

אסדרת דיווח ESG בישראל

שלומי שוב
ושושי כהן

רו"ח שלומי שוב

אוניברסיטת רייכמן

רו"ח שושי כהן

ראשת צוות במחלקת תאגידיים של
רשות ניירות ערך לשעבר

ראש התוכנית בחשבונאות וסגן דיקן
בית ספר אריסון למנהל עסקים,
אוניברסיטת רייכמן



תקציר

פרסום דוחות ESG אחידים ובנייה-שוואה הוא מגמה עולמית הולכת ומתעצמת, אשר מקבלת משנה תוקף בשנה האחרונה עם אימוצן של רגולציות דיוח ESG מקיפות באיחוד האירופי ובארצות הברית. במקביל, בזירה החוץ-רגולטורית, הושקו על ידי ה-IFRS Foundation תקני ISSB שצפויים להפוך בשנים הקרובות לסטנדרט דיוח ESG בין-לאומי מוביל. ההתפתחויות הדרמטיות האלה מרחיבות את הפער האיכותי בין דיווחי ה-ESG הקיימים כיום בישראל לבין הסטנדרט העולמי המתגבש. על רקע זה בוחן נייר העמדה את הצורך באסדרה של דיוח ESG בישראל, שתרומתו תתבטא בראש ובראשונה באספקת מידע חשוב למשקיעים לצורך קבלת החלטות השקעה מושכלות, תוך יצירת סטנדרטיזציה של המידע, ולצד זאת חיזוק האטרקטיביות של ישראל בזירת ההשקעות הגלובלית. גם במישור הערכי עשויה לנבוע מכך תועלת ציבורית לחברה הישראלית, שכן ניתן להניח שדיווח כזה יעודד הטמעה של נורמות התנהלות אחראיות יותר בקרב תאגידיים כלפי הסביבה והחברה. במסגרת הדיון, הנייר עוסק גם בהיקף ובמתכונת הדיווח הראויים לצורך שמירה על איזון בין התועלת לציבור לבין העלות לתאגידיים.

ויותר עם התגברות המודעות הציבורית לנושא ה-ESG והקשחת הרגולציה בתחום. נוסף על כך, מהלך כזה עשוי לספק דחיפה משמעותית לחיזוק מעמדה של ישראל בזירת ההשקעות הגלובלית, ויניב פירות בדמות שוק הון אטרקטיבי ומפותח יותר שעומד בשורה הראשונה עם המדינות המובילות בעולם, ובמקביל יתרום לשיפור ההשפעה של עסקים על הסביבה והחברה בישראל.

בנייר זה נבחן **בפרק א** את המגמות בתחום השקעות ESG בעולם ובישראל; **בפרק ב** נתאר את ההתפתחויות הרגולטוריות המרכזיות שחלו בארצות הברית ובאיחוד האירופי בתחום דיווח ה-ESG בשנה האחרונה; **בפרק ג** נסקור את תקינות דיווח ה-ESG המרכזיות בעולם ובפרט את תקני ה-ISSB; **בפרק ד** ננתח את מצב דיווחי ה-ESG בישראל כיום; ולבסוף, **בפרק הסיכום וההמלצות**, נציג את מסקנתנו באשר לצורך באסדרת דיווח ESG בישראל על בסיס כל אלה, ולדרך הראויה בעינינו לבצע אותה; **בנספח**, הנכלל בסופו של נייר עמדה זה, אנו כוללים סקירה מורחבת של המגמות בתחום השקעות ESG בעולם ובישראל.

פרק א: מגמות בתחום השקעות ESG בעולם ובישראל

בעשורים האחרונים עובר העולם העסקי תמורות מהותיות בתפיסת האחריות התאגידית, שאותה נהוג לתאר באמצעות המונח ESG הנחלק לשלושה תחומים – **סביבתי, חברתי וממשל תאגידי**:

התחום הסביבתי (E – Environment) כולל היבטים שונים דוגמת הפחתת פליטות פחמן, מעבר לאנרגיה ירוקה, שימוש אחראי במשאבי טבע, צמצום ומחזור פסולת ושימור מגוון ביולוגי; **התחום החברתי (S – Social)** מתמקד בנושאים כמו שמירה על זכויות אדם, הוגנות שכר ותנאי עבודה הולמים, בטיחות עובדים, יחסים עם קהילות מקומיות, שמירה על פרטיות, שוויון הזדמנויות וזכויות וגיוון כוח עבודה; **ממשל תאגידי (G – Governance)** עוסק במבנה ההנהלה וחלוקת סמכויות ראויה, איכות הבקורות, שמירה על כללי אתיקה, הגנה על בעלי מניות מיעוט, שקיפות, מניעת שחיתות ושחוד ועוד.

עם השנים הולכת וגוברת המודעות העולמית לחשיבות זכויות הפרט, לחוסר הסובלנות כלפי שחיתות והתנהלות תאגידית לא נאותה ולהסכמה לגבי הצורך הדחוף במיתון ההתחממות הגלובלית ובלימת הנזקים למערכות אקולוגיות. מאחר שכסף היה מאז ומעולם אחד המנועים העוצמתיים ביותר להנעת שינויים, התמורות בקוד המוסרי המקובל מתורגמות גם לתפיסה מעודכנת של תפקיד החברות העסקיות אשר יותר ויותר רואה בהן חלק מהמארג החברתי והסביבתי הגלובלי, ולכן, ככאלה, הן נושאות באחריות פעילה לכינון עולם מתוקן. בשונה מהקפיטליזם המסורתי שמציב את הרווח הכלכלי כחזות הכל, דור המילניום מנכיח יותר ויותר תפיסה שלפיה אין זה מן הראוי שחברות יגזרו לבעלי מניותיהן פרמיה שהושגה תוך פגיעה בכלל הציבור.

בשנים האחרונות אף הולכת ומתפשטת בקרב משקיעים וחברות, גם כאלה שלא שותפים לתפיסה שתוארה, ההבנה כי מוסר ESG גבוה והשאיפה להשאת רווחים אינם בהכרח תכליות סותרות אלא אף עשויות לעלות בקנה אחד זו עם זו, שכן סיכונים קיימות

מבוא

בשנים האחרונות צובר תחום השקעות ה-ESG בעולם מודעות ופופולריות הן מתוך תפיסה ערכית-אידיאולוגית, הן משיקולים עסקיים ופיננסיים. כפועל יוצא מכך מגלים משקיעים ובעלי עניין נוספים עניין הולך וגובר במידע על אופן ההתנהלות של חברות עסקיות בהיבטי ESG. לאחר עשור של "הצפה" במספר מסגרות דיווח ה-ESG בעולם (מעל 600 נכון למועד כתיבת שורות אלה), שהובילה לחוסר אחידות והישנות מקרי greenwash, המגמה נהפכת לטובת סטנדרטיזציה של דיווח ESG גלובלי ואחיד, כשהשנה האחרונה מסמנת מהפכה של ממש בתחום: בארצות הברית ובאיחוד האירופי אומצו רגולציות חדשות ומקיפות שמחילות חובת דיווח ESG על מספר עצום של תאגידים. במקביל לכך ולראשונה פרסם ה-IFRS Foundation, גוף האם של המוסד לתקינה חשבונאית בין-לאומית, את תקני ISSB לדיווח ESG אשר זוכים לתמיכה עולמית גורפת, לרבות על ידי ארגון הגג של רשויות ניירות ערך (ה-IOSCO), אשר צפויים להפוך בשנים הקרובות לסטנדרט דיווח ה-ESG המוביל בעולם.

בישראל נמצאים המודעות והשיח הציבורי לגבי ESG, וכן ההשקעות בתחום, בשלבי התפתחות ראשוניים ביחס למדינות המערב. אומנם ננקטו בשנים האחרונות על ידי הרגולטורים מספר צעדים לעידוד התחום, ובראשם ההוראה של רשות שוק ההון לגופים המוסדיים לפרסם מדיניות השקעות ESG פומבית, אך נדרשת עוד כבדת דרך משמעותית כדי לצמצם את הפער לעומת יתר מדינות העולם המערבי. כנגזרת מכך, גם דיווח ה-ESG בישראל הוא חלקי, לא אחיד ולוקה בחסר, ומספר החברות המדווחות כיום על הנושא עומד על עשרות בודדות בלבד.

על בסיס הניתוח בנייר עמדה זה, עמדתנו היא שבשלה העת למהלך אסדרה מקיף בישראל שיחיל חובת דיווח ESG בהתאם לסטנדרטים בין-לאומיים. כדי ליצור איזון ראוי בין העלות לתאגידים ובין התועלת לציבור מדיווח כזה, המלצתנו היא להחיל בשלב זה חובת דיווח רגולטורית כאמור על חברות שניירות הערך שלהן נסחרים בישראל, למעט תאגידים קטנים כהגדרתם **בתקנות ניירות ערך (דוחות תקופתיים ומידיים), התש"ל-1970**¹, בהתאם לתקני ISSB שמציעים מסגרת גילוי גלובלית מקיפה אך מאוזנת, ממוקדת במהותיות פיננסית ומסונכרנת עם דרישות הדיווח החשבונאי החלות על תאגידים מדווחים בישראל, ועם מסגרות דיווח ESG מובילות אחרות. בהמשך, ולאחר שייצברו ניסיון ומסקנות באשר להשפעות הדיווח ובכפוף לדיון ציבורי, ניתן יהיה לבחון הרחבה של הדרישה גם לחברות פרטיות גדולות וגופים נוספים.

אנו סבורים כי מהלך זה חיוני בראש ובראשונה עבור המשקיעים לצורך קבלת תמונה מלאה על המצב הכספי והרווחיות של החברות המדווחות, באופן שיאפשר להם לקבל החלטות השקעה מושכלות ויכולת להשוות את כדאיות ההשקעה שלהם בין חברות שונות. וזאת על רקע העובדה שכללי החשבונאות לא משקפים כיום בצורה מלאה את המשמעויות הפיננסיות האפשריות של התנהלות החברה מבחינת אחריות תאגידית; משמעויות שהופכות למהותיות יותר

1 (א) חברה שהנפיקה מניות לציבור, שווי השוק שלה בבורסה נמוך מ-300 מיליון ₪ והיא לא נכללת באחד ממדדי המניות המובילים של הבורסה; (ב) חברה שהנפיקה אג"ח לציבור, שווי השוק של האג"ח שבמחזור נמוך מ-200 מיליון ₪; (ג) תאגיד מדווח שניירות הערך שלו אינם נסחרים בבורסה.

בניסיון לשקלל את מכלול הפרמטרים הרלוונטיים על מנת לספק תמונה מלאה ומורכבת ככל הניתן.⁴ החברות מצידן מבינות שדירוג ESG הוא יתרון משמעותי בתחרות על המשקיעים, וכך, לדוגמה, כמעט לכל החברות במדד S&P 500 יש כיום דירוג ESG (לעומת כ-20% בלבד בשנת 2013).

הביקוש הגדל להשקעות ESG מוליד היצע של מוצרי השקעה שהולך וגדל גם הוא. כיום עומד לרשות משקיע המעוניין שכספו ישרת מטרת אחראיות מגוון רחב מאוד של אפשרויות שכוללות אג"ח ירוקות (שהכסף המגויס באמצעותן משמש לפיתוח מטרת אחראיות), מניות של חברות עם דירוג ESG גבוה או של חברות מתעשיות ירוקות, מדדים וקרנות מכווני ESG ועוד.

כל זאת מוכיח כי לא מדובר ב"באזורד" (Buzzword), בטרנד חולף או בתופעת שוליים, אלא במגמה בתקיימא שרק הולכת ומתפשטת בזירה הגלובלית, וניתן להניח שככל שדור המילניום והדורות הבאים אחריו יתפסו את מקומם בתפקידי מפתח, היא רק תלך ותתעצם שכן ערכי היסוד שמנחים אותם מתכתבים ככלל בצורה משמעותית יותר עם קיימות ואקולוגיה, ועם צדק חברתי והתנהלות אתית בהשוואה לדורות הקודמים.⁵

נכון להיום, אירופה מובילה באופן משמעותי את מגמת ה-ESG. לפי הערכות של [בלומברג](#), היא מחזיקה בכ-45% מנתח שוק השקעות ה-ESG העולמי, וצפויה להמשיך להובילו גם בשנים הקרובות. בארצות הברית, שמחזיקה גם היא בנתח ניכר מהתחום, מתנהל פולמוס כבד סביב הנושא בין הרפובליקנים שטוענים כי מדובר באג'נדה דמוקרטית שפוגעת בצורה לא לגיטימית באינטרסים פיננסיים, ובין הדמוקרטים שמאשימים את הרפובליקנים בכך שהם פוגעים בכלל הציבור בגלל אינטרסים כלכליים צרים. כשמספר מדינות רפובליקניות איימו למשוך 3 מיליארד דולר מבית ההשקעות בלאקרוק בשל הטיית כספים להשקעות ESG, מייד הוזרמו לתוכו 4.7 מיליארד דולר ממדינות דמוקרטיות. האנקדוטה הזו מסכמת אולי טוב יותר מכל הסבר כיצד גם מי שמטיל ספק בקשר בין השקעות ESG ותשואה, או שסבור שמדובר בנסיון לתקינות פוליטית ותו לא, ייאלץ להפנים שהמגמה הגלובלית המתחזקת של העדפת חברות בעלות דירוג ESG גבוה קובעת עובדות בשטח, ומייצרת "רגולציות שוק" שמקנה בפועל יתרון להשקעות מסוג זה.

