערכות התאגיד לשינויי האקלים מאותם תאגידיים שלא נענו לבקשת המידע של CDP. כל המשקיעים המוסדיים שהשתתפו במחקר הסכימו, כי המידע של CDP הוא בעל ערך, וכי יש לשלבו בתהליך קבלת החלטות ההשקעה על שלביו השונים.³⁵

34 רשימת המשקיעים המעודכנת נמצאת באתר המיזם לדיווח פחמן וולנטרי:
<https://www.cdproject.net/en-US/Programmes/Pages/Members-List.aspx>

35 Goldman Sachs, Change in coming: A framework for Climate Change - A defining issue of the 21st Century, (London: 2009), retrieved, 9.4.2011, from <http://www2.goldmansachs.com/ideas/environment-and-energy/goldman`sachs/gs`sustain/climate`change`research.pdf>

נספח 2: דרכי התמודדות של גופים פיננסיים בעולם

כאמור, 811 גופים פיננסיים בעולם חתומים על העקרונות להשקעות אחראיות, ומצהירים בכך על מחויבותם להטמעת שיקולים של סביבה, חברה וממשל תאגידי בתהליכי ההשקעות שלהם. למעלה מ-87% מחברות אלו הצהירו על מדיניות השקעות בנושאי סביבה, חברה וממשל תאגידי, המהווה חלק בלתי נפרד ממדיניות ההשקעות הכוללת של הגוף. בחלק זה יוצגו כלים יישומיים לקביעת מדיניות ואסטרטגיית יישום, וכן כלים להערכה על בסיס דרך התמודדותן של קרנות פנסיה מהגדולות בעולם, בחמש מדינות שונות - בריטניה, אוסטרליה, קנדה, צרפת ושוודיה. כדי להבין לעומק את אופן היישום של השקעות אחראיות בקרנות אלו ובקרנות נוספות ניתן לעיין בדוחות היישום המוגשים לארגון PRI על ידי כל החתומים על העקרונות בכל שנה.

ארה"ב

California Public Employees Retirement System (CalPERS)

נכסי הקרן ורקע:

קרן הפנסיה CalPERS הנה קרן הפנסיה של עובדי הציבור בקליפורניה, המונה 1.6 מיליון עובדים, פנסיונרים ובני משפחותיהם. נכון ליולי 2009 מנהלת הקרן נכסים בהיקף של כ-191 מיליארד דולר (725 מיליארד שקל).³⁶

מדיניות הקרן:

כאחת מהקרנות המובילות את תחום ההשקעות האחראיות בעולם יש לקרן הפנסיה CalPERS כמה מסמכי מדיניות המתייחסים לתחומים הרלוונטיים, ובהם מדיניות המתייחסת לאיכות הסביבה ולשינוי אקלים בפרט.³⁷ במסגרת זו מצהירה CalPERS על מחויבותה לשמירה על איכות הסביבה. CalPERS מזהה את שינוי האקלים כסיכון ומהדמנות להשקעות, וסבורה כי נושאים סביבתיים דוגמת שינוי אקלים עשויים להשפיע על הביצועים של תיקי השקעות. הקרן תומכת במדיניות ממשלתית, ומקדמת יוזמות אשר ייצרו מקומות עבודה ויאפשרו ניצול הזדמנויות כלכליות להשקעה, לרבות אמצעים לפיתוח אנרגיה נקייה.

CalPERS הצטרפה לכמה יוזמות, כולל פיתוח מסגרות לדרשת דיווח על סיכוני אקלים, ובהם ה' Carbon Disclosure Project ותמיכה בהחלטות בעלי מניות סביבתיים לשיפור הגילוי (Environmental Shareowner Resolutions for Improved Disclosure). בחודש נובמבר 2010 חתמה CalPERS על הצהרה של משקיעים גלובליים (259 משקיעים מצפון אמריקה, מאירופה, מאסיה, מאוסטרליה, מאמריקה הלטינית ומאפריקה, עם נכסים קולקטיביים בהיקף של יותר מ-15 טריליון דולר), שעניינה שינוי אקלים (Global Investor Statement on Climate Change). נוסף לכך, הקרן מצפה מהחברות שבהן היא משקיעה לעמוד בעקרונות סאליבן (Global Sullivan Principles) - עקרונות בסיסיים של שמירה על זכויות אדם, חברה וסביבה.

³⁶ CalPERS, California Public Employees System. Retrieved on 9.4.2011, from: <http://www.calpers.ca.gov/>

³⁷ CalPERS, Corporate Governance Environmental Strategy Plan Update (2006). Retrieved 9.4.2011, from: <http://www.calpers.ca.gov/eip-docs/investments/enviro-invest/2006-03-13-item08e.pdf>

CalPERS גם מעורבת בעיצוב התקנות הפדרליות הרלוונטיות להתמודדות עם שינוי האקלים באמצעות פעילות מול הקונגרס ורשות ניירות ערך (SEC). כמו כן, היא מובילה מסע פרסום בשיתוף רשת המשקיעים המתמקדים בסיכון אקלים (INCR), שמטרתו העלאת רמת המודעות הציבורית לנושא.

אסטרטגיית הטמעת השקעות אחראיות בקרן:

אסטרטגיית ההשקעה של הקרן מתבססת על המרכיבים הבאים:

1. הצבעות - צוות פנימי בקרן אחראי לספק להנהלתה דוח רבעוני לגבי הצבעות הקרן ונימוקיהן. לגבי מאות חברות מושקעות מפרסמת הקרן באתר האינטרנט שלה את העמדות שתנקוט בהצבעה, כשבועיים לפני מועד ההצבעה.
2. נכסים ממוקדים - הקרן משקיעה 200 מיליון דולר בפתרונות טכנולוגיים ירוקים, הכוללים אנרגיה חלופית ומתחדשת, טכנולוגיות מים, ננוטכנולוגיה, איכות אוויר ועוד.
3. סינון - הקרן הקצתה 500 מיליון דולר להשקעה בתיק השקעות שכולל סינונים סביבתיים מסוגים שונים.
4. מעורבות בחברות - לקרן מנגנון מוסדר למעורבות בסוגיות סביבתיות וחברתיות העלולות להוות סיכון לערך תיק ההשקעות. במקרים כאלה מקבלת החברה המושקעת לוח זמנים לתיקון המצב ולדיווח על שיפור. הקרן מעדיפה שלא לממש את ההשקעה, אלא לנקוט מעורבות. הקרן ערכה "focus list", המזהה את החברות שביצועיהן נמוכים יחסית, ופועלת מולן לשיפור המצב. לדוגמה, הקרן מקדמת בנייה ירוקה וידידותית לסביבה, והיא הציבה יעד של צמצום צריכת האנרגיה ב-20% מנכסי הנדל"ן שבהם היא משקיעה. לקרן נכסי נדל"ן בהיקף של כ-5 מיליארד דולר, הכוללים מבני משרדים, שטחי מסחר ונדל"ן לתעשייה ולמגורים. הקרן חותרת להשקיע בנדל"ן העומד בסטנדרטים האמריקניים של בנייה ירוקה (LEED). דוגמה נוספת - הקרן מצפה מהחברות המושקעות לספק מידע סביבתי שימש אותה לניתוח הסיכונים הסביבתיים. הקרן הצטרפה בין היתר ליוזמה של קרנות שפנו ל-43 החברות אשר כמויות פליטות גזי החממה שלהן הן הגבוהות ביותר במדינה, בדרישה לדווח בתוך שנה כיצד ישפיעו מגבלות הפליטה של גזי חממה על רווחיהן, ואילו צעדים הן נוקטות לשיפור מצבן.

בריטניה – קרן הפנסיה של עובדי המשרד להגנת הסביבה

Environment Agency Pension Fund

נכסי הקרן ורקע:

נכון למארס 2009 הקרן מנהלת נכסים בהיקף של כ-1.13 מיליארד ליש"ט (6.78 מיליארד שקל). הקרן הנה חלק מקרן עובדי הממשלה הנקראת (LGPS) Local Government Pension Scheme. כספי הקרן מנוהלים על ידי כמה מנהלי השקעות הנדרשים ליישם את מדיניות הקרן.³⁸

³⁸ Environmental Agency Pension Fund. Retrieved 9.4.2011, from: <http://www.environment-agency.gov.uk/aboutus/organisation/35603.aspx>

מדיניות הקרן:

כל מנהלי ההשקעות מחויבים לעקוב אחר המדיניות הסביבתית ומדיניות הממשל התאגידי של הקרן. מנהלי ההשקעות מדווחים על התקדמותם בתחום זה בכל רבעון. נוסף לכך, הקרן עובדת עם מנהלי ההשקעות כדי לפתח כלים וטכניקות לקידום המודעות בנושאים חוץ-פיננסיים העשויים להשפיע על החלטות השקעה במגוון נכסים. תפיסת הקרן מחייבת את מנהלי ההשקעות של הקרנות לשקול גישות שונות, אילוצים, סיכונים, הזדמנויות ותועלות אפשריות, עבור כל אחד ממגוון סוגי הנכסים שבהם משקיעה הקרן.³⁹

הקרן מצפה ממנהלי ההשקעות שלה לחפש נושאים סביבתיים העלולים להפחית את החזר ההשקעה, ולנקוט את הצעדים הנחוצים כדי לצמצם את החשיפה לסיכונים כאלה. לפיכך, הקרן מעודדת אותם להשתמש בכלי דירוג ובביצועים סביבתיים שונים של החברות להקטנת החשיפה לסיכונים סביבתיים שונים.

בשנת 2005 השיקה הקרן את מדיניות ההשקעות האחראיות שלה, המבטיחה כי מנהלי ההשקעות יביאו בחשבון נושאים סביבתיים וסיכונים והזדמנויות ארוכי-טווח נוספים העשויים להשפיע על התשואות הפיננסיות.

הקרן סבורה כי ניהול הנושאים הסביבתיים - שעיקרם שינוי האקלים ועלויות פוטנציאליות של נזקים סביבתיים - הוא נושא פיננסי ולא עניין אתי. המדיניות הסביבתית של הקרן חלה על 100% מהשקעותיה. הקרן שותפה בכמה יוזמות שנועדו לעודד קולגות בתעשייה לחתום על ה-UNPRI, והיא משתתפת בפורום ההשקעות האחראיות של בריטניה - UKSIF, בקבוצת שינוי האקלים של המשקיעים המוסדיים - IIGCC ובמיזם דיווח הפחמן - CDP.

אסטרטגיית הטמעת השקעות אחראיות בקרן:

אסטרטגיית ההשקעה מתבססת על המרכיבים הבאים:

- ראשית, בחירת מנהלי השקעות מתבססת על יכולתם להשיג תשואות תוך שילוב קריטריונים של קיימות, השקעה אחראית סביבתית וממשל תאגידי.
- בכל סוגי ההשקעות מחייבת הקרן את מנהלי ההשקעות להתייחס לסוגיות ESG, חברה, סביבה וממשל בעת החלטות השקעה.
- הקרן מבצעת מעקב שוטף אחר עמידתם של מנהלי ההשקעות בתכתיבי המדיניות הסביבתית, ומנהלי ההשקעות נדרשים לספק דיווח רבעוני על מעורבותם מול החברות המושקעות, על ההצבעות שבהן הם השתתפו ועל אופן הצבעתם. כמו כן, מפורסם באתר האינטרנט של הקרן דוח שנתי מיוחד בנושא.
- הקרן מעדיפה לבחור את השקעותיה בשיטת "best-in-class" ולא בשיטת הסינון השלילי.
- הקרן נוקטת גישה אקטיבית בהפעלת כוח ההצבעה שלה, תוך הקפדה על הצבעה בנושאים של ניהול ודיווח סביבתי, ומעודדת מעורבות מול החברות, המתמקדת בין היתר בנושאים של פליטות גזים וחומרים רעילים לסביבה ועלויות חיצוניות (externalities) נוספות, וכן בזיהום קרקע ועלויות ניקוי וטיהור הקשורות לכך.

- הקרן מעודדת את החברות המושקעות לספק דיווח סביבתי רלוונטי על הסיכונים הסביבתיים הניצבים בפניהן ועל אופן התמודדותן עם סיכונים אלו.
- הקרן נוהגת כמשקיע אקטיבי כאשר היא מזהה שהתנהלותה הסביבתית וביצועיה הסביבתיים של החברה המושקעת אינם משביעי רצון, ופוגעים או עשויים לפגוע בתשואות על ההשקעה בה. מעורבות הקרן כוללת מעקב אחר מידע משפטי וסביבתי הנוגע לחברה ובדיקת מדדים לשיפור, כגון התחייבויות מהחברה לשיפור בנושאים הרלוונטיים.
- הקרן דורשת מהחברות שבהן היא משקיעה לדווח על משתנים סביבתיים בסיסיים - Key Performance Indicators (כגון צריכת אנרגיה).
- הקרן מחשבת את היקף פליטת הפחמן של כל החברות בתיק השקעות שלה.