בישראל נמצא תחום ה-ESG עדיין בתחילת דרכו ביחס למדינות המערב המובילות, ובפרט בהיבט הסביבתי, כפי שבא לידי ביטוי בתיעודף נמוך של הנושא בסדר היום הציבורי, ברגולציה "רכה" ולוקה בחסר, בחוסר בידע מקצועי מספק ועוד. כך, למשל, ישראל הייתה אחת המדינות היחידות שלא הגיעה עם תוכנית מגובשת ומאושרת להפחתת פליטות פחמן לוועידת COP21 שבה הוכרז [הסכם פריז \(2015\)](#).⁶ בשנת 2016 ישראל אישרה את הצטרפותה להסכם, אך בפועל רק באפריל 2024 אושרה בקריאה ראשונה [הצעת חוק אקלים בישראל](#), וגם עליה נטען כי היא קובעת יעדי הפחתת פליטות נמוכים משמעותית מאלה שלקחו על עצמן רוב המדינות המובילות, ואף מאפשרת נסיגה ניכרת מהם. כמו כן, ישראל היא מהאחרונות

חושפים את החברות גם לסיכונים פיננסיים לכל דבר ועניין. הראשונים להבין את פוטנציאל הנזק הם גופים שמשיקיעים לטווח ארוך – כמו קרנות הפנסיה – שניהול הסיכונים שלהם מושפע גם מאסונות אקולוגיים עתידיים אפשריים (דוגמת מזג אוויר קיצוני וסיכונים סביבתיים נוספים שמדורגים בעשרת המקומות הראשונים מבחינת סיכוייהם להתרחש, World Economic Forum, 2024). אך גם בטווח הקצרבינוני עשויה התנהלות ESG לקויה לחשוף את החברות מבחינה פיננסית בשל פגיעה אפשרית במוניטין, תביעות, קנסות, עלויות שיקום נזקים, פגיעה בפעילות בעקבות רגולציה חדשה וכד'.

אף שלא קיימת הסכמה מוחלטת בספרות האקדמית ובשוק ההון באשר לקיומו של קשר חיובי בין השקעות ESG לבין גובה התשואה, רוב המחקרים מצביעים לכיוון זה, ולכל הפחות מראים כי להשקעות אלה עמידות גבוהה יותר למשברים ועל כן הן בעלות סיכון מופחת.² יתרה מזאת, סקרים רבים שנערכו מראים שבפועל יותר ויותר משקיעים, ובכלל זה גם קרנות ההשקעה הגדולות בעולם, מביאים בחשבון שיקולי ESG, כשמרכיב ה-E הוא הדומיננטי ביותר ואחריו ה-G וה-S. התחזיות צופות גידול מואץ בנתח השקעות ה-ESG העולמי מסך של כ-30 טריליון דולר בשנת 2022 להיקף חזוי של כ-40 טריליון דולר עד לשנת 2030, כלומר למעלה מרבע מהסך החזוי של נכסים מנוהלים בעולם.³ כך שגם מי שמטיל ספק בקשר שבין השקעות ESG לבין ביצועים, לא יוכל להתעלם מכך שהסנטימנט בשוק כשלעצמו מייצר להן יתרון.

השקעה אחראית יכולה לבוא לידי ביטוי במעורבות אקטיבית של בעלי מניות לשיפור רמת ה-ESG בחברה, או כשיקול בעצם ההחלטה אם להשקיע, באופנים הבאים:

סינון שלילי: הסטת כספים מהשקעות ב"חברות חטא" שפעילותן ו/או אופן התנהלותן פוגעים בערכי ESG, דוגמת חברות מתעשיית הטבק, הנשק, הדלקים הפוסיליים, ההימורים וכד', או חברות שמנצלות עובדים, פוגעות בקהילות מקומיות, מבצעות ניסויים בבעלי חיים, מזהמות סביבתית, בעלות ממשל תאגידי ירוד וכד'.

סינון חיובי: הסטת כספים לחברות שפעילותן ו/או אופן התנהלותן מקדמים ערכי ESG, כלומר השקעות אימפקט, דוגמת חברות שעוסקות באנרגיות מתחדשות, בנייה ירוקה, בחקלאות אורגנית, במיחזור פסולת ומים, בטכנולוגיות ותרופות מצילות חיים, בתחבורה ציבורית/חשמלית וכד', או חברות שמקפידות על שוויון בייצוג ובשכר בכל הדרגים, על תרומה לקהילה, על ממשל תאגידי נאות וכד'.

מובן שהחלוקה אינה דיכוטומית בהכרח, ועשויות להיות חברות עם תחום פעילות "בעייתי" בהיבט הסביבתי למשל, אך עם רמה גבוהה של התנהלות חברתית וממשל תאגידי, או אף מקרים מורכבים יותר כמו חברה שביד אחת פועלת בתחום מזהם מאוד וביד האחרת תורמת לארגונים שמשקמים נזקי סביבה. לשם כך, ישנם גופים רבים ומובילים בעולם שמספקים "דירוג ESG" לחברות

2 על הקשר בין ביצועי ESG לבין תשואות ראו בנספח לנייר זה.

3 על המגמות בתחום השקעות ESG בעולם ראו בנספח לנייר זה.

4 ובהם Morningstar, MSCI, (שרכשה את S&P, Sustainability), Bloomberg, FTSE Russell, Refinitiv, ESG ISS, (שרכשה את RobecoSAM), Moody's (שרכשה את Vigeo Eiris) ועוד.

5 על הבדלי הדורות בגישה ל-ESG ראו בנספח לנייר זה.

6 אמנה בין-לאומית מחייבת שהוכרזה בוועידת האקלים השנתית של האו"ם בשנת 2015, ודורשת מהמדינות שחתמו עליה לקבוע יעדים להפחתת הפליטה של גזי חממה, במטרה להגביל את ההתחממות הגלובלית ללא יותר מ-2 מעלות צלזיוס בהשוואה לעידן שטרם המהפכה התעשייתית (מאז עודכן ל-1.5 מעלות). עד כה חתמו על ההסכם כ-200 מדינות.

שיינתן לציון ESG בקבלת ההחלטות אד הוק. מהצד האחר, ככל שלגישת המוסדי ציון ESG גבוה מנבא ככלל ביצועים פיננסיים טובים יותר, ולכל הפחות סיכון מופחת, הוא ינקוט מדיניות פרו ESG מובהקת יותר. בולטת לחיוב במיוחד היא חברת מגדל, שציינה במדיניותה כי ["קיימת הערכה כללית כי השקעה בחברות הפועלות לקידום פעילות ESG סדורה תניב תשואה גבוהה יותר"](#), ובהמשך לכך התחייבה להפנות כ־10 מיליארד ₪ (מעבר למיליארדים שכבר הושקעו) להשקעות Net Positive עד לשנת 2030,⁸ במקביל לצאת הדרגתית מהשקעות שאינן תואמות את המדיניות בקצב של לפחות 10% בשנה, וכן להימנע מהשקעות חדשות בייצור דלקים פוסיליים ולסיים את הסטת הכספים מההשקעות הקיימות עד לסוף שנת 2045. אומנם ביחס לסך הנכסים שמנהלת מגדל, [אשר עומד על מעל 400 מיליארד ₪ נכון לסוף 2023](#), מדובר בהיקפים נמוכים בהשוואה למגמה העולמית, ועדיין היא ראויה לציון בנוף הישראלי.

בהתאם לסקר שערכה IFIE במרץ 2023 בקרב הגופים המוסדיים בישראל (צור ואח', 2023), רובם נמצאים בשלב יחסית ראשוני של הטמעת שיקולי ESG בתהליכי העבודה הפנימיים וגיבוש פרקטיקות סדורות, אך הם משקיעים בכך מאמצים ומשאבים לא מעטים, כולל קבלת ייעוץ חיצוני, הכשרות, רכישת מערכות מידע ועוד, כך שנראה שקיימת תשתית טובה להתפתחות התחום. בהינתן שהאתגרים המרכזיים הם היעדר חובת דיווח ESG על החברות וחוסר בהירות ביחס לדרישות הרגולציה כלפי המוסדיים בנושא. נוסף על כך, מהמחקר של גורן וצבירן (2023), שאף שמתואר [בנספח לנייר זה](#), עולה כי הביקוש בקרב המשקיעים בישראל למוצרי ESG נמוך, המודעות לתחום אינה מפותחת, ואפילו משקיעים מתוחכמים יותר, שאפשר היה לצפות שייטו לכיוון הזה, עדיין פועלים על פי עקרונות מקסום הרווח ולא מטים השקעות למסלולי ESG.

התפתחויות נוספות שחלו בישראל בשנים האחרונות בנושא השקעות ESG וראוי להזכיר בהקשר זה: בשנת 2021 השיקה הבורסה [שני מדדים סביבתיים חדשים](#), לראשונה מאז השקת מדד מעלה הוותיק בשנת 2006 – מדד ת"אקלינטק שכולל את כל המניות בתת-הענפים קלינטק ואנרגיה מתחדשת (אשר משרת אסטרטגיה של סינון חיובי, כלומר השקעות אימפקט); ומדד ת"א-125 אקלים נקי שמחריג ממניות מדד ת"א-125 מניות של תאגידים פוסיליים (אשר משרת אסטרטגיה של סינון שלילי).

בדומה לחוזר של רשות שוק ההון, בדצמבר 2022 פרסמה גם רשות ניירות ערך גרסה סופית של הוראה למנהלי קרנות ובעלי רישיון גדולים לבצע בחינה ולימוד של הנושא ולהחליט מהי מדיניותם, תוך הבהרה שהם רשאים להגיע למסקנה שאין מקום לשלב שיקולי ESG בתהליכי העבודה שלהם, אך בכל מקרה עליהם לשקף אותה למשקיעים (רשות ניירות ערך, 2022); בינואר 2022 [השיקה רשות החדשנות מדד ESG](#) שיוטמע בטופסי הבקשה למימון חברות סטארט אפ. בשלב ראשון המטרה היא לאסוף נתונים שעל בסיסם יוגדרו בהמשך קריטריונים שייכנסו למאזן השיקולים לקבלת מימון.

נוסף על כך, נראה כי רשות החדשנות מפנימה את הפוטנציאל של ישראל למצב את עצמה [כמובילה בתחום האקליסטק](#) בעולם, והיא מקדישה בשנים האחרונות תקציבים ייעודיים לא מעטים

שבמדינות ה-OECD (למעט טורקיה) להחיל [מס פחמן](#), אשר ייכנס לתוקף באופן מדורג רק בתחילת 2025, כשאף הוא לא חף מביקורת. גם דו"חות מבקר המדינה מותחים ביקורת לא מוסווית על התנהלות הממשלה בטיפול בנושא האקלים ומציגים תמונת מצב עגומה למדי (משרד מבקר המדינה ונציב תלונות הציבור, 2024). ה-OECD (2023) מדרג את ישראל באופן עקבי בצורה נמוכה ובלתי מספקת כמעט בכל פרמטר סביבתי, וכן מציין אותה בין המדינות עם רמת החינוך הנמוכה ביותר למודעות לאקלים בקרב הדור הצעיר (Borgonovi et al., 2022). בהתאמה, גם השקעות ה-ESG בישראל הן בהיקף נמוך משמעותית ביחס לשאר העולם המערבי.⁷

הפער בין ישראל למדינות המובילות יכול להיות מוסבר על ידי מספר גורמים: **בפן הפרקטי**, ישראל היא כלכלה קטנה יחסית ומנותקת גאוגרפית מיתר מדינות המערב, כך שמגמות גלובליות מחלחלות אליה בקצב איטי יותר. כמו כן, השוק המקומי נוטה להיות ריכוזי ומושפע ממספר קטן של גופים עסקיים גדולים שלא בהכרח מחזיקים באינטרס לקדם את הנושא; **בפן הסוציולוגי**, התרבות בישראל נוטה להיות ממוקדת יותר בטווח קצר ("זבנג וגמרנו"), הן ברמת המקרו לנוכח העובדה שמדובר במדינה צעירה בשלבי בנייה של היסודות שבנוסף מתמודדת עם אתגרים הישרדותיים שנתפסים כאקוטיים ודחופים הרבה יותר מאשר סוגיות סביבתיות וחברתיות שלרוב באות לידי ביטוי בטווח הארוך, והן ברמת המגזר העסקי שמקדש ערכים של "יזמות אקזיט". נוסף על כך, תחום ה-ESG נתפס לרוב כמזוהה יותר עם הצד הליברלי של המפה הפוליטית בישראל, אשר בשנים האחרונות לרוב לא היה חלק מהקואליציה וכתוצאה מכך גם מהנהגת המדינה.

עם זאת, בשנים האחרונות ניכרת התעוררות מסוימת הן מצד השוק, הן מצד הרגולטורים בישראל לצמצום הפערים מול העולם. הצעד המשמעותי ביותר הוא חוזר שפרסמה רשות שוק ההון, ביטוח וחיסכון (2022), שלפיו הגופים המוסדיים – שמנהלים מעל ל־2 טריליון ₪ מתוך כ־5 טריליון ₪ נכסים מנוהלים בישראל – נדרשים לפרסם החל מיולי 2022 מדיניות פרטנית ביחס להיבטי ESG אשר רלוונטיים לביצועי תיק ההשקעות ועשויים להשפיע עליהם באופן מהותי. החוזר אף דורש מוועדת ההשקעות לפתח מומחיות עצמאית בתחום ה-ESG, או לחלופין להתקשר עם נותני שירות חיצוניים בתחום. בעקבות זאת פרסמו הגופים המוסדיים מסמכי מדיניות שנעים על סקאלה רחבה שבין הגדרה פרטנית ואף מדידה של מדיניות ESG – בעיקר גופים שנרתמו לנושא עוד טרם פרסום החוזר – ועד למסמכי מדיניות כלליים שקובעים בלקוניות כי היבטי ESG עשויים לבוא בחשבון כחלק ממכלול של שיקולי השקעה והערכת סיכונים.