בריטניה

USS – Universities Superannuation Scheme

נכסי הקרן ורקע:

קרן הפנסיה השנייה בגודלה בבריטניה, אשר מאגדת את כל עובדי האוניברסיטאות בבריטניה. נכון למאי 2010 מנהלת הקרן נכסים בהיקף של 30,197.9 מיליון ליש"ט (181,187 מיליון שקל).⁴⁰

מדיניות הקרן:

הקרן רואה בהשקעה לטווח ארוך, הכוללת התייחסות לשיקולי חברה, סביבה וממשל תאגידי (ESG), ערך מוסף שייניב תשואה למשקיעים בה, יעודד צמיחת חברות ויתרום לניהול סיכונים לטווח הארוך. הקרן הגדירה את מטרותיה כמעורבות בניהול החברות, קיום מנגנון להבטחת הניהול התקין בהשקעות לטווח ארוך, ניהול נכסי הקרן במטרה לענות על ציפיות של המוסדות, המשקיעים והחברה בבריטניה והעלאת סטנדרט הניהול בכל נכסיה.

אסטרטגיית הטמעת השקעות אחראיות בקרן:

בקרן קיימת מחלקה עצמאית המתמחה בניהול ההשקעות האחראיות. המידע הקיים בקרן בנושא השקעות אחראיות הנוגע לחברות השונות מתקבל מניתוח של צוות ההשקעות האחראיות של הקרן, וכן משיתוף הפעולה שמקיימת הקרן עם חברות מסחריות שבהן היא משקיעה, מנתונים שהיא מקבלת מחברות ייעוץ שעמן היא משתפת פעולה ומקרנות דומות שעמן היא משתפת פעולה וממעורבותה ביוזמת PRI.

כך, לדוגמה, משקיעה הקרן במחקר העוסק בהשפעות שדות הנפט ובהשפעות תהליך הפקת הנפט על גורמים שונים העשויים להשפיע על תשואת האחזקות, וכיוצא מכך גם על פרופיל ההשקעות. מחקר זה מתבצע באמצעות פעילות ענפה מול חברות האנרגיה השונות, ארגונים בינלאומיים או ממשלתיים בנושא וגורמים מכתבי מדיניות, המשפיעים על תהליך הפקת הנפט ועל ניהול מיזמים גדולים אלו. הקרן מאמינה כי יש לבצע פעילות בשני מישורים ברזמנית: במישור האחד יש לפעול להשפעה על הניהול בפועל של מיזמי הנפט, ובמישור האחר יש לפעול בנושא שינוי אקלימי, מתוך ההנחה כי תהליך הפקת

⁴⁰ Universities Superannuation Scheme (USS). Retrieved on 9.4.2011, from: <http://www.uss.co.uk/Pages/default.aspx>.

³⁹ Environmental Agency Pension Fund, Responsible Investment review, Active Pension Fund, Retrieved 9.4.2011, from: http://www.environment-agency.gov.uk/static/documents/Utility/Responsible_Investment_Review.pdf

← נספח 2

הנפט פולט פחמן לסביבה. כחלק מתהליך זה מיישמת הקרן אסטרטגיה עם גורמים רגולטוריים, ומנסה לוודא כי מדיניות עולמית בנושאי פליטת פחמן מפותחת ומיושמת כראוי.

הקרן פועלת גם לניסוח דוחות מגזריים לחברות המוחזקות השונות, העוסקים בהתמודדות של חברות אלו ושל המשקיעים בהן עם השינוי האקלימי, ובדרכים להפחתת השפעתן בנושא. מובן שכחלק מהתהליך מנסה הקרן לבחון את האופן שבו החברות שבהן היא משקיעה מיישמות נושא זה.

הקרן אינה מסתפקת בכך, והיא יזמה גם שיתוף פעולה עם קרנות פנסיה בגרמניה, שבמסגרתו ייערך סקר ברמה עולמית, שמטרתו הערכת חברות וקרנות השקעה בנושאי אחריות סביבתית. כמו כן נועד שיתוף הפעולה לקבוע סף לגבי עמידתן של החברות וקרנות ההשקעה בסטנדרטים שנקבעו. נוסף לכך, הקרן משתפת פעולה עם חברה לניהול השקעות כדי לנסח ולפתח מסגרת יעילה לבחינת חברות ואופן פעילותן בנושאי הסביבה.

העקרונות המנחים של הקרן בתחום ההשקעות האחריות הם:

- התחשבות בגורמים פיננסיים ולא פיננסיים לצורך קבלת החלטות ומחקר;
 - דיאלוג ומעורבות כמפתח להצלחה בהשקעה בחברות המוחזקות;
 - עבודה תוך כדי שיתוף פעולה עם משקיעים מוסדיים אחרים, אשר מתבטא בלמידה משותפת מהניסיון הנצבר בכל גוף מוסדי, וקיום התייעלות הדדית בתהליכי העבודה;
 - ניהול נכון של ציפיות המשקיעים והתקשורת מולם לגבי אופן התנהלות הקרן בנושאי השקעות אחריות;
 - פיתוח אסטרטגיה גמישה המבוססת על ניטור והערכה תמידיים של השקעות אחריות.
- נוסף לכך, הדיווח השנתי לחוסכים של קרן הפנסיה כולל לא רק את ביצועי הקרן, אלא גם את מדיניותה לגבי השקעות אחריות ואת הדרך שבה הקרן מקדמת נושאים אלו בכל המישורים.