ניתן לשער כי הוורסטיליות ברמת הפירוט והמסוימות של המדיניות שהוזכרה קודם קשורה לחובת הנאמנות החלה על הגופים המוסדיים כלפי החוסכים, ועל פניו מחייבת אותם לפעול להשאת רווחיהם מעל לכל (פורום שווי הוגן, 2020). אם כן, ככל שמדובר במוסדי הנוטה לגישה ספקנית בנוגע למידת הקורלטיביות בין ESG לביצועים ותשואות והאפשרות למדוד אותה בצורה מהימנה, או שטרם גיבש עמדה בנושא, הוא יימנע ממתן הצהרות והתחייבויות גורפות, ויותר שיקול דעת רחב למנהל ההשקעות לגבי המשקל

7 להרחבה בנושא היקף השקעות ESG בישראל ראו בנספח לנייר זה.

8 בהתאם להגדרה במדיניות מגדל, מדובר בהשקעות שלא רק שנמנעות מפגיעה בסביבה או בחברה, אלא אף תורמות לשינוי חיובי, ועומדות כמובן בסטנדרטים הרגילים של תשואה מותאמת סיכון.

ומהווה קרקע פורה למידע שמהימנותו מוטלת בספק ול-greenwash¹⁰. כך, למשל, בסקר של (2023) BNP Paribas בקרב 420 משקיעים מוסדיים בעולם המנהלים נכסים בהיקף של 51 טריליון דולר, 71% ציינו כי איכות הדיווחים היא החסם המשמעותי ביותר לביצוע השקעות ESG, וכי הם נתקלים תכופות במידע לא עקבי ולא שלם.

יתרה מזאת, בשל העובדה שהחשבונאות אינה נותנת ביטוי מלא להשפעות של ESG, עלול להיווצר עיוות בהשוואה בין חברות, וייתכן כי ביצועיה של חברה המציגה לכאורה רווחים גבוהים יותר מחברה אחרת, דווקא טובים פחות בפועל לנוכח חולשה בהיבטי ESG. הדברים מקבלים משנה-תוקף על רקע הסנטימנט השלילי הגובר בקרב צרכנים כלפי חברות חסרות אחריות תאגידית ומגמת הידוק החקיקה נגדן – שניתן לשער כי עם חלוף הזמן ישפיעו בצורה מהותית יותר ויותר, כולל מבחינה פיננסית, על חברות שלא יבצעו את ההתאמות הנדרשות בפעילותן ואופן התנהלותן. כך, לדוגמה, הפחתת פליטות וקיצוץ פליטות כרוכות בעלויות משמעותיות. לצורך הפחתת הפליטות עשוי התאגיד להידרש לרכוש נכסים ירוקים, להוציא משימוש נכסים מזהמים, לשנות תהליכי ייצור (לעיתים לתהליכי ייצור יקרים יותר), להפסיק לייצר מוצרים מסוימים וכו', ואילו לצורך קיצוץ פליטות על ידי רכישה של ושימוש בזיכויי פחמן יידרשו אותם תאגידים לשאת במשאבים כלכליים על מנת לרכוש את זיכויי הפחמן.

תנאי הכרחי להכרה בעלויות האלה בדו"חות הכספיים על פי כללי החשבונאות הוא קיומה של מחויבות (משפטית או משתמעת) בהווה שנובעת מאירוע שקרה בעבר. על כן, ככל שמדובר במחויבות שאינה קשיחה או שקשורה לפעילות מזהמת שטרם קרתה, רבות מהעלויות האלה לא יקבלו ביטוי בדו"חות הכספיים של אותה חברה מזהמת לפי כללי החשבונאות, גם אם ברור שהחברה תישא בהן. התוצאה היא שהדו"חות הכספיים של חברה כזו משקפים תמונת מצב לא מייצגת לגבי העתיד, ונדרש גילוי משלים שיאפשר למשקיע לבצע את ההתאמות הנדרשות לרווח החשבונאי הנוכחי כך שהתחזית לעתיד תשקף גם השפעות ESG.

לאור כל זאת, רגולטורים ברחבי העולם נוקטים צעדים למיסוד וסטנדרטיזציה של חובות דיווח ESG, כאשר על פי נתוני Worldfavor (2024), חל גידול של 155% במספר רגולציות דיווח ה-ESG בעולם בעשור האחרון, ומאז 2011 פורסמו לא פחות מ-1,255 הוראות דיווח ESG.

ברחבי העולם ישנן לא מעט מדינות שכבר החילו או פועלות להחיל בקרוב רגולציית דיווח ESG, אך בפרק זה נתמקד באיחוד האירופי ובארצות הברית, שהן שתי הטריטוריות הגדולות המובילות את התחום בעולם, ולכן גם המשפיעות ביותר על הזירה הגלובלית, וחלה בהן מהפכה של ממש בתחום דיווח ה-ESG בשנה האחרונה.

1. האיחוד האירופי

בתחילת שנת 2024 נכנסה לתוקפה באיחוד האירופי דירקטיבת דיווח ESG מקיפה [CSRD \(Corporate Sustainability Reporting Directive\)](#) – בתחילת שנת

לתמיכה ביוזמות שמקדמות חדשנות בתחום האקלימטי, לרבות הקמת חממות, תמיכה במו"פ ובפילוטרים, הכשרות עובדים ועוד. התמיכה הממשלתית שהועברה מרשות החדשנות ליוזמות אקלים-טק בשנת 2022 הסתכמה בכ-71 מיליון דולר, אשר מהווים 16% מהתקציב השנתי של הרשות (בין, זונברג ומואיז, 2023); 14 סנט מכל דולר שהושקע בהייטק בישראל ב-2022 הגיע לתחום האקלים-טק, ומדי שנה אחת מכל שש חברות סטארט אפ שממוקמות בישראל היא חברת אקלים-טק. נתונים אלה משקפים גידול משמעותי ועקבי על פני השנים.

כמו כן, בשנת 2020 השיקה אנטרופי בשיתוף אינדקס דירוג ESG לחברות ציבוריות שעל בסיסו הושק "אינדקס ESG 100 אנטרופי"; בתחילת 2022 הושקה בבורסה מערכת [GreenEye Data](#) שמספקת לגופים הפיננסיים בישראל [דירוג ESG](#) לחברות הנסחרות בה; ב-2023 פורסם לראשונה [דירוג ESG של Dun's 100](#); בינואר 2023 הנפיקה מדינת ישראל לראשונה [אג"ח ירוקות](#) בהיקף של 2 מיליארד דולר, המיועדים להשקעה בפרויקטים ממשלתיים שתומכים ביעדים הסביבתיים של ישראל בקשר עם משבר האקלים, ובכך הצטרפה ל-24 מדינות בעולם שביצעו מהלך דומה. בהנפקה התקבלו ביקושים בין-לאומיים הגבוהים פי שישה מהסכום המבוקש; במקביל ביצע גם [בנק לאומי](#) הנפקת אג"ח ירוקות בהיקף של כחצי מיליארד דולר, וזאת לאחר [שבנק הפועלים](#) הנפיק אג"ח COCO ירוקות עוד בשנת 2021. גם שתי ההנפקות האלה זכו לביקושייתר משמעותיים.

ביוני 2023 פרסם המפקח על הבנקים הוראה בנוגע לניהול סיכונים פיננסיים הנובעים מהשפעות משבר האקלים שתיכנס לתוקף בשנת 2025, ומתבססת על מסמך BCBS שפרסמה ועדת באזל שנה קודם לכן, במטרה כפולה: (1) לחזק את היציבות הפיננסית של המערכת הבנקאית בהתמודדות עם סיכוני האקלים; (2) לקדם מטרות סביבתיות-חברתיות של התמודדות עם משבר האקלים, מתוך תפיסה שהמערכת הבנקאית היא חלק אינטגרלי מהמרקם הכלכלי-חברתי בישראל, ועליה לסייע במדיניות הממשלתית להפחתת פליטות גזי חממה הנגזרת מהסכס פריז ובמימון הפיתוח של טכנולוגיות ירוקות. מספר בנקים כבר החלו ביישום מוקדם וולונטרי של ההוראה (בנק ישראל, הפיקוח על הבנקים, 2024).

פרק ב: התפתחויות רגולטוריות בנושא דיווח ESG בעולם

ההתפתחות המואצת של תחום השקעות ה-ESG בעולם מגבירה את הצורך במתן מידע מקיף ומהימן בנוגע להיבטי ESG של החברות. מחד גיסא, על פי נתוני IFAC & AICPA (2024), 98% מהחברות הגדולות בעולם מדווחות כיום על היבטי קיימות ברמה כזו או אחרת. מאידך גיסא, חלקן מפרסמות את המידע בדו"ח נפרד וחלקן בחלק מתוך הדו"חות השנתיים, בחלקן ניתן אימות של גורם חיצוני בלתי תלוי לנתונים ובחלקן לא, וכן היקפי המידע ותקינות הדיווח מגוונים ושונים. למותר לציין כי בקרב חברות קטנות יותר היקפי דיווח ה-ESG נמוכים משמעותית. מצב דברים זה עשוי להערים קושי משמעותי בפני משקיעים שכן הוא פוגע בהשוואתיות בין חברות,

9 המחקר כלל כ-1,400 חברות מהעולם, 100 מכל אחת ממש הטריטוריות הגדולות ו-50 מכל אחת מ-16 טריטוריות נוספות.
10 תיוג מטעה של חברות או מוצרים כ"ירוקים" וידידותיים לסביבה במטרה להשיג תדמית חיובית, ללא בסיס מספק במציאות או אף מתוך כוונה לחפות על פעילויות הפוגעות באיכות הסביבה.

האיחוד האירופי, שנכנסה לתוקף ביולי 2020 במטרה ליצור שפה משותפת והגדרה אחידה למה ייחשב בר־קיימא, והיא מתממקשת עם רגולציות אחרות, כמו CSRD ו־SFDR כאמור, עם [EU Green Bond Standard](#)¹¹, ועוד. בדרך זו היא ממלאת תפקיד חשוב בסיוע לאיחוד האירופי להגדיל השקעות בנות־קיימא על ידי יצירת ביטחון למשקיעים, מניעת greenwash, מתן בהירות לחברות לגבי הסטנדרטים המצופים מהן וצמצום חוסר האחידות בשווקים. לסיכום, הצעדים הרגולטוריים שנקטו באיחוד האירופי עומדים להוות קפיצת מדרגה משמעותית, ולהרכיב יחד מערכת דיווח ESG מפותחת ומקיפה שמכסה את השחקנים העיקריים בשוק, הן בצד הביקוש, הן בצד ההיצע, ולהחיל על עשרות אלפי תאגידים באירופה ואף מחוצה לה, לראשונה, חובות דיווח ESG משמעותיות.

2. ארצות הברית

[SEC's Climate-Related Disclosures – SEC](#), רשות ניירות ערך של ארצות הברית, הודיעה במרץ 2024 על אימוץ סופי של כללים פדרליים מחייבים בנוגע לדיווח על השפעות האקלים. טיוטת החוק עוררה דיון ציבורי נרחב במשך שנתיים, כשאליה הגיבו מעל 24,000 תגובות – הכמות הגבוהה ביותר מאז ומעולם. על אף ריכוך הדרישות לעומת הטיוטה המקורית, עדיין מדובר בקפיצת מדרגה משמעותית בהתייחסות הרגולטורית בארצות הברית למשבר האקלים. [כללי הדיווח](#) יחולו על חברות ציבוריות בארצות הברית שכפופות לפיקוח של ה־SEC, גם אם הן לא התאגדו בארצות הברית או לא פועלות בה, והם ייכנסו לתוקף בצורה הדרגתית החל מהדו"חות לשנת 2025 ועד לשנת 2028, הן מבחינת סוגי החברות שנדרשות בדיווח, הן מבחינת היקף המידע.¹² חלק מהגילוי נדרש להינתן במסגרת הביאורים לדו"חות הכספיים, בכפוף לביקורת רו"ח ולבקרה הפנימית על דיווח כספי, כמו השפעות פיננסיות של אירועי אקלים על התוצאות בפועל, על הנחות ואומדנים, וכן קיזוזי פחמן ו־REC (Renewable Energy Credit), וחלקו נדרש גם מחוץ למסגרת הדו"חות הכספיים, כמו פליטות גזי חממה, ניהול סיכוני אקלים ופיקוח עליהם, השפעת סיכוני אקלים על האסטרטגיה והמודל העסקי, תוכניות ויעדים בקשר עם אקלים ועוד. המידע מחוץ לדו"חות הכספיים יהיה כפוף לבקורות ההנהלה, כאשר הגילוי על פליטות גזי חממה קונקרטיים נדרש גם לאימות חיצוני.

ברמה המדינתית – קליפורניה הייתה המדינה הראשונה לאמץ לאחרונה מערכת חקיקה מקיפה, המחייבת בעיקר תאגידים גדולים בעלי פעילות עסקית במדינה (ללא תלות אם מדובר בחברה ציבורית או פרטית) [בדיווח אקלים](#) הכולל גילויים על פליטת גזי חממה scope 1+2+3, קיזוזי פחמן, סיכונים פיננסיים הקשורים לאקלים ואסטרטגיית ההתמודדות עםם בהתבסס על ה־TCFD ועוד. המידע על הפליטות יימסר ל־California Air Resources Board (CARB) או לארגון ללא מטרת רווח שפועל בנושא הפליטות והוגדר על ידי ה־CARB, בעוד הגילוי על הסיכונים הפיננסיים נדרש להתפרסם פומבית באתר האינטרנט של החברה. הוראות החוק יכנסו לתוקף

שמחליפה ומרחיבה את דירקטיבת NFRD שקדמה לה, במטרה לקדם שקיפות כלפי משקיעים, אנליסטים, צרכנים ובעלי עניין אחרים. תחולת הדירקטיבה תהיה הדרגתית, עד שבשנת 2028 היא תחייב את כל התאגידים הגדולים באיחוד האירופי, בין אם הם רשומים למסחר ובין אם לאו, את כל התאגידים הנסחרים למעט תאגידי מיקרו, וכן את התאגידים הזרים שפועלים באיחוד האירופי באמצעות סניפים או חברות בנות ומפיקים בו הכנסות משמעותיות. לפי הערכות האיחוד, מדובר בלא פחות מ־50,000 תאגידים, עם מחזור כולל של מעל ל־20 טריליון אירו.

הדירקטיבה מבוססת על עיקרון המהותיות הכפולה (Double Materiality) שנבחנת במקביל משתי נקודות־מבט: הן מצד השפעות פעילות התאגיד על הסביבה, הן מצד ההשפעות הפיננסיות של הסביבה על פעילות התאגיד. הגילוי הנדרש מכוחה הוא בהתאם לתקני ESRS של ה־EFRAG שכוללים דרישות גילוי כלליות החלות על כל התאגידים תחת ה־CSRD, וכן דרישות ספציפיות לכל אחד מהיבטי ESG (סביבתי, חברתי, ממשל תאגידי) שחלות בכפוף למהותיות. ה־CSRD מחייב פרסום פומבי של דו"ח הקיימות כחלק מדו"ח ההנהלה שנכלל בדו"חות הכספיים, וכן חוות דעת של מבקר בלתי תלוי לצורך אימות, דיוק ושלימות המידע, והוא אף דורש ממדינות האיחוד האירופי לקבוע מנגנוני חקירה ואכיפה במקרים של אי־ציות. הדירקטיבה תיושם לראשונה בדו"חות של שנת 2024 שיפורסמו ב־2025, ונראה שהיא עומדת ליצור "יישור קו" משמעותי בדיווחי ESG באירופה. כך, לפי סקר שערכה (2024) Workiva בקרב 500 בכירים בתפקידי דיווח בחברות אירופיות, 59% מקרב החברות המשיבות שהדירקטיבה לא חלה עליהן (כגון חברות מבריטניה) השיבו שהן מתכוונות ליישם אותה וולונטרית.

[SFDR \(Sustainable Finance Disclosure Regulation\)](#) – רגולציה שנכנסה לתוקף במרץ 2021 ומחייבת יועצים וגופים פיננסיים (בנקים ומוסדות אשראי, חברות ביטוח ופנסיה, קרנות השקעה וכד') שפועלים באיחוד האירופי לדווח הן ברמת התאגיד, הן ברמת מוצרי ההשקעה, האם וכיצד הם מביאים בחשבון שיקולי קיימות, במטרה לאפשר למשקיעים לקבל החלטות השקעה מושכלות יותר כדי לתמוך ביעדי האיחוד האירופי לגבי אקלים וקיימות, ולהילחם בתופעת ה־greenwash. ה־SFDR דורש להבחין בין מוצרים שממוקדים ביעדי השקעה בני־קיימא ספציפיים שיתויגו כ־dark green, בין מוצרים פיננסיים שרק מקדמים מאפיינים סביבתיים או חברתיים ויתויגו כ־light green, ובין מוצרים שיתויגו כלא־בני־קיימא, וזאת בהתאם לסיווג על פי הטקסונומיה האירופית (להלן). השפעות הרגולציה הן מחד גיסא, קיטון במספר מוצרי ההשקעה ששווגו כירוקים ללא הצדקה טרם כניסתה לתוקף, ומאידך גיסא, תיוג לראשונה של מוצרי השקעה כירוקים כדי למשוך משקיעים. בשורה התחתונה העריכה PwC כי הנכסים במוצרי השקעה בני־קיימא באירופה יזנקו ביותר מפי שלושה בעקבות הרגולציה (Janson et al., 2023).

[EU Taxonomy](#) – הטקסונומיה היא מערכת סיווג המגדירה קריטריונים לפעילויות כלכליות המתואמות עם מסלול net-zero למיגור פליטות הפחמן עד 2050 ויעדים סביבתיים רחבים של

11 תקן וולונטרי שפורסם על ידי האיחוד האירופי בנובמבר 2023 במטרה לסייע בפיתוח שוק האג"ח הירוקות. יישום התקן יאפשר למפיקים להוכיח שהם מממנים פרויקטים ירוקים לגיטימיים המתואמים לטקסונומיה של האיחוד האירופי, ולקבל "תו תקן" שצפוי להיות מבוקש בתחום השקעות ה־ESG.
12 עם זאת, נציין כי נגד החקיקה תלויות ועומדות עתירות שנכונות בבתי המשפט בארצות הברית, ויכול שהן יגרמו לדחיית המועדים האמורים.

ביותר לביצועים פיננסיים עבור 77 תעשיות, ומסגרת הדיווח המשולבת של IIRC מסייעת לחברות להנגיש מידע מהותי על האסטרטגיה, הממשל, הביצועים והסיכויים של הארגון באופן המשקף את ההקשר המסחרי, החברתי והסביבתי שבתוכו הוא פועל. עם הקמת ה-ISSB יצאו הגופים בהודעה משותפת שלפיה ה-VRF יתמזג לתוך ה-ISSB. המיזוג הושלם בחודש אוגוסט 2022 וכתוצאה ממנו VRF חדל להתקיים כגוף עצמאי.

[CDSB \(The Climate Disclosure Standards Board\)](#) – קבוצה בין-לאומית של ארגונים עסקיים וסביבתיים שאינם ממשלתיים, שחרטה על דגלה כמטרה למצב את גילויי ה-ESG באותה רמת חשיבות שבה הגילוי הפיננסי נתפס במיינסטרים העסקי הבין-לאומי, ואף פרסמה סט גילוי בנושא. גילויי ה-CDSB שימשו בסיס לגיבוש תקני ISSB והוא התאחד לתוכו בחודש ינואר 2021.

[TCFD \(Task Force on Climate-Related Financial Disclosures\)](#) – גוף בין-לאומי שנוסד בשנת 2015 על ידי מועצת היציבות הפיננסית (FSB)¹⁴ של מדינות ה-G20, ופרסם בשנת 2017 מסגרת דיווח הממוקדת ספציפית בסיכונים פיננסיים הקשורים לאקלים, בשונה מתקני ESG כלליים יותר. ל-TCFD נציגויות בכל המדינות החברות ב-FSB והוא זכה לתמיכה נרחבת מצד חברות, ממשלות וארגונים בין-לאומיים. כדי לא להוסיף נטל דיווח נוסף על חברות, המלצות ה-TCFD מופו מול מסגרות גילוי קיימות והן משמשות מדריך לתהליך דיווח יעיל יותר. הן כוללות המלצות מפורטות לדיווח בארבעה תחומים: ניהול סיכונים אקלים, סיכונים והזדמנויות אקלים, אסטרטגיה ותרחישי קיצון ומדדים של סיכונים אקלים. ההמלצות כוללות שילוב של גילויים כמותיים ואיכותיים המשלמים זה את זה. בשנת 2022 יישמו שליש מחברות N100 את TCFD, מה שמהווה כמעט הכפלה לעומת נתוני 2020. כמו כן, כמעט שני שליש מחברות ה-G250 יישמו את TCFD, זוהי עלייה של 24% בהשוואה לשנת 2020 (KPMG, 2022). בשנת 2021 הסכימו מדינות ה-G7 – ארצות הברית, קנדה, יפן, גרמניה, צרפת, איטליה ובריטניה – לפעול לחיוב מנדטורי של ה-TCFD, אולם בעקבות הקמת ה-ISSB הודיע ה-TCFD בסוף 2023 כי מילא את תפקידו והתפרק, ולכן ה-ISSB קיבל על עצמו את המעקב אחר התקדמות הגילויים הקשורים לאקלים.

[UNGC \(UN Global Compact\)](#) – יוזמה של האו"ם משנת 2000 שמטרתה לקדם ערכים עסקיים גלובליים, באמצעות בין היתר, **עשרת העקרונות**: מגדירים את הערכים המרכזיים של ה-UNGC בתחומי זכויות אדם, תנאי עבודה, איכות הסביבה ומניעת שחיתות; **יעדי SDG**: שבעה עשר יעדי פיתוח בניקיימא שהגדיר האו"ם, כחלק מהמאמץ הגלובלי לעתיד טוב ובר-קיימא יותר בתחומים חברתיים, סביבתיים וכלכליים עד 2030; **מדריך לדיווח**: חברות עסקיות, שמשותפות ביוזמת ה-UNGC, נדרשות לדווח לבעלי העניין שלהן על התקדמותן ביישום עשרת העקרונות על בסיס שנתי, באמצעות מענה לשאלון מפורט, ואף לפרסם עותק שלו באתר UNGC (U.N. Global Compact, 2024). מעל 24,000 חברות וארגונים מ-167 מדינות מיישמים את ה-UNGC. ה-UNGC מבהירים כי הם "דומים יותר לכלב נחייה מאשר לכלב שמירה" בכך שהם אינם מבצעים מעקב ואין להם כלי אכיפה, ולכן ההשתתפות ביוזמה אינה מהווה גושפנקא לגבי ביצועי ה-ESG של התאגיד.

באופן מדורג. בעקבות קליפורניה, החלו מספר מדינות נוספות בארצות הברית לבחון אפשרות לאימוץ של חקיקה דומה.

פרק ג: תקינות דיווח ESG

מעבר להתפתחויות המשמעותיות שחלו לאחרונה בנוף הרגולציה העולמי, כפי שנסקרו בפרק הקודם, זה כשני עשורים מתנהלת זירה חוץ-רגולטורית ענפה של תקני ESG שרבים מהם מתפרסמים על ידי ארגונים בין-לאומיים. לפי ההערכות קיימות בעולם נכון להיום [למעלה מ-600 הוראות דיווח ESG](#). עם זאת, בשנים האחרונות המגמה היא דווקא צמצום וקונסולידציה של ריבוי מסגרות הדיווח לסט תקינת ESG גלובלי אחיד ומוביל, ועם הקמת ופרסום ה-ISSB, כפי שיורחב בהמשך, הפסיקו VRF, CDSB ו-TCFD לפעול באופן עצמאי,¹⁵ והתמזגו לתוכו, כך שתקינות דיווח ה-ESG המרכזיות כיום בזירה הגלובלית הן ה-GRI שמכוונת באופן רחב לכלל בעלי העניין וה-ISSB שממוקדת במשקיעים ובעלי עניין פיננסיים.

להלן סקירה של מספר תקינות דיווח ESG המובילות בעולם:

[GRI \(Global Reporting Initiative\)](#) – ארגון בין-לאומי ללא כוונת רווח המפתח ומפרסם תקני דיווח ESG. הארגון נוסד בבוסטון בשנת 1997 בעקבות סערה ציבורית סביב הנוק הסביבתי שנגרמה מדליפת נפט שאירעה שמונה שנים קודם לכן. מטת הארגון ממוקם כיום באמסטרדם ויש לו נציגויות בכל רחבי העולם (GRI, 2024). הגרסה הראשונה של תקני ה-GRI פרסמה בשנת 2000 ומאז עודכנו מספר פעמים. התקנים הם מערכת מודולרית המורכבת משלוש סדרות: תקנים אוניברסליים, תקנים מגזריים לסקטורים ספציפיים, ותקני נושא שמתמקדים בנושאים מהותיים קונקרטיים בתחומי הקיימות השונים. מערכת התקנים הסקטוריאליים עתידה לכלול תקנים ייעודיים ל-40 ענפים שונים, כשנכון להיום פורסמו תקנים למגזרים מתחום הנפט והגז, החקלאות, החקלאות הימית, הדיג והפחם (שייכנס לתוקף בדו"חות 2024). תקנים לענפים נוספים שמפותחים כעת טקסטיל וביגוד, שירותים פיננסיים וכרייה.

נוסף על כך, ה-GRI נמצא כעת בישורת האחרונה של [פיתוח טקסונומיה](#). התקנים כוללים מדדים ואינדיקטורים בתחומי הסביבה, החברה, הממשל התאגידי, הכלכלה וזכויות האדם, והם מיושמים על בסיס וולונטרי. GRI נחשב לתקן מקיף ביותר לדיווח ESG, שמכוון לכלל בעלי העניין בנושא, והוא מיושם בהיקף נרחב מאוד ברמה הגלובלית. כך, למשל, בשנת 2022, 78% מ-G250 (הלא הן 250 החברות הגדולות בעולם לפי הכנסות), 68% מ-N100 (הלא הן 100 החברות המובילות בכל אחת מ-58 המדינות, ובסך הכל 5,800 חברות), המפרסמות דיווחי קיימות, השתמשו בתקני GRI (KPMG, 2022). כמו כן, ה-GRI מדווח כי בין השנים 2021 ל-2023 היו כמעט 2.5 מיליון הורדות של התקנים מהאתר. פרסום הרגולציות החדשות בארצות הברית ובאירופה והשקת ה-ISSB עשויים לנגוס בנתח השוק שלו, אך בימים אלה ה-GRI שוקד על מיפוי תאימות מול מערכות הדיווח החדשות כדי להקל על יישום מקביל.

[VRF \(Value Reporting Foundation\)](#) – ארגון בין-לאומי ללא מטרת רווח שנוסד ביוני 2021 כתוצאה ממיזוג בין SASB ו-IIRC. תקני SASB מזהים את קבוצת המשנה של סוגיות ה-ESG הרלוונטיות

13 Value Reporting Foundation – הגוף שפרסם את תקני SASB; [Climate Disclosure Standards Board](#); [Task Force on Climate-Related Financial Disclosures](#);
14 גוף בין-לאומי שנועד לקדם יציבות פיננסית גלובלית, וכולל נציגים מ-24 מדינות וארגונים פיננסיים.

אסטרטגיה, ניהול סיכונים, ומדדים ויעדים בכל הנוגע לסיכונים והזדמנויות אקלים. התקן שואב מושגים מה-IRF ומתקני החשבונאות הבינלאומיים, ומפנה לגבי עניינים שאינם אקלים (שבו עוסק תקן S2 באופן קונקרטי) למקורות חיצוניים שבהם חברות יכולות להיעזר כדי לזהות סיכונים והזדמנויות רלוונטיים.