אוסטרליה

ARIA - Australian Reward Investment Alliance

נכסי הקרן ורקע:

קרן הפנסיה של עובדי ממשלת אוסטרליה מורכבת משלוש קרנות הפנסיה PSS, CSS ו-PSSap, ומנהלת נכסים בהיקף של כ־16 מיליארד דולר אוסטרלי (50 מיליארד שקל) עבור 485 אלף עמיתים. נכסי הקרן מנוהלים באופן חיצוני על ידי 30 מנהלי השקעות מוסדיים.⁴¹

מדיניות הקרן:

הקרן מאמינה כי ניהול כושל של נושאי סביבה, חברה וממשל תאגידי (ESG) עשוי להוביל לסיכונים פיננסיים, כמו גם לירידת ערך של ההשקעות בטווח הארוך. ניתוח סיכוני ה־ESG שאליהם חשופים העמיתים הוא חלק מניהול הסיכונים הכולל של קרן הפנסיה ARIA.⁴² הקרן פועלת מול החברות שהיא משקיעה בהן על פי שני עקרונות מנחים:

- הקרן מחויבת לחפש את החברות היצרניות והיעילות ביותר, ולבחון באופן רציף את האחריות הסביבתית־חברתית בניהול תהליכים, אנשים ונכסים של חברות אלה, במטרה להבטיח את יעילות השקעותיה.
- שיקולי ESG, כפי שהם מתבטאים בניהול תהליכים, אנשים ורכוש, מהווים אף הם מרכיב מהותי בניהול הסיכונים של הקרן.

אסטרטגיית הטמעת השקעות אחריות בקרן:

לקרן מחויבות בפני לקוחותיה לנהל את השקעותיה תוך בחינת סוגיות הקשורות לסביבה, לחברה ולממשל תאגידי. כמו כן, הקרן מציעה מסלול השקעה מותאם ב־ריימא, שבו היא משקיעה 5% מערך נכסיה. מסלול זה כולל תיק מגוון של חברות אוסטרליות המספקות פתרונות טכנולוגיים ירוקים וחברות מסורתיות מובילות המציגות רמה גבוהה של ביצועים בתחום של ESG.

ARIA מטמיעה שיקולי ESG בתהליך ההשקעה שלה באמצעות מחקר ומעורבות. ARIA עובדת בשיתוף פעולה עם קבוצה מגוונת של מנהלי השקעות, יועצים וקבוצות בעלי מניות, במטרה להשפיע על חברות לאמץ נוהלי ESG טובים. ARIA מאמינה כי שיתוף פעולה ומעורבות בנושאי ESG עם החברות שבהן היא משקיעה עשויים להביא לשינוי חיובי בהתייחסותן לנושאי ESG באופן יעיל יותר מאשר הימנעות מהשקעה בחברות אלו.

לאחר קבלת החלטת השקעה ממשיכה ARIA לעקוב אחר ביצועי החברות ובוחנת את עמידתן בקריטריונים שנקבעו. אם נמצא כי חברה מסוימת אינה עומדת בקריטריונים של ARIA, הקרן מזהירה את החברה כי אם לא תשפר את ביצועיה תממש ARIA את אחזקותיה בתוך שנה וחצי מיום ההודעה. בדרך זו דוחפת ARIA את החברות השונות (בעיקר בתעשיות הנפט, כריתת היערות והמכרות) לשפר את תחום האחריות הסביבתית והחברתית בתחומן.

ARIA רואה את עצמה מחויבת לנהוג באחריות עסקית ולאמץ אחריות זו בהצבעות בעלי המניות. במידת האפשר תצביע ARIA גם בכל העניינים הסביבתיים המובאים לבעלי המניות של החברות שבהן היא משקיעה. במקומות הנדרשים תחול מעורבות ישירות עם החברות, או בשיתוף פעולה עם בעלי מניות נוספים, בנושאים העלולים ליצור סיכוני ESG.

שלבי היישום בפועל של הטמעת השקעות אחריות כוללים:

1. זיהוי סיכונים סביבתיים וחברתיים באמצעות סקירה שנתית, תוך הסתייעות בפרמטרים המגדירים סיכון כלשהו להשקעה.
2. הערכת חשיבות הסיכונים הסביבתיים והחברתיים והשפעותיהם על תיק ההשקעות על פי חומרתם האפשרית. בשנת 2007 זוהו 70 פרמטרים לסיכון, שדורגו על פי רמת הסיכון להשקעה, מתוכם נבחרו 12 עיקריים ובמסגרתם ייבחנו החברות הנמצאות בתיק ההשקעות. מידת החשיפה לסיכונים אלו מוערכת לגבי כל חברה וחברה בתיק ההשקעות, וניתן ציון לגובה הסיכון באותה חברה. המחקר אף התרחב ובחן את כל החברות הנמצאות במדד S&P האוסטרלי. תוצאות המחקר כומתו לכדי ציון להשקעה, כך שככל שהציון גבוה יותר הסיכון להשקעה גדול יותר.
3. הערכת מידת היעילות שבה מנהלת החברה את הסיכונים הללו וזיהוי הפערים מול הרמה הרצויה.
4. הענקת ציון לרמת ההתמודדות של הנהלת החברה המושקעת בנושא.
5. אם ציון הסיכון גבוה וציון ההתמודדות נמוך, נוצר פער שבעקבותיו מופעלת תוכנית פעולה לניהול

41 Australian Reward Investment Reliance (ARIA). Retrieved 9.4.2011, from: <http://www.aria.gov.au>

42 ARIA, Environmental, social and governance (ESG) policy, retrieved 9.4.2011, <http://www.aria.gov.au/about/governance/esg.html>

הסיכונים. התוכנית נדונה עם החברה המושקעת על פי כלים מובנים לדיאלוג, ולאחר מכן מבוצע מעקב אחר יישומה. הקרן מביעה את עמדותיה בפני החברה, ונערך דיאלוג שבמסגרתו נבחן אופן ההתמודדות עם הסיכונים. לאחר מכן מקבלת החברה לוח זמנים לפתירת הבעיה, ועל פיו היא נדרשת לדווח.

ARIA מקפידה לדווח לציבור על מדיניות ESG שלה ועל יישומה כאמור לעיל, ומפרסמת דיווח חצי שנתי מסכם באתר האינטרנט שלה בנוגע לאסטרטגיה שהיא נוקטת הן בבחירת החברות שהיא משקיעה בהן והן בהתנהלות השוטפת מולן. הדיווח כולל פרטים על מעורבותה בניהול החברה ועל הצבעותיה באספות בעלי המניות בנושאים שיש בהם סיכונים סביבתיים.

מעבר להטמעת השקעות אחראיות בתוך פעילותה, ARIA אף משתמשת בהשפעתה כאחת מקרנות הפנסיה הגדולות באוסטרליה כדי לקדם בשוק נוהלי ESG טובים. ARIA מעודדת מנהלי השקעות, יועצים וחברות להשקיע בקידום עקרונות ESG, לנהל מדיניות ESG ולדווח על פעילויותיהם בתחומי ה־ESG. במסגרת זו הקימה מועצת המנהלים של הקרנות הוותיקות של ARIA מיזם משותף עם מנהלי השקעות, שירות הייעוץ הממשלתי (GAS), המשמש כלי לניהול סיכוני השקעה ולעידודן של חברות אוסטרליות לשיפור נוהלי הממשל התאגידי שלהן. ה־GAS הפך לסטנדרט מתקדם באוסטרליה, ואף זכה בשנת 2003 בפרס מטעם האו"ם על השקעות אחראיות ובנות־קיימא. ב־2007 הוקמה ל־GAS חברה־בת בשם Regnan, המבצעת תחקיר ESG לגופים פיננסיים גדולים באוסטרליה.

נוסף לכך מעורבת הקרן בכמה יוזמות בינלאומיות, כגון פיתוח העקרונות להשקעות אחראיות (PRI), חברות באגודת המשקיעים בשינוי אקלים (IGCC) ובמיזם ה־CDP, וחברות באיגוד הבינלאומי לממשל תאגידי. הקרן אף נמנית עם מייסדי המועצה האוסטרלית להשקעות פנסיה (ACSI), שמספקת מידע עצמאי ושירותי חינוך והסברה בנוגע לממשל תאגידי.

צרפת

ERAFP - Etablissement de Retraite Additionnelle de la Fonction Publique

נכסי הקרן והרקע:

קרן הפנסיה ERAFP של עובדי הציבור כוללת 51 אלף עמיתים עובדי הממשלה, רשויות מקומיות ובתי חולים ציבוריים. לקרן הכנסות שנתיות של כ־1.7 מיליארד אירו, והיא מנהלת נכסים בהיקף של 7.5 מיליארד אירו (נכון ל־31 בדצמבר 2009).⁴³

מדיניות הקרן:

בהחלטה שאומצה ב־10 בנובמבר 2005 החליטה מועצת המנהלים של קרן הפנסיה ERAFP ליישם מדיניות השקעה הלוקחת בחשבון באופן עקבי וקבוע את קידום האינטרס הציבורי, ובמארס 2006 חתמה הקרן על אמנת "עקרונות להשקעות אחראיות".

אסטרטגיית הטמעת השקעות אחראיות בקרן:

הדירקטוריון מפקח על גישת ההשקעות האחראיות באופן פנימי. כלומר, בעוד שהדירקטוריון וההנהלה סומכים לחלוטין על נותני שירותים חיצוניים, כגון יועצים וחברות דירוג, הדירקטוריון עצמו מגדיר את האופן שבו יעמדו השקעות הקרן בדרישות ובערכים בנושא השקעות אחראיות. נוסף לכך, הדירקטוריון מפקח באופן קבוע על יישום מדיניותו בתחום זה. המדיניות קובעת "100% השקעות אחראיות", קרי אמנת ההשקעות האחראיות חלה על כל הנכסים לסוגיהם.

אסטרטגיית ההשקעות כוללת התייחסות לנושאים שונים, כגון הקטנת פליטות גזי החממה, אי־אפליה וקידום שוויון הזדמנויות לנשים, לחימה בשחיתות וכיבוד חופש ההתאגדות. לצורך קבלת החלטות השקעה בתחום הסביבתי מבצעת הקרן הערכה של חברות ומדינות על בסיס קריטריונים סביבתיים, המתייחסים הן לפעילות המסחרית והן לתהליכי הייצור. הקרן שוקלת היבטים כגון פליטות פחמן, מגוון ביולוגי, סיכונים המיוחסים לזיהום וכן התייעלות אקולוגית (eco-efficiency). נוסף לכך, הקרן מעריכה אימוץ ויישום של מדיניות סביבתית ושל דיווח סביבתי ועמידה בתקני סביבה.

הקרן נעזרת ביועצים ובמומחים בפיתוח וביישום המדיניות הסביבתית־חברתית שלה, בין היתר לשם הגדרת מדדים סביבתיים וחברתיים ופיתוח שיטות לשילובם בפעילותה, פיתוח שיטה להערכת מידת יישום מדיניות הקרן בקרב החברות המושקעות וייעוץ בבחירת השקעות.

⁴³ Etablissement de Retraite Additionnelle de la Fonction Publique (ERAFP), SRI Charter. Retrieved 9.4.2011, from: <http://www.rafp.fr/The-SRI-approach-en-ru136/The-SRI-Charter-ar360>.

נספח 3: סקירת מחקרים בנושא הקשר בין השקעות אחראיות לתשואות

בלוח המצורף מופיעות תוצאות של מחקרים שונים אשר בחנו את הקשר בין התשואות בהשקעות אחראיות המיישמות אסטרטגיות השקעה שונות לתשואות של מדדים מובילים. תוצאות המחקרים הן: חיובי - תשואה עודפת מול מדדים מובילים, ניטרלי - תשואה דומה מול מדדים מובילים, ותשואה שלילית - תשואה נמוכה מול התשואה במדדים המובילים.