S2 – גילויים הקשורים ספציפית לאקלים. התקן מחייב גילוי של סיכונים והזדמנויות בעלי ממד פיזי הקשורים לאקלים כולל תהליכים בחברה שמושפעים מאקלים. כמו כן, התקן כולל דרישות גילוי קונקרטיות יותר מאלה של ה-TCFD, כמו, למשל, זיהוי ספציפי של הגורם האחראי על ניהול סיכונים אקלים והאופן שבו הובטחה כשירותו; תיאור תוכנית מעבר לאנרגיה ירוקה; הצגת ניתוחי תרחישים; פירוט כמותי ואיכותי של ההשפעות הפיננסיות של סיכונים אקלים בהווה ובעתיד; פירוט של מדדים ויעדים הכוללים פליטות פחמן 1-3 scope (בהתאם לפרוטוקול GHG)¹⁶ ושל מדדים ענפיים; יעדי החברה, עמידתה בהם, ומידת ההתאמה שלהם להסכמים בינלאומיים; האם וכיצד היבטי אקלים מקבלים ביטוי בתגמול בכירים; ועוד. נוסף על כך, ה-ISSB פרסם הנחיה לגבי יישום מבוסס תעשייה המושתת על תקני SASB. כמו כן, ה-ISSB החליט סנטטיבית להוסיף לאגידה שלו **מחקר ופיתוח של תקינה עתידית בנושאים של מגוון ביולוגי ומערכות אקולוגיות ושל הון אנושי**.

הנתונים הפיננסיים וההנחות הכלולות בגילוי נדרשים להיות עקביים במידת האפשר עם אלה שישומו בהכנת הדו"חות הכספיים של החברה, בהתאם לתקני החשבונאות שאותם היא מיישמת. הגדרת המהותיות בתקני ISSB זהה לתקני IFRS, ולפיה מידע נחשב למהותי אם ניתן לצפות באופן סביר שהוא ישפיע על החלטות המשקיעים (כלומר, single materiality). יצוין כי ה-ISSB מאפשר פטור מצומצם ונקודתי מגילוי מידע רגיש מסחרית. הגילוי נדרש להתפרסם בד בבד עם פרסום הדו"חות הכספיים למטרות כלליות, במסגרת דו"ח נפרד שיצורף לדו"חות הכספיים, ולכלול מספרי השוואה לשנים קודמות. ה-ISSB מכפיף את טיב האימות החיצוני הנדרש על המידע לרגולציה המקומית, והמלצתו היא שהגוף הרגולטורי האחראי על הדיווח הכספי יהיה הסמכות גם בדיווחי הקיימות (בישראל – רשות ניירות ערך).

כחלק ממטרתו לקדם אחידות ופישוט של דיווח ESG בעולם, פועל ה-ISSB ליצירת הרמוניה, קולבורציה ומזעור כפילויות מול מסגרות הדיווח המרכזיות בעולם. בהתאם, ה-ISSB וה-ESRS (תקני הדיווח האירופיים תחת דירקטיבת CSRD) עבדו במשותף על מנת ששתי התקינות יהיו ברמת הלימה גבוהה מאוד, ואף הוחלט כי תקני ISSB יכללו התייחסות ל-ESRS ויראו בהם "מקור הדרכה" שישמש את החברות בפרסום מדדים וגילויים. במאי 2024 פרסמו ה-ISSB ו-EFRAG (הגוף שקובע את תקני ESRS) **הנחיות משותפות** ליישום הדדי של התקנים שממפות את התאימות מחד גיסא ואת ההבדלים מאידך גיסא, כדי להפחית את נטל הדיווח עבור חברות שישמשו את שתי התקינות.

כמו כן, בין ה-GRF ל-ISSB נחתם במרץ 2022 **מזכר הבנות לשיתוף פעולה הדוק** מתוך הכרה באינטרס הציבורי הרב בהתאמת תוכניות העבודה, הטרמינולוגיה וההנחיות של הגופים במידת האפשר, כדי

ה-ISSB – **ISSB (International Sustainability Standards Board)** הוקם בנובמבר 2021 על ידי ה-IFRS, הלא היא מועצת תקני החשבונאות הבינלאומיים, במטרה לפתח תקינת דיווח ESG גלובלית מובילה המיושמת באופן נרחב, בדומה לתקנים החשבונאיים שמפרסם הארגון, בעקבות דרישה מהשטח. ביוני 2023 פורסם לראשונה סט תקנים שנכנס לתוקף החל מדו"חות 2024, ומטרתו ליצור שפה משותפת ואחידה בין כלל דיווחי החברות ברחבי העולם ולהתאים את הדיווחים לשפה החשבונאית המקובלת בדו"חות הכספיים. התפיסה שבבסיסם גורסת כי סיכונים קיימות עשויים לחשוף את החברות לסיכונים פיננסיים לכל דבר ועניין, ועל כן המידע על אודותיהם הוא מידע רלוונטי למשקיעים. מאז פרסומם זכו התקנים לתמיכה חוצת מדינות וסקטורים, וכ-400 ארגונים מ-64 תחומי שיפוט התחייבו לקדם את אימוצם.

כך, למשל, ה-IOSCO, ארגון הגג הבינלאומי של רשויות ניירות ערך, **המליץ על תקני ISSB** כמתאימים לשמש מסגרת גלובלית עבור שוקי הון להערכת סיכונים והזדמנויות רלוונטיים לגבי קיימות, וקרא ל-130 תחומי השיפוט החברים בו – אשר מסדירים 95% מהשוקים הפיננסיים בעולם – לשקול את אימוצם. רגולטורים מלמעלה מ-20 תחומי שיפוט המייצגים יחד כמעט 55% מהתמ"ג העולמי, מעל 40% משווי השוק העולמי, ויותר ממחצית מפליטת גזי החממה העולמית, כבר החליטו **לשלב את ה-SSB** בתחומי השיפוט שלהם או נוקטים באופן פעיל צעדים לכך, ובהם סין, בריטניה, קנדה, אוסטרליה, הונג קונג, יפן, סינגפור, **ברזיל** ומדינות נוספות. גופים פיננסיים חשובים נוספים בעולם, כמו קרן המטבע הבינלאומית, הבנק העולמי, ה-OECD, האו"ם, ה-G7, ה-G20 וה-Financial Stability Board הביעו אף הם תמיכה משמעותית. גם ארגונים מתחום דיווח ה-ESG, כמו CDP, GRI, TCFD אישרו את תמיכתם ב-ISSB. בוועידת האקלים COP28 שהתקיימה בנובמבר 2023 בדובאי חתמו על הצהרת תמיכה שורה רחבה של קבוצות תאגידיות המייצגות אלפי חברות ברחבי העולם, קבוצות משקיעים המנהלות למעלה מ-120 טריליון דולר וכן 70 משקיעים מוסדיים, מעל 25 בורסות בעולם,¹⁵ מעל 40 ארגונים ופירמות בתחום ראיית חשבון, אוניברסיטאות, אנליסטים, יועצים עסקיים, רגולטורים וקובעי תקנים ועוד.

תקני ה-ISSB משלבים תקני דיווח ESG מובילים אחרים, כמו SASB, WEF IBC ו-CDSB, או מבוססים עליהם, והם נשענים במידה רבה על ארכיטקטורת הגילוי של ה-TCFD המבוססת על ארבעת עמודי התווך – ממשל תאגידי, אסטרטגיה, ניהול סיכונים, מדדים ויעדים. התקנים שפורסמו הם:

S1 – גילויים פיננסיים כללים הקשורים לקיימות. התקן מחייב גילוי של מידע על ההשפעות והתלות של החברה במשאבי טבע, בקהילה וכד'. כך, לדוגמה, חברה אשר נשענת על מקור מים מסוים תצטרך להביא בחשבון את הסיכון שבשינוי איכות המים, הזמינות שלהם והשינויים במחיר השימוש בהם. דוגמה נוספת היא חברה הנשענת על קהילה מקומית מסוימת אשר העבודה איתה יכולה להיות מושפעת מרגולציה או יכולה להיות לה השפעה על תדמית החברה. כמו כן, חברה תידרש לגילויים בנושאי ממשל תאגידי,

15 ובתוכן איגוד הבורסות באפריקה המייצג 27 בורסות, והפדרציה הערבית של שוקי ההון המייצגת 17 בורסות.
16 Scope 1 – פליטות ישירות משריפת דלקים ממקורות שבעלות הארגון או שהארגון שולט בהם; Scope 2 – פליטות עקיפות מצריכת חשמל וסוגי אנרגיה אחרים שמקורם מחוץ לארגון; Scope 3 – פליטות עקיפות אחרות שנובעות מפעילויות בשרשרת הערך של המוצרים או השירותים של הארגון.

באפריל 2021 פרסמה רשות ניירות ערך (2021) מתווה מוצע לגילוי ESG, לאחר קבלת הערות ציבור רבות וקיום שולחנות עגולים, שבמסגרתו היא קראה לכלל התאגידים המדווחים לפרסם דו"ח אחריות תאגידית שנתי על בסיס קריטריונים בין-לאומיים מקובלים (דוגמת GRI או SASB). בהסברים להמלצות ציינה הרשות שרשם קונצנזוס בין המגיבים על כך שיש מקום לגילוי ESG מצד חברות ציבוריות, ואולם לא הייתה תמימות דעים בשאלה אם היישום צריך להיות מנדטורי או וולונטרי, ובשים לב לכך שברגולציות המובילות בעולם (האיחוד האירופי ובריטניה) הדרשה לא מגיעה מדיני ניירות ערך, ומתוך רצון להניע תהליך הדרגתי ולהימנע מארביטראז' רגולטורי בין חברות ציבוריות לפרטיות, הוחלט שהדיווח יהיה וולונטרי בשלב זה. נוסף לפרסום המתווה קיימה הרשות הדרכות מקצועיות לתאגידים בנושא דיווח ESG.

כמו כן, בספטמבר 2024 פרסמה רשות ניירות ערך [דו"ח ריכוז ממצאי ביקורת רוחב בנושא גילוי ודיווח בדבר סיכונים איכות סביבה בתאגידים מדווחים](#). הביקורת נערכה בקרב שורת חברות ציבוריות ממגוון מגזרים,¹⁷ מה שמסקף הרחבה של התפיסה המסורתית שלפיה סיכונים סביבה ואקלים רלוונטיים בעיקר לחברות מתחום התעשייה והאנרגיה המזהמת. בדו"ח הממצאים מצביעה הרשות על ריבוי מקרים של היעדר מדיניות נאותה להערכה וניהול של סיכונים סביבתיים, פיקוח חלש של הדירקטוריון על הנושא, וכן ליקויים באומדן מהותיות הסיכונים ובגילוי שניתן על אודותיהם בדיווחים לציבור ביחס למתחייב מכוח תקנות ניירות ערך, וזאת אף בקרב חברות הפועלות בענפים עתירי סיכון סביבתי. לאור כל זאת, הרשות קוראת לתאגידים המדווחים לפעול לעמידה בחובות הגילוי החלות עליהם בנושא מכוח הדין, וממליצה לבצע הערכת סיכונים סביבתיים על פי מתודולוגיה מקובלת ובהתאם לגישת המהותיות הכפולה עליה הורחב לעיל.

כפי שציינ בוקשפן (2024), כל מי שענינו בראשו מבין כי חסרים אלו שהוזכרו על ידי רשות ניירות ערך מעוררים אדוות רבות של סיכונים פוטנציאליים משמעותיים. הסיכונים האלו אינם נוגעים רק למדיניות הגילוי המצופה מכאן ואילך על ידי הרשות לניירות ערך עצמה, אלא לסיכונים הקיימים לתאגידים המדווחים ולנושאי המשרה בהם, גם מכיוונה של האכיפה הפרטית והאזרחית, בדמות הגשת תובענות ייצוגיות ונגזרות, בין היתר בשל הפרה פוטנציאלית של חובות הפיקוח של נושאי המשרה בתאגידים אלו. לסיכום, דו"ח הממצאים והמסקנות העולות ממנו משקפים האצה של מגמת הידוק הציפיות הרגולטוריות מצד רשות ניירות ערך בכל הנוגע למתן גילוי בנושאים סביבתיים.

עוד ניתן לראות כי עד לשנת 2020 מספר החברות שפרסמו דו"חות ESG היה בטווח יחסית קבוע ונמוך, כאשר חלק ניכר מהן הוא חברות ממשלתיות ובנקים שמחויבים בפרסום דו"ח ESG וחברות דואליות. משנת 2021 ניתן לראות גידול משמעותי בנתונים כך שניתן להסיק כי לצעדים הללו היתה השפעה מבורכת על שוק ההון [\[מתוך infospot\]](#):

למקסם את התאימות בין הגילויים. בהמשך לכך, בנובמבר 2023 השיקה GRI את Sustainable Innovation Lab בסינגפור בשיתוף ISSB; בינואר 2024 פרסמו הגופים [הנחיה משותפת](#) ליישום הדדי של הגילוי בתחום פליטות הפחמן, ובין שני הגופים מתקיים שיתוף פעולה משמעותי בגיבוש התקנים בנושא מגוון ביולוגי (GRI 101), שכבר פורסם בינואר 2024, ותקן ISSB שעדיין בשלבי מחקר).

לסיכום, פרסום ה-ISSB הוא ציון דרך משמעותי בדיווח ה-ESG בעולם, והצפי הוא שכבר במהלך השנה הקרובה הוא יאומץ מנדטורית בחלק מהמדינות, ובטווח הבינוני-ארוך הוא יהפוך לסטנדרט דיווח מוביל בעולם, בדומה לתקני החשבונאות הבין-לאומיים. להשלמת התמונה נזכיר כי ה-IFAC, הפדרציה הבין-לאומית של רואי החשבון, שוקדת בימים אלה על פרסום תקן ISSA 5000 שיכלול סט עקרונות לאימות חיצוני של גילויי קיימות על ידי רואי חשבון. התקן פותח בשיתוף פעולה עם ISSB, והוא ניתן ליישום עם מספר רב של מסגרות דיווח ESG, ובהן גם תקני S1 ו-S2. [התקן צפוי להתפרסם עד סוף שנת 2024](#).