מחבר	שם המחקר	תקופת המחקר	סביבה/חברה/ממשל	אסטרטגיית השקעה	תוצאות
1	Abramson, L. & Chung, D. (2000)	Socially responsible investing: Viable for value investors?	9.1990 – 5.2000	ס.ח.מ	סינון חיובי
2	Barnett, M. & Salomon, R. (2006)	Beyond dichotomy: The curvilinear relationship between social responsibility and financial performance.	12.2000 – 1.1972	ס.ח	ניטרלי - חיובי
3	Bauer, R., Otten, R. & Rad, A. (2006)	Ethical investing in Australia: Is there a financial penalty?	11.1992 – 4.2003	ס.ח.מ	ניטרלי
4	Bello, Z. (2005)	Socially responsible investing and portfolio diversification.	1.1994 – 12.2003	ח	ניטרלי
5	Benson, K.L., Brailsford, T.J. & Humphrey, J.E. (2006)	Do socially responsible fund managers really invest differently?	1.1994 – 12.2003	ח	ניטרלי
6	Brammer, S., Brooks, C. & Pavelin, S. (2006)	Corporate social performance and stock returns: UK evidence from disaggregate measures.	6.1997 – 6.2002	ס.ח	ניטרלי - שלילי
7	Chong, J., Her, M. & Phillips, G.M. (2006)	To sin or not to sin? Now that's the question.	9.2002 – 9.2005	ח	שלילי
8	Core, J., Guay, W. & Rusticus, T. (2006)	Does weak governance cause weak stock returns? An examination of firm operating performance and investors' expectations.	9.199 – 12.1999	מ	ניטרלי
9	Derwall, J. Guenster, N., Bauer, R. & Koedijk, K. (2005)	The eco-efficiency premium puzzle.	7.1995 – 12.2003	ס.ח.מ	חיובי
10	Geczy, C., Stambaugh, R. & Levin, D. (2005)	Investing in socially responsible mutual funds (working paper)	7.1963 – 12.2001	ח	שלילי
11	Gompers, P., Ishii, J. & Metrick, A. (2003)	Corporate governance and equity prices	1.1990 – 12.1999	מ	חיובי
12	Hong, H. & Kacperczyk, M. (2006)	The price of sin: The effects of social norms on markets (working paper).	1.1965 – 12.2004	ח	שלילי
13	Opler, T.C. & Sokobin, Jo. (1995)	Does coordinated institutional activism work? An analysis of the activities of the Council of Institutional Investors.	1.1991 – 12.1993	מ	חיובי
14	Orlitzky, M., Schmidt, F.L. & Rynes, S.L. (2003)	Corporate social and financial performance: A meta-analysis.	1.1972 – 12.1997	ס.ח ומעט מ	חיובי
15	Schroder, M. (2004)	The performance of socially responsible investments: Investment funds and indices.	1990s – 9.2002	ס.ח.מ	ניטרלי-חיובי
16	Shank, T. M., Manullang, D.K. & Hill, R.P. (2005)	Is it better to be naughty or nice?	12.1993 – 12.2003	בעיקר ח ומעט ס ו מ	חיובי
17	Smith, M.P. (1996)	Shareholder activism by institutional investors: Evidence from CalPERS.	1.1987 – 12.1993	מ	חיובי
18	Statman, M. (2000)	Socially responsible mutual funds.	5.1990 – 9.1998	ח	חיובי
19	Statman, M. (2006)	Socially responsible indexes: Composition, performance, and tracking error	5.1990 – 4.2004	ח	חיובי
20	Van de Velde, E., Vermeir, W. & Corten, F. (2005)	Corporate social responsibility and financial performance.	1.2000 – 11.2003	ס.ח.מ	חיובי

מקור:
UNEP FI and Mercer,
Demystifying Responsible
Investment Performance – A
review of key academic and
broker research on ESG
factors (Paris:2007)

נספח 4: מונחון להשקעות אחראיות⁴⁴

אחריות חברתית (CSR)

גישה עסקית המתייחסת להשפעות הכלכליות, החברתיות, הסביבתיות והאתיות של החברה, וזאת מסיבות של ניהול סיכונים, צמצום עלויות התפעול ושיפור התחרותיות.

גישה זו מיושמת בדרך כלל בעזרת מערכת מקיפה של מדיניות ומערכות ניהול הנוגעות בכל רמות הפעילות העסקית, כולל ממשל תאגידי, יחסי עובדים, יחסים עם לקוחות, יחסים בתוך שרשרת האספקה, ניהול סביבתי ותרומה לקהילה.

השקעות אחראיות (RI)

השקעות אחראיות מבוססות על אסטרטגיית השקעה המטמיעה את הסיכונים וההזדמנויות האקסטרה-פיננסיים של חברות, במטרה לשפר את ביצועיהן ולהשיג תשואות טובות יותר בטווחים הבינוניים והארוך. משקיעים אחראיים בוחרים להשקיע במניות של תאגידים שיש להם ממשל תאגידי נאות ואשר מנהלים היטב סיכונים הקשורים בסביבה, בהגנת הצרכן, בזכויות אדם, בגיוון תעסוקתי וכיו"ב.

אסטרטגיות של השקעות אחראיות

סינון שלילי (Negative Screening) - גישה בהשקעות המוציאה חברות או מגזרים מתיק ההשקעות בהתבסס על קריטריונים הקשורים למדיניות שלהם, לפעילותם, לתהליכי הייצור שלהם או למוצריהם. השקעות שאינן עומדות בסטנדרטים מינימליים אינן נכללות בתיק ההשקעות. סינונים שליליים מקובלים נמנעים למשל מהשקעות בטבק, באלכוהול ובחברות המציגות פעילות ירודה בתחום הניהול הסביבתי, החברתי או התאגידי-מנהלי.

סינון חיובי (Positive Screening) - גישת השקעות שבה תיק ההשקעות מוטה לכיוון מניות המציגות ביצועים טובים מן האחרות בתחומים נבחרים. הקריטריונים עשויים לכלול נושאים סביבתיים, חברתיים, תאגידיים-מנהליים ואתיים. אסטרטגיות סינון חיובי מקובלות כוללות יעילות אנרגטית, ניהול סביבתי מתקדם או סטנדרטים גבוהים בהעסקת עובדים. המגמה היום היא לראות קריטריונים אלו כרצויים מבחינה פיננסית ואקסטרה-פיננסית כאחד.

גישת מעורבות (Engaged Approach) - גישת השקעות שבה הגופים הפיננסיים בוחרים להיות מעורבים באופן פעיל בחברות שבהן הם משקיעים, במטרה לשפר את ביצועיהן ולהבטיח תשואה טובה מהשקעותיהם.

גישה משולבת (Integrated Approach) - שילוב של כמה מהקריטריונים של סביבה, חברה, ממשל תאגידי ואתיקה בקבלה וניתוח של החלטות ההשקעה.

גישה המתמקדת בנכסים מסוימים (Focused Assets Approach) - השקעות המתמקדות בתחום מסוים, דוגמת תחום הקלינטק, הכולל השקעות באנרגיות מתחדשות, בטכנולוגיות מים, במחזור תחליפי דלקים וכיו"ב.

ESG

מושג מקובל המתאר את נושאי הסביבה, החברה והממשל התאגידי הנלקחים בחשבון על ידי משקיעים בהערכת התנהלות החברה.

לא קיימת רשימה מדויקת של קריטריונים של ESG, אבל בדרך כלל הנושאים מתאפיינים בתכונות הבאות:

- נושאים הנחשבים באופן מסורתי כלא-פיננסיים;
- טווח זמן בינוני עד ארוך;
- מטרות איכותיות שלא ניתנות למדידה במונחים כספיים;
- תוצאות לוואי (שבהן נושאת החברה) אשר אינן נלקחות בחשבון על ידי כוחות השוק;
- שינויים במדיניות וברגולציה;
- דפוסים הנוצרים משרשרת האספקה של החברה ולפיכך יוצרים חשיפה לנזקים בלתי ידועים;
- נושאים המהווים מקור לדאגה ציבורית.