פרק ד: דיווח ESG בישראל – סקירת מצב

המערכת הפיננסית בישראל מקדימה במספר צעדים את הסקטור הריאלי, ובעוד הרגולטורים הפיננסיים נושאים עיניהם לסטנדרטים בין-לאומיים, ואט-אט מתווים כלפי הגופים שתחת פיקוחם הוראות שחזונון הוא הבאה בחשבון של שיקולי ESG בקבלת החלטות מימון והשקעה כפי שפורט לעיל, הרי שבפעול הגופים הפיננסיים נעדי יכולת ממשית לפעול כיום בהתאם ובצורה מספקת, בהיעדר תשתית דיווח ESG סדורה על ידי החברות.

דיני ניירות ערך החלים על חברות שניירות הערך שלהן נסחרים בבורסה בתל אביב, כוללים הוראות גילוי שמתייחסות להיבטי ממשל תאגידי בצורה רחבה יחסית, וכן מספר דרישות נקודתיות ביחס לתחום החברתי והסביבתי, דוגמת תיאור סיכונים סביבתיים שאליהם החברה חשופה, ומדיניות התרומות שלה. כמו כן, מעל לכל חוסה דרישת הגילוי הכללית על כל עניין מהותי למשקיעים. עם זאת, בסכימה של סך הגילויים האלה, נמצא שהם לא מקיפים די הצורך, חסרי מסוימות, מפוזרים במספר חלקי הדו"ח השנתי, ובמכלול לא משתווים לסטנדרט הנדרש מדיווח ESG כדי שיוכל להוות כלי לקבלת החלטות השקעה מושכלות.

בשנים האחרונות ננקטו מספר יוזמות ממשלתיות או רגולטוריות כדי לעודד את השוק לפרסם דו"חות ESG מרצון. כך, למשל, בשנת 2020 השיק המשרד לעניינים אסטרטגיים את [תוכנית Impact Nation](#), למימון חלקי של עלות הכנת דו"חות אחריות תאגידית לראשונה על ידי חברות ציבוריות בישראל, באמצעות מענק בגובה של עד 100,000 ₪, במטרה למשוך משקיעים זרים וליצור "הסברה כלכלית" לנוכח טענות שלפיהן חברות ישראליות פועלות בניגוד לקודים האתיים של האו"ם. מתוך 31 חברות שזכו במענק בשני הסבבים של התוכנית, 28 פרסמו לראשונה [דו"חות אחריות תאגידית](#) בין השנים 2021 ל-2023, ו-14 מתוכן שבו ופרסמו דו"ח אחריות תאגידית גם בשנה העוקבת.

17 כמצוין בדו"ח הממצאים, שאלון רוחב הופץ בקרב מדגם של 445 תאגידים מדווחים, ונועד לספק בעיקר מידע תהליכי וסטטיסטי הנוגע להערכה וניהול של סיכונים סביבה על יום; שאלון עומק הופץ בקרב מדגם מוצמצם של 27 תאגידים, ונועד לספק מידע מעמיק ורחב יותר בנושאים אלה, הנשען על אסמכתאות והרחבות שנתקבלו מהתאגידים.

לפרסם מדי שנתיים דו"ח אחריות תאגידית (בנק ישראל, הפיקוח על הבנקים, 2011). בדצמבר 2021 תוקנה ההוראה כך שהפרסום נדרש מדי שנה (בנק ישראל, הפיקוח על הבנקים, 2021), ואף נוסף פירוט של נושאים שצריכים להיות כלולים בו. בדצמבר 2022 הורחבה הדרישה לפירוט (בנק ישראל, הפיקוח על הבנקים, 2022).



- באפריל 2023 השיקה הבורסה [שאלון אחריות תאגידית](#) המיועד לחברות נסחרות שטרם פרסמו דו"חות ESG מלאים. השאלון פותח בהתבסס על שאלונים דומים מקובלים בעולם וכולל כ-40 שאלות סגורות באנגלית בתחומי ESG.

- ביולי 2024 פרסם המשרד להגנת הסביבה את הפרק הראשון (מתוך שישה¹⁸) של [הטקסונומיה הישראלית לסיווג פעילויות כלכליות בהתאם לתועלת סביבתית](#), המבוססת על הטקסונומיה האירופית, כאמור לעיל. יישום הטקסונומיה וולונטרי, והוא נועד להוות כלי עזר לסיווג השקעות בהתאם ל"ערך האקלימי" שלהן בהליכי השקעה ומימון על בסיס הגדרות מדידות ואחידות.

לסיכום, נראה כי השנתיים האחרונות מסמנות מגמת שיפור ביוזמות רגולטוריות ובפרסום בפועל של דיווחי ESG בישראל, אך כדי למסד בישראל סטנדרט דיווח ESG מקיף, אמין ובר-השוואה, הרגולטורים נדרשים לנקוט צעדים משמעותיים יותר.

סיכום והמלצות

בהיעדר אסדרה של דיווח ESG בישראל, משקיעים מתקשים להשוות בין חברות ולהעריך נכונה חשיפות ESG במסגרת הליכי קבלת החלטות. מסקנה זו עולה בבירור מהסקר שערך IFIE ומחמקר של גורן וצבירן שתוארו לעיל, והיא גם פועל יוצא מכך שלעיתים הדו"חות הכספיים אינם משקפים את ההשלכות העתידיות שעשויות להיות לחולשה בהיבטי ESG, כפי שהורחב בפרקים הקודמים. גם תופעת ה-greenwash הפסולה לא פסחה על ישראל, וישנן חברות מהמהזמות ביותר שתורמות לארגונים ירוקים, ובכך מסיחות את דעת הקהל מהנוזקים שהן גורמות לסביבה, שמציבות יעדים מעורפלים בעתיד הרחוק שקשה לנטר בצורה אפקטיבית, שעושות "תרגילים קוסמטיים" של מיתוג מחדש ושימוש במינוחים "מכובסים" כדי להימנע מהסנטימנט השלילי הכרוך בפעילותן ללא שחל בה שינוי ממשי, ובחורות להציג מידע סלקטיבי על היבטי ESG תוך הבלטת נתונים שמבססים להן תדמית חיובית. נציין גם כי בהתאם לעמדתנו, שלפיה דיווח ESG הוא מידע חשוב למשקיע, בכפוף למהותיות כמובן, הרי שמתבקש כי הרגולטורים המפקחים על הגופים הפיננסיים – רשות שוק ההון והמפקח על הבנקים – יציבו דרישות מפורשות יותר לעניין הבאה בחשבון של היבטי ESG בקבלת החלטות השקעה ומימון על ידי הגופים שתחת פיקוחם. ואולם, מהלך כזה יהיה אפשרי רק לאחר ביסוס תשתית דיווח ESG סדורה על ידי החברות.

מעבר לכך, בעידן שבו נורמות ESG הופכות לחלק בלתי נפרד מהשיח והפרקטיקות העסקיות ברחבי העולם, ההתפתחויות

להשלמת התמונה יצוין כי מתוך דו"חות ה-ESG שפורסמו ב-2023, 24% הם של חברות מתחום האנרגיה, 20% מתחום הפיננסים, 17% מתחום התעשייה היצרנית, 14% מתחום הטכנולוגיה, 8% מתחום הנדל"ן, והיתר מתחומים שונים. ניתן להניח שמשנת 2025 ואילך יירשם גידול נוסף במספר החברות הישראליות שמפרסמות דו"ח ESG, המונע מכניסת הרגולציות החדשות בארצות הברית ובאירופה לתוקף, אשר במקרים מסוימים עשויות לחול גם על חברות זרות אם הן מוחזקות על ידי חברות שעליהן חלה הרגולציה או מהוות גורם משמעותי בשרשרת הערך שלהן, אם יש להן פעילות מהותית בטריטוריה הרלוונטית, או אם הן רשומות בה למסחר.

על אף כל זאת, מצב הדברים רחוק מלהיות מספק. היקף החברות המדווחות ESG בישראל עודנו נמוך מאוד, בשים לב למספר הכולל של חברות שניירות ערך שלהן רשומים למסחר בבורסה בתל אביב, שעומד על מעל ל-600 (הבורסה לניירות ערך בתל אביב, 2024); חלקן לא מפרסמות את הדו"ח באופן רציף או מפרסמות זמן רב מאוד לאחר שנת הדיווח הרלוונטית; [בחינה של הדו"חות](#) מעלה כי לא מיושמת שיטת דיווח אחידה, מה שמקשה על ההשוואתיות – ישנן חברות שמדווחות לפי סטנדרטים גלובליים מקובלים כמו GRI (הנפוץ ביותר), SASB, UNGC ועוד, אחרות לפי סטנדרטים מקומיים (כמו שאלון מעלה), לפי שילוב כלשהו, או במתכונת עצמאית לחלוטין. ולעיתים אף ניכר כי הדו"ח משמש בעיקר ככלי שיווקי תוך הצגת מידע סלקטיבי.

בהקשר זה ראוי להזכיר גם את היוזמות הבאות באשר לדיווח ESG בישראל:

- בהתאם להחלטת ממשלה משנת 2003 והנחיות מנהל רשות החברות הממשלתיות משנת 2009, חברות ממשלתיות נדרשות לגבש מדיניות סביבתית אסטרטגית, לפרסמה לציבור ולדווח על יישומה במסגרת [דו"ח פיתוח בר-קיימא](#). בפועל, לא כל החברות הממשלתיות מפרסמות דו"ח כנדרש, וגם בקרב אלה שכן קיים מנעד גילוי רחב החל מדו"ח ESG מלא שערך בהתאם לתקנים בין-לאומיים ועד לדיווח לקוני קצר.
- [חוק שכר שווה לעובדת ולעובד \(תיקון מס' 6\)](#) מטיל חובה על מעסיקים שלהם מעל 518 עובדים לפרסם בפומבי, אחת לשנה, דו"ח הכולל מידע על פערי שכר בין גברים לנשים, וזאת החל מנתוני שנת 2021.
- זה למעלה מעשור שהפיקוח על הבנקים בישראל מתווה מדיניות חלוצית באשר לדיווח ESG, וכבר משנת 2012 מחויבים תאגידי בנקאיים וחברות כרטיסי האשראי

18 הפרקים הם: (1) מיטיגציה (אפחות); הפחתת פליטות גזי חממה; (2) אדפטציה לשינוי אקלים; (3) שימוש בר-קיימא במים והגנה על משאבי מים; (4) מעבר לכלכלה מעגלית; (5) מניעת זיהום ובקרה; (6) הגנה על מגוון ביולוגי ומערכות אקולוגיות ושיקומן.

אידיאולוגי המתנהל בנושא בין שני המחנות הפוליטיים בארצות הברית, ופונקציית המטרה שלה היא לוודא כי בפני המשקיעים עומד מלוא המידע הרלוונטי לקבלת החלטות השקעה בהתאם לשיקוליהם, ולכן חלה רק על חברות ציבוריות. לסיכום, זו סוגיה שאיננה חד־משמעית ובהחלט ישנם טיעונים כבדי משקל לשני הצדדים.

לעמדתנו, במבחן עלות-תועלת גוברים הטיעונים התומכים בתיחום דרישת הדיווח בשלב זה לחברות ציבוריות, וזאת ממכלול הטעמים הבאים: רבות מהחברות הגדולות בישראל נסחרות בבורסה בתל אביב; לציבור יש אינטרס משמעותי יותר בחברות ציבוריות, בין היתר משום שנתח ניכר מכספי הפנסיות שלו מושקעים בחברות הנסחרות בבורסה; יתר על כן, מן הראוי שחברות שמשגשות ומצליחות בזכות כספי הציבור, יגלו אחריות כלפי הציבור; לחברות ציבוריות יש דני"א ארגוני שמוכוון יותר לניטור ודיווח של מידע, ולכן תוספת העומס עליהן תהיה קטנה יותר; האימפקט של דיווח ESG על ידי חברות ציבוריות על משיכת השקעות מחו"ל תהיה משמעותית יותר בהשוואה לחברות פרטיות. גם החשש שהוצג בפני רשות ניירות ערך במסגרת התגובות לקול הקורא מפני "בריחה" של חברות ציבוריות לשוקי הון זרים בשל ארביטראז' רגולטורי בישראל, פוחת משמעותית עם כניסתן לתוקף של הרגולציות החדשות בארצות הברית ובאירופה.

לאחר תקופת יישום ובהתאם למסקנות שיעלו ממנה בנוגע למידת ההשפעה שיש לנושא על קבלת החלטות השקעה ומימון, על אטרקטיביות השוק הישראלי בזירת ההשקעות העולמית, וכן – מחד גיסא, על הגברת המודעות הציבורית לנושא ומידת השיפור בהתנהלות התאגידיים בישראל בעקבות זאת, ומאידך גיסא, באשר לעלויות הכרוכות בדיווח עבור החברות – ניתן יהיה לבצע הערכה מושכלת יותר גם לגבי ההצדקה לדרישת דיווח ESG מחברות פרטיות גדולות בראי מבחן עלות-תועלת.

היבט שני: גודל החברות – אנו סבורים ששיקולי העלות לתאגיד לעומת התועלת לציבור שהנחו את המחוקק לאורך השנים במתן פטורים שונים מדרישות גילוי מסוימות לתאגידים מדווחים קטנים, כהגדרתם **בתקנות ניירות ערך (דוחות תקופתיים ומידיים)**, יפים גם לעניין זה, ועל כן הצעתנו שהתאגידים האלה לא יידרשו, לפחות בשלב ראשון, ביישום חובת דיווח ESG, להיות כפופים לה.

היבט שלישי: מתכונת תקינה – לעמדתנו, התקינה הרלוונטית ביותר ליישום בישראל היא ה־ISSB, שמתעתד להפוך לסטנדרט דיווח גלובלי מוביל, וזוכה לתמיכה רחבה מקיר אל קיר. ה־ISSB מתכתב עם התקינה המיושמת בישראל בדו"חות הכספיים (IFRS) של חברות ציבוריות, וכן הוא מסונכרן ברמה גבוהה עם מסגרות דיווח מובילות אחרות בעולם ופועל למיפוי ופישוט ההתאמות אליהן ככל שנדרש, כך שהוא ממזער כפל דיווחים עבור חברות שיהיו כפופות לדרישות דיווח מקבילות. כמו כן, הוא ממוקד במידע הרלוונטי והמהותי לשוקים הפיננסיים, ולא באופן רחב בכלל בעלי העניין, דוגמת GRI (אף שהם כמובן יכולים להשתמש בו לצורכיהם), ובאותה נשימה מספק מערכת מקיפה והוליסטית של מידע הנשענת על ניסיון וידע נצבר של תקינות בעלות ותק ועל ייעוץ של הגורמים הפיננסיים המובילים בעולם.

הגלובליות בתחום הדיווח בשנה האחרונה מאלצות את הרגולטורים לנקוט עמדה אם להצטרף למגמה העולמית או להישאר מאחור. ישיבה על הגדר בצומת הדרכים הזו עלולה לתייג את ישראל כמנותקת מהמגמות המרכזיות בעולם הפיננסיים ולהביא גופי השקעה בינלאומיים שחרטו על דגלם מדיניות השקעות ירוקה למשוך את ידיהם מהשקעות בישראל או לשקף להן פרמיה שלילית בשל חוסר בהירות לגבי דירוג ה־ESG שלהן.

גם ברמה הכלל-ציבורית קיים אינטרס בדיווח כזה שכן הוא מהווה תמריץ רב עוצמה לחברות לשפר את התנהלותן, וזאת הן בשל עצם החשיפה, הן בשל ההטיה שהן עשויות לקבל ממשקיעים, מצרכנים ומגורמים נוספים כתוצאה מכך, הן משום שהדיווח מספק תמונת מצב ברורה ומדידה ואפשרות להציב יעדים ולבחון התקדמות – לא רק לקוראים, אלא גם לחברה עצמה. ברמת המקרו ההשפעות החיוביות שיהיו לכך הן כינון חברה מתוקנת יותר ושמירה על כדור הארץ עבור דור העתיד, וכן יסיעה לישראל לעמוד ביעדים הסביבתיים שאליהם התחייבה ובכך לצמצם את הפער מול העולם.

עם זאת, לא ניתן להתעלם מכך שמשמעמים מובנים, חברות ככלל אינן שוות גלגות מידע על אודות פעילותן העסקית, ומהחשש שדרישת דיווח תהווה נטל בירוקרטי ותשית עלויות שעלולות להכביד על היזמות והצמיחה העסקית שלהן, כפועל יוצא של ההיערכות המשמעותית הנדרשת לקראת דיווח ESG שעשויה לכלול הקצאת תפקידים ייעודיים בארגון, שכר יועצים והתאמת מערכות ונוהלי עבודה, וכן עלויות של איסוף, ניתוח ודיווח של המידע באופן שוטף.

לעמדתנו, הן לנוכח התמורות בעולם, הן בהמשך להתעוררות שהחלה גם בישראל בתחום ה־ESG, בשלה העת ליוזמה של הרגולטורים בישראל לאימוץ סטנדרט דיווח ESG גלובלי **באופן מחייב**, וזהו הצעד הבא המתבקש בשורת הצעדים שנקטו עד כה על ידם. עם זאת, יש לבחון את היקף הדרישה לדיווח בראי מבחן העלות-תועלת כדי לתחום את השתת העלויות הכרוכות בה רק לאותם מקרים שבהם תהיה לה השפעה מהותית בכל אחד מארבעת ההיבטים הבאים: היקף תחולה, גודל החברות, מתכונת תקינה וסקטוריות. להלן הרחבה לגבי כל אחד מההיבטים האלה.

היבט ראשון: היקף התחולה – חובת דיווח פומבי מחוץ לגבולות שוק ההון אינה שכיחה בנוף, אך ביחס לגילוי ESG שכל עניינו הוא מניעת פגיעה בכלל הציבור, עולה השאלה אם יש הצדקה להבחנה בין חברות ציבוריות לפרטיות,¹⁹ כאשר ישנם תאגידים פרטיים בעלי השפעה סביבתית וחברתית גדולה לא פחות משל חברות ציבוריות. ואכן בעקבות טענה זו, בין היתר, החליטה רשות ניירות ערך שלא להחיל חובת דיווח מנדטורית במסגרת בחינת הנושא בשנת 2021.

בהקשר זה ניתן לזהות בעולם שתי אסכולות מרכזיות: **אירופה**, כפי שמשקף בדירקטיבת CSRD, עומדת בחוד החנית של אידיאולוגיית ה־ESG בעולם ומשתמשת בדיווח ככלי להשגת המטרה הרחבה של מיסוד נורמות התנהלות תאגידיית אחראיות, ולכן מחילה את חובת הדיווח גם על חברות פרטיות גדולות ומאמצת הגדרת מהותיות כפולה (double materiality), המתייחסת גם להשפעות החברה על הסביבה. מנגד, הגישה **האמריקאית**, כפי שבאה לידי ביטוי ברגולציה של ה־SEC, לא מכריעה בדיון העקרוני

19 השימוש במונחים "חברות ציבוריות" ו"חברות פרטיות" בפרק זה מכוון לתאגידים מדווחים ושאינם מדווחים, בהתאמה, החוסים תחת תחולת חוק ניירות ערך.

גם בהשוואה לדרישות הרגולציות החדשות בארצות הברית ובאירופה ניתן לראות ב־ISSB מסגרת דיווח המאזנת בין דרישות ה־CSRD הנרחבות מאוד מהצד האחד, ודרישות ה־SEC במתכונת המצומצמת יותר מהצד האחר:

SEC Rule	CSRD – ESRS	ISSB	
חברות נסחרות בארצות הברית	חברות אירופיות או בעלות פעילות באירופה (בכפוף לקריטריונים)	גלובלית	תחולה גיאוגרפית
רגולטור – רשות ניירות ערך בארצות הברית	רגולטור – האיחוד האירופי	פרטי – IFRS	גוף מאסדר
מנדטורי	מנדטורי	כרגע וולונטרי. נראה כי בהמשך יאומץ מנדטורית בחלק מהמדינות	מנדטורי / וולונטרי
Single materiality	Double materiality	Single materiality	הגדרת מהותיות
אקלים	סביבתי, חברתי וממשל תאגידי	סביבתי, חברתי וממשל תאגידי	נושאים
Scope 1+2	Scope 1+2+3	Scope 1+2+3	גילוי על פליטות פחמן
יש	יש	כפוף לרגולציה המקומית	דרישה לאימות חיצוני

היבט רביעי: סקטוראליות – לעמדתנו, יש להחיל את חובת הדיווח על כלל הסקטורים. ההיבט החברתי והיבטי הממשל התאגידי רלוונטיים ככלל לכל החברות במידה כזו או אחרת; ולגבי ההיבט הסביבתי – אומנם עשויה להיות שונות ברמת האקטואליות שלו בין המגזרים העסקיים השונים, אולם ה־ISSB ממילא מכפיף את דרישות הגילוי למהותיות פיננסית; הדרישה לגילוי היא גם על הזדמנויות ולא רק על סיכונים; וכמו כן, התקנים כוללים הנחיות ליישום מותאם סקטוראלית (בהתבסס על ה־SASB). לסיכום, אנו קוראים לרשות ניירות ערך לקדם חובת פרסום דיווח ESG שנתי הערוך על בסיס תקני ISSB על ידי תאגידי מדווחים בישראל (למעט תאגידי קטנים), בכפוף למתן תקופת היערכות מתאימה לתאגידי. מהלך חיוני זה לא ימנע דיון עתידי בצורך בהרחבת חובת הדיווחים, באופן מלא או חלקי, גם על חברות פרטיות גדולות וגופים נוספים, תוך מעקב אחר ההתפתחויות בעולם וכן דיון מעמיק בתפישת חובת הדיווח של גופים אלה.

רשימת מקורות

בוקשפן, ע' (2024). [שורו הביטו והראו – קריאת השכמה לחובות גילוי ESG בקרב חברות מדווחות בישראל ולחשיבותן של תכניות הטמעה פנים תאגידיות. בלוג מרכז אריסון ל־ESG](#), בית ספר אריסון למנהל עסקים, אוניברסיטת רייכמן.

בין, ד', זונברג, נ' ומואיז, ת' (2023). [אקלים־טק בישראל: תמונת מצב 2023 – יוצרים חדשנות למען עולם טוב יותר](#). רשות החדשנות.

בנק ישראל, הפיקוח על הבנקים (2011). [דוח על אחריות תאגידית \(הוראות הדיווח לציבור\)](#).

בנק ישראל, הפיקוח על הבנקים (2021). [גילוי לציבור על היבטי סביבה, חברה וממשל \(ESG\) \(הוראות הדיווח לציבור\)](#).

בנק ישראל, הפיקוח על הבנקים (2022). [גילוי לציבור על היבטי סביבה, חברה וממשל \(ESG\) \(הוראות הדיווח לציבור\)](#).

בנק ישראל, הפיקוח על הבנקים (2024). [עקרונות לניהול אפקטיבי של סיכונים פיננסיים שקשורים לאקלים \(הוראת ניהול בנקאי תקין 345\)](#).

גורן, ג' וצבירן, מ' (2023). [תפיסת ESG בקרב מנהלים ודירקטורים בחברות ציבוריות בישראל. חידושים בנוהל 12, 24–42](#).

הבורסה לניירות ערך בתל אביב (2024). [לוח 6: התפתחות מספר החברות הרשומות בבורסה, שנת 2024](#).

מואיז ת' ושוימר ח' (2023). [אקלים־טק בישראל: תמונת מצב 2023 – יוצרים חדשנות למען עולם טוב יותר](#). רשות החדשנות.

משרד מבקר המדינה ונציב תלונות הציבור (2024). [ממשל אקלים: היערכות ארגונית, תפקודית ומקצועית לטיפול במשבר האקלים \(פרק 4\)](#).

פורום שווי הוגן (2020). [מגמת ההשקעות החברתיות \(ESG\): הצדקה ומתודולוגיית שווי, שאלת הגילוי ואחריות דירקטוריונים](#). המרכז הבינתחומי הרצליה.

צור, ט', נבון, א', כהן, א', סבטי, ר' ושפירו, ק' (2023). [השקעות אחריות \(ESG\) ואימפקט בקרב משקיעים מוסדיים בישראל](#). הפורום הישראלי לקידום כלכלת אימפקט.

רשות ניירות ערך (2021). [גילוי אודות אחריות תאגידית וסיכונים ESG – מתווה מוצע](#).

רשות ניירות ערך (2022). [הוראה למנהלי קרנות ולבעלי רישיון גדולים בדבר שילוב שיקולי סביבה, חברה וממשל בתהליכי קבלת החלטות השקעה או ניהול סיכונים](#).

רשות ניירות ערך (2024). [ריכוז ממצאי ביקורת רוחב בנושא גילוי דיווח בדבר סיכונים איכות סביבה בתאגידי מדווחים](#).

רשות שוק ההון, ביטוח וחיסכון (2022). [תיקון הוראות החוזר המאוחד – פרק 4 לשער 5 "ניהול נכסי השקעה" \(אג"ח מיועדות\)](#).

AICPA & IFAC (2024). [The State of Play: Sustainability Disclosure and Assurance – 2019–2022 Trends & Analysis](#).

BNP Paribas (2023). [ESG Global Survey 2023 – Taking Action: Institutional Investors Progress on the Path to Sustainability](#).

Borgonovi, F., Brussino, O., Seitz, H., Bertolotti, A., Biagi, F., Bitat, A., Karpinski, Z., & Montanari, M. (2022). [Young People's Environmental Sustainability Competence: Emotional, Cognitive, Behavioural, and Attitudinal Dimensions in EU and OECD Countries](#). OECD Social, Employment and Migration Working Papers, No. 274.

Capital Group (2023). [ESG Global Study 2023](#).

Deloitte (2022). [Does a Company's ESG Score have a Measurable Impact on its Market Value?](#).

Deloitte (2023). [Quantifying ESG: How ESG Implementation Impacts Key Valuation Metrics](#).

Friede, G., Busch, T., & Bassen, A. (2015). [ESG and Financial Performance: Aggregated Evidence from More than 2000 Empirical Studies](#). *Journal of Sustainable Finance & Investment* 5:4, 210–233.

GRI (2024). [Mainstreaming Impact Reporting: Annual Report 2023](#).

GSIA (2022). [Global Sustainable Investment Review 2022](#).

Haber, S.H., Kepler, J.D., Larcker, D.F., Seru, A., & Tayan, B. (2022). [ESG Investing: What Shareholders do Fund Managers Represent? Stanford Closer Look series](#). Corporate Governance Research Initiative, Stanford Graduate School of Business, the Rock Center for Corporate Governance, and the Hoover Institution.

Janson, E., Pozza, M., Schreve L., & Caudle D. (2023). [Global Private Equity Responsible Investment Survey 2023 – Generating Upside from ESG: Opportunities for Private Equity](#). PwC.

KPMG (2022). [Big Shifts, Small Steps: Survey of Sustainability Reporting](#).

KPMG (2023). [Most U.S. Investors Want a Dedicated ESG Due Diligence Product that can Analyze Risks and Opportunities](#).

IFIE (2024). [Israeli Impact Investments Market Sizing](#). IVC: Data and Insights, Israeli Forum for Impact Economy, Herzof Fox & Neeman.

OECD (2023). [OECD Environmental Performance Reviews: Israel 2023](#). OECD Environmental Performance Reviews.