ניתוח אקסטרה-פיננסי

ניתוח והערכה של גורמים שהם בעלי פוטנציאל השפעה, בטווח הארוך לפחות, על הפעילות הפיננסית של חברה, אך נמצאים מחוץ לטווח הקונוונציונלי של משתנים הנכללים בתהליכי קבלת ההחלטות של מנהלי השקעות.

גורמים אלו כוללים את נושאי ה-ESG וכן גורמים פיננסיים מסורתיים שבדרך כלל מתעלמים מהם או מייחסים להם חשיבות פחותה מדי (למשל תביעות שהחברה מעורבת בהן).

מדדי קיימות (Sustainability Indices)

מדדי קיימות הם מדדים הנסחרים בבורסות בעולם שנכללות בהם מניות שעברו סינון על פי אמות מידה של השקעות אחראיות (SRI). פעילות ה-Rf גברה בשני העשורים האחרונים, ועקב כך נוצרו מדדי קיימות העוקבים אחר הפעילות הכלכלית, הסביבתית, החברתית והאתית של החברות הגדולות בעולם. מדדי הקיימות הבולטים הם:

מדד (DJSI) Dow Jones Sustainable Index - הושק ב־1999. ה-DJSI הוא סדרה של מדדי קיימות בולטים, והוא מתבסס על שיתוף הפעולה בין מדד דאוֹג'ונס, מדד STOXX-Limited ומדד SAM. המדד מספק למנהלי השקעות אמת מידה מדויקת ואובייקטיבית לניהול תיקי השקעות אתיים (SRI).

מדד FTSE4Good - הושק ב־2001. ה-FTSE4Good הוא סדרה של ארבעה מדדים מקיימים הנכללים במדד FTSE הבריטי: גלובלי, אירופי, אמריקני ובריטי. אמות המידה להכללה במדד מתייחסות לשלושה תחומים עיקריים: עבודה לשיפור הקיימות הסביבתית, פיתוח יחסים טובים עם בעלי עניין והגנה ושמירה על זכויות אדם. אם ה-FTSE4Good קובע כי החברה מתנהלת בצורה אתית בשלושת התחומים הללו, החברה תיכלל במדד.

מדד ה-NASDAQ OMX CRD Global Sustainability 50 Index - הושק בשנת 2009. המדד כולל את 50 החברות האמריקאיות הנסחרות במדדים השונים ב-NASDAQ המובילות בתחום הקיימות.

44 Greeneye, מונחון להשקעות אחראיות, 9.4.2011, מתוך: www.greeneye.co.il

מקורות

מחקרים ומאמרים

Coles David and Green Duncan, Do UK Pension funds invest responsibly? A survey of current practice on socially responsible investment, (London: JustPensions, 2002)

EIRIS, How responsible is your pension? (London: 2003)

Eurosif, Pension Program SRI Toolkit 2004-2005, (Paris: 2005)

Eurosif, Prime Toolkit, (Paris: 2007)

Friends of the Earth, Top 100 UK pension funds – How ethical are they? (London: 2001)

Freshfields, Bruckhaus Deringer, A legal framework for the integration of environmental, social and governance issues into institutional investments (London: UNEP FI, 2005)

The Global Compact, Who Cares Wins – Connecting Financial Markets to a Changing World, (UN: 2004)

Global Reporting Initiative (GRI), Financial Services Sector Supplement: Environmental Performance - Pilot Version 1.0", (Amsterdam: 2005)

Goldman Sachs, Change in coming: A framework for Climate Change – A defining issue of the 21st Century, (London: 2009)

Kronsky Cary & Robins Nick (ed)(2008). Sustainable Investment, The Art of Long Term Performance, London: Earthscan.

Perez Oren, "The New Universe of Green Finance: From Self-Regulation to Multi-Polar Governance", Bar Ilan University Pub Law Working paper, no. 37, (Bar Ilan: 2007)

Share, Shareholders Association for Research and Education, Putting Responsible Investment into Practice, A toolkit for pension funds, foundation and endowments, (Vancouver, BC Canada, 2008)

UNEP FI, The Materiality of Social, Environmental and Corporate Governance Issues to Equity Pricing, (NY: 2004)

UNEP FI, The Working Capital Report, (NY: 2007)

UNEP FI, Unlocking Value: The scope for environmental, social and governance issues in private banking, (NY:2007)

UNEP FI and Mercer, Demystifying Responsible Investment Performance – A review of key academic and broker research on ESG factors (Paris:2007)

המדד כולל את החברות המובילות בדיווח על האחריות התאגידית שלהם, ומדווחות את מדדי קיימות בהתאם למסגרת הדיווח המקובלת של ה-GRI; מדווחות לפחות על 20% מהביצועים הסביבתיים שלהם בהם טביעת הרגל הפחמנית, צריכת האנרגיה, צריכת המים, ופסולת לא מסוכנת ומסוכנת; מדווחות על לפחות 20% מהמדדים החברתיים, בהם השקעה בבטיחות עובדים, מגוון תעסוקתי; ומדווחות על לפחות 70% מהמדדים הפיננסיים בהם שכר בכירים, והשקעה בקהילה. המדד נעשה בשיתוף חברת המחקר CRD Analytic.

מדד S&P US Carbon Efficient Index - הושק במרץ 2009 על ידי Standard & Poor's. המדד עוקב אחר ההחברות האמריקאיות מבין מדד ה-S&P 500 המובילות בביצועי פליטות גזי החממה ביחס להכנסות. המדד נעשה בשיתוף חברת המחקר Truecost Plc.

מדד Domini 400 Social Index (DS400) - הושק ב־1990. המדד העולמי הראשון המשקף את הפעילות הכלכלית של החברות המובילות בעולם בתחום האחריות התאגידית. ה־DS400 כולל שבעה מדדי קיימות שונים ומופק בארה"ב על ידי חברת KDL בשיתוף.

מדד (ESI) Ethical Sustainability Index - הושק ב־2002. ה־ESI כולל שני מדדי קיימות עולמיים (ESI Pioneer Europe, ESI) ושני מדדי קיימות אזוריים (ESI Pioneer Global, ESI Excellence Global) (Excellence Europe), ומופק בשיתוף פעולה עם Standard & Poor's. המדדים מבוססים על מדד S&P Global 1200. תהליך ההערכה והמיון נמצא באחריות חברת Ethibel.

מדד "מעלה" - הושק בפברואר 2005. מדד "מעלה" נסחר בבורסה בתל־אביב על בסיס יומי ומהווה כלי פיננסי המייצג את החברות בדירוג מעלה, העומדות בתנאי הסף של מדד ת"א 100. הרכב החברות במדד מעודכן פעם בשנה, עם פרסום דירוג "מעלה".

UNEPFI & Global Compact, Principles for Responsible Investment, (London: 2006)
 UNEPFI & Global Compact, Principles for Responsible Investment, (London: 2009)
 UNEPFI & Global Compact, Report on Progress 2010, An Analysis of Signatory Progress and Guidance on Implementation, (London: 2010)
 UNEPFI & Global Compact, Annual Report of the PRI Initiative 2010, (London: 2010)

 בנק ישראל, חוזר המפקח על הבנקים בנושא סיכונים סביבתיים לתאגידים בנקאיים (ירושלים: בנק ישראל, 2009)
 חמדני אסף, דו"ח הוועדה לבחינת הצעדים הדרושים להגברת מעורבות הגופים המוסדיים בשוק ההון בישראל, (ירושלים: משרד האוצר, הממונה על שוק ההון, ביטוח וחיסכון, 2008)
 כפיר רועי, לבציון־נדן נגה ואנדי בניקה, "השקעות אחראיות, שיקולי סביבה, חברה וממשל תאגידי בניהול השקעות ארוכות טווח, תמונת מצב עולמית ואתגרים ליישום בישראל", נכתב לסמינר הראשון להשקעות אחראיות בבורסה לניירות ערך, (תל אביב: 2009).
 משרד האוצר, אגף שוק ההון, ביטוח וחיסכון, חוזר גופים מוסדיים 15'9-2007, ניהול סיכוני אשראי אגב פעילות השקעות, (ירושלים: 27 באוגוסט 2007)
 משרד האוצר, אגף שוק ההון, ביטוח וחיסכון, חוזר גופים מוסדיים 11'9-2009, הגברת מעורבות הגופים המוסדיים בשוק ההון, (ירושלים: 21 ביוני 2009)
 משרד האוצר, אגף שוק ההון, ביטוח וחיסכון, חוזר גופים מוסדיים 13'9-2009, הצהרה מראש של גוף מוסדי על מדיניות ההשקעה שלו (ירושלים: 26 ביולי 2009)
 משרד האוצר, אגף שוק ההון, ביטוח וחיסכון, צעדים בשוק החיסכון הפנסיוני בעקבות אירועי המשבר העולמי (ירושלים: 2009)
 משרד האוצר, אגף שוק ההון, ביטוח וחיסכון, נייר עבודה: אחריות חברתית בהשקעות של גופים מוסדיים, (ירושלים: 2008)
 משרד האוצר, אגף שוק ההון, ביטוח וחיסכון, גופים מוסדיים 2007'9-16 - העמדת אשראי לא סחיר על ידי גופים מוסדיים - תשתית לתמיכה ניהולית, מקצועית ותפעולית (ירושלים: 2007)
 משרד להגנת הסביבה, הלשכה המשפטית. דוח פעילות לשנת 2009. (ירושלים: המשרד להגנת הסביבה. 2009)
 רשות ניירות ערך, תקנות ניירות ערך (פרטי התשקיף וטיטוט תשקיף - מבנה וצורה, (ירושלים: 2010)

אתרי אינטרנט

Greeneye	http://www.greeneye.co.il	גריין איי
	http://www.isa.gov.il	רשות ניירות ערך
	http://www.finance.gov.il	משרד האוצר
	http://www.sviva.gov.il	המשרד להגנת הסביבה
AP2 Pension Fund	http://www.ap2.se	
Asset 4	http://www.asset4.com	
Australian Government	http://www.comlaw.gov.au	
Australian Reward Investment Alliance	http://www.aria.gov.au	
Australian Securities and Investments Commission	http://www.asic.gov.au	
Aviva Investment	http://www.avivainvestors.co.uk	
BT Pension Scheme	http://www.btpensions.net/pdf/BTPS	
The Carbon Disclosure Project (CDP)	http://www.cdproject.net	
California Public Employees' Retirement System	http://www.calpers.ca.gov	
Environment Agency Pension fund	http://www.environment-agency.gov.uk	
Etablissement de Retraite Additionnelle de la Fonction Publique	http://www.rafp.fr	
EIRIS	http://www.eiris.org	
Environmental Agency Pension Fund UK	http://www.environment-agency.gov.uk	
Ethos, Swiss Foundation for Sustainable Development	http://www.ethosfund.ch	
European Commission	http://ec.europa.eu	
Eurosif – European Social Investment Forum	http://www.eurosif.org	
Friends of the earth	http://www.foe.co.uk	
The Global Compact	http://www.unglobalcompact.org	
GRI – Global Reporting Initiative	http://www.globalreporting.org	
MSCI – ESG	http://www.msicibarra.com	
PRI – Principles for Responsible Investment	http://www.unpri.org/	
Responsible Investment Academy	http://www.riacademy.org	
Shareholders Association for Research and Education	http://www.share.ca	
UNEP FI	http://www.unepfi.org	
USS – Universities Superannuation Scheme	http://www.uss.co.uk	
Your Ethical Money	http://www.yourethicalmoney.org	

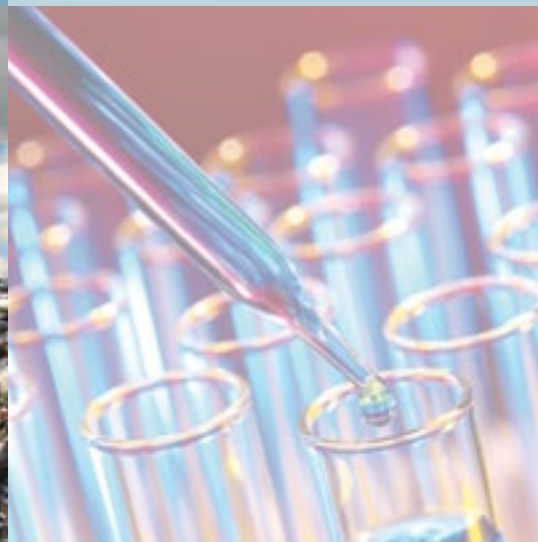




www.sviva.gov.il

www.mof.gov.il

יוני 2011



מודפס על
נייר ממוחזר אקולוגי