PRI (2023). [2022–23 Annual Report](#).

אומנם, לא ניתן להתעלם מכך שבטווח הקצר עשויה להיות יריבות בין טובת בעלי המניות שסיכנו את כספם והשקיעו אותו בחברה במטרה להשיא רווחים לבין התנהלות אחראית כלפי עובדים, צרכנים, סביבה, וכו'. כך, לדוגמה, חברה שבחרת להעלות את שכר העובדים הזוטרים שלה כדי לצמצם פערי שכר, מקטינה למעשה את הרווח לבעלי המניות בגובה ההעלאה. עם זאת, בהסתכלות ארוכת טווח קיים היגיון רב באמירה שחברות עם כוח עבודה מגוון שכבר הוכח במחקרים כתורם לביצועים, עובדים מרוצים, ממשל תאגידי אתי וחרף משחיתויות, ועם "פרמיית מיתוג" מצד הלקוחות על אחריות סביבתית וחברתית, יציגו ביצועים טובים יותר. יתרה מזאת, זו התנהלות שמעידה על חברות עם אחריות והסתכלות רחבה בדנ"א הארגוני שלהן, והקצאת משאבים יעילה יותר – תכונות תרומיות גם בהתנהלותן העסקית. ולבסוף, עצם ההעדפה ההולכת וגוברת של משקיעים לחברות מקיימות והלחץ החברתי בנושא, כפי ששורחב בהמשך, מקנה להן יתרון בתחרות על משאבי הון.

2. מגמות בתחום השקעות ESG בעולם

להלן מספר סקרים מובילים מהשנה האחרונה המציגים את המגמות העולמיות בתחום השקעות ESG:

סקר של Capital Group (2023) בקרב 1,130 גופי השקעות מ-25 מדינות מעלה כי שיעור האימוץ של שיקולי ESG הוא 90%, כאשר 26% הצהירו כי ESG הוא נושא מרכזי לאסטרטגיית ההשקעה שלהם. 39% רואים בשילוב ESG כאקט להפחתת הסיכון והתנדודיות של הפורטפוליו, ו-45% מאמינים כי הוא ישפר את תוצאות ההשקעות בטווח הארוך.

לפי סקר של PwC, שכלל למעלה מ-150 משקיעי Private Equity ברחבי העולם, 95% מהם משלבים שיקולי ESG בבדיקות נאותות לפני רכישה, וכמחציתם נמנעו מעסקה לפחות פעם אחת בשנה האחרונה בגלל שיקולי ESG. כמו כן, 33% מהמשיבים משלבים שיקולי ESG בהערכות שווי. 37% מהמשיבים ציינו כי הסיבה הראשית להתחשבות בהיבטי ESG היא השאת ערך של ההשקעות, ו-70% מהם כללו אותה בין שלוש הסיבות העיקריות. ובכל מקרה, רוב המשתתפים רואים ניהול היבטי ESG כעולה בקנה אחד עם השגת תשואות ולא כסותר אותן (Janson et al., 2023).

סקר של KPMG (2023), שכלל למעלה מ-200 גורמים בתחום המיזוגים והרכישות בארצות הברית, וכן באירופה, במזרח התיכון ובאפריקה (שמכונים יחד EMA) מצא כי 74% מהם כוללים שיקולי ESG כחלק מאסטרטגיית המיזוגים והרכישות שלהם. 53% מהמשקיעים בארצות הברית ו-66% מהמשקיעים ב-EMA אמרו שביטול עסקה הוא התוצאה העיקרית של ממצא מהותי ב-ESG Due Diligence. לעומת זאת, 76% מספקי החוב למיזוגים ורכישות אמרו שעל אף ממצאים מהותיים הם התקדמו עם העמדת מימון או חיתום לעסקה, אך עם תנאים שמרניים יותר. מנגד, 62% מהמשקיעים בארצות הברית ו-68% ממשקיעי EMA ישלמו פרמיה עבור נכס שמפגין רמה גבוהה של קוד ESG התואם את האג'נדה שלהם. כמו כן, 27% מהמשקיעים בארצות הברית ו-48% מהמשקיעים ב-EMA אמרו שהם יבצעו ESG Due Diligence בתדירות גבוהה יותר בעתיד (על יותר מ-80% מהעסקאות). מדובר בעלייה

Statista (2024). *Share of Professional Investors Increasing Their Environmental, Social, and Governance (ESG) Investments Worldwide in 2023*.

U.N. Global Compact (2024). *Questionnaire: Communication On Progress*.

van der Grient, B., Berkouwer, C., & Wiersma, T. (2024). *Investigating the Link Between ESG and Investment Performance*. Robeco: The Investment Engineers.

Whelan, T., Atz, U., Van Holt T., & Clark, C. (2021). *ESG and Financial Performance: Uncovering the Relationship by Aggregating Evidence from 1,000 Plus Studies Published Between 2015–2020*. Rockefeller: Asset Management, NYU | Stern: Center of Sustainable Business.

Workiva (2024). *Market Research – The Annual Reporting Barometer 2023: Facing up to the CSRD*.

World Economic Forum (2024). *The Global Risks Report*. 19 edition, Insight Report.

Worldfavor (2024). *The Sustainability Reporting Playbook*.

נספח: סקירה מורחבת של המגמות בתחום השקעות ESG בעולם ובישראל

1. הקשר בין ביצועי ESG לבין תשואות

בספרות האקדמית קיימים מחקרים רבים שמראים קשר חיובי בין ביצועי ESG לבין תשואה. אחת העבודות המקיפות והעדכניות בנושא היא מטא-אנליזה שפרסמו מרכז NYU Stern ו-Rockefeller Asset Management, שבחנה למעלה מ-1,000 מחקרים פרטניים בתחום שנערכו בשנים 2015–2020. הממצאים מראים כי בכ-58% מהמקרים קיים קשר חיובי בין ESG לביצועים פיננסיים של החברות ותשואות המניה, ועיקר האחוזים הנותנים מורכב מביצועים ניטרליים או מעורבים (Whelan et al., 2021). ממצאים דומים עולים גם ממטא-אנליזה משנת 2015 שבחנה היקף מרשים של לא פחות מ-2,250 מחקרים אקדמיים שפורסמו בשנים 1970–2014 (Friede, Busch & Bassen, 2015). נציין כי בשונה מההשפעות ברמת הביצועים הפיננסיים של החברה הבודדת, שהם מובהקים יחסית, שני המחקרים כוללים ממצאים מעורבים לגבי תיקי מניות (על פי מדדי השקעה דוגמת שארפ או אלפא), ומראים הבדלים חלשים יותר. Robeco מציעים לכך מספר הסברים אפשריים, כמו קושי למדוד את השפעת ה-ESG ברמת התיק ולבודד אינטראקציות בין חברות ותעשיות, ועוד (van der Grient, Berkouwer & Wiersma, 2024).

כמו כן, מחקר של Deloitte (2022) שוויץ שנערך בקרב 300 חברות משנת 2022 מצא כי קיימת קורלציה בין ציון ESG גבוה למכפיל EV/EBITDA. באופן מעניין, נצפה גידול מובהק יותר במכפיל בקרב חברות ששיפרו את ציון ה-ESG שלהן (כלומר השוק מתגמל את עצם השיפור ב-ESG בצורה משמעותית יותר מאשר סטטוס קוו גבוה מלכתחילה). מחקר המשך שנערך על אותו מדגם חברות (Deloitte, 2023) מצא כי ציון ESG גבוה יותר גוזר עלות חוב נמוכה יותר (וכנגזרת שווי גבוה יותר בהתאם למודל CAPM).

ישנן טענות כי על אף ההיקף הרחב של מחקרים בנושא, קשה להתבסס עליהם בשל אתגרים מתודולוגיים מובנים, ובפרט בשל הקושי לבודד את השפעת מרכיב ה-ESG על הביצועים. ואולם, גם בקרב האסכולות הספקניות ניתן למצוא הסכמה רחבה יותר כי השקעות מוטות ESG מגלות חוסן גבוה יותר בעתות משבר.

של Statista (2024), שעליו השיבו 325 משקיעים מקצועיים מרחבי העולם, מעלה כי מעל 50% מהם מתכננים להגדיל את היקף ההשקעה ב-ESG בשנת 2024.

3. הבדלי הדורות בגישה ל-ESG

הבדלי הדורות ביחס ל-ESG הודגמו במחקר של Stanford Graduate School of Business, שנערך בקרב כמעט 2,500 משקיעים מרקעים מגוונים, ומצא הבדלים ניכרים בגישה ל-ESG על בסיס גיל (Haber et al., 2022). כך, למשל, 70% מהמשקיעים הצעירים (מילניאלס ודור ה-Z) אמרו כי הם "מודאגים מאוד" מנושאי איכות סביבה, לעומת 35% בלבד מהמשקיעים המבוגרים יותר (בייבי בומרס ומעלה). בדומה לכך, פערים ניכרים נמצאו גם ביחס לסוגיות חברתיות וממשל תאגידיות. יתרה מזאת, הרוב הכמעט מוחלט של המשקיעים המבוגרים התנגדו לרעיון של ויתור על כל סכום שהוא מתוך החיסכון הפנסיוני על מנת לתמוך ביעדי ESG, לעומת רוב המשקיעים הצעירים שהביעו נכונות לוותר על אחוז מתון ואף ניכר כדי לקדם יעדי ESG. גם בדו"ח הסיכונים הגלובליים של WFE צוין שמשיבים צעירים דירגו סיכונים סביבתיים באופן גבוה משמעותית מקבוצות גיל מבוגרות יותר.

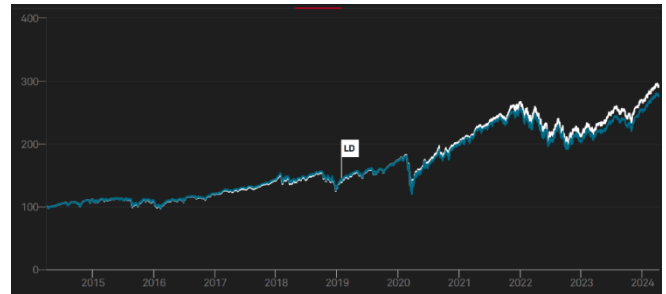
4. היקף השקעות ESG בישראל

נכון להיום לא קיימים נתונים מאומתים על ההיקף הכולל של השקעות ESG בישראל, ואולם לשם הדגמה, להערכת (IFIE, 2024), מסך הנכסים המנוהלים בישראל מנותב להשקעות אימפקט (שניתן לראותן כסוג ספציפי של השקעות ESG), שיעור נמוך משמעותית מהנתון הגלובלי שעומד על 1%-2%. אינדיקציה פרטנית נוספת ניתן לקבל ממדד מעלה לאחריות תאגידית, שעל אף תשואות פנטסטיות שהוא מציג באופן עקבי בשמונה השנים האחרונות ביחס למדדי ת"א 35 ות"א 125, קרן הסל שעוקבת אחרי 21 מרכזות היקפי השקעה דלים באופן דרמטי בהשוואה למדדי הייחוס. כמו כן, מתוך כ-5,400 גופים 22 שחתמו על אמנת PRI של האו"ם (PRI, 2023), נכון למרץ 2023, גופים ספורים בלבד הם מישראל (16 בסך הכל מהמזרח התיכון כולו).

בפקולטה לניהול של אוניברסיטת תל אביב נערך בשנת 2022 מחקר על ידי גיקי גורן ומשה צבירן (2023), שכלל שאלון שעליו השיבו דירקטורים ומנהלים מ-59 חברות ציבוריות בישראל, וכן ראיונות עומק. מהמחקר עולה כי 59% מהמשיבים רואים את תחום ה-ESG כחלק מהותי מפעילות התאגיד, ו-64.5% מאמינים שהתמקצעות בתחום תשפיע לחיוב על שווי החברה. עם זאת, החסם שתואר כמרכזי ביותר הוא כי התחום נחשב ככזה שלא מחזיר את ההשקעה. חסמים מרכזיים נוספים שנמצאו הם מעורבות נמוכה של הדירקטוריון ביישום ESG בארגון והיעדר ידע נדרש. בפועל, רק מחצית מהמשיבים משלבים עקרונות ESG בתהליכי תכנון אסטרטגי.

משמעותית מ-16% בארצות הברית ו-25% ב-EMA בשנתיות הקודמות.

השוואה של מדד ה-S&P 500 ESG (הקו הלבן) ל-S&P 500 (הקו הכחול) על פני השנים האחרונות מראה כי הוא מציג לרוב ביצועים טובים יותר [מתוך S&P Global]:



קיים טווח רחב של אומדנים לגבי היקף הסכומים המושקעים גלובלית בהשקעות ESG, שכן לא קיימת הגדרה אוניברסלית למונח ESG, והוא כולל "שטחים אפורים" שמאפשרים מרחב פעולה בקביעה אלו השקעות ייכנסו בגדרן, ואולם כל האומדנים באשר הם מראים צמיחה דרמטית. כך, הדו"ח השנתי של GSIA (Global Sustainable Investment Alliance) לשנת 2022, מראה כי בשנים 2016-2022 חל גידול דו ספרתי מדי שנה בהיקף השקעות ה-ESG ברחבי העולם (בשל החמרה מהותית במתודולוגיית המדידה של היקף השקעות ה-ESG בארצות הברית בשנת 2022, והיעדר נתוני עבר מותאמים למתודולוגיה החדשה, לא ניתן להסתמך על ארצות הברית לצורך ההשוואה, ואולם יתר האזורים מדגימים גידול משמעותי דיו כדי שניתן יהיה להסיק מכך על המגמה העולמית):

FIGURE 1
Snapshot of global sustainable investing assets, 2016-2022 (USD billions)

REGION	2016	2018	2020	2022
Europe	12,040	14,075	12,017	14,054
Canada	1,086	1,699	2,423	2,358
Australia & New Zealand	516	734	906	1,220
Japan	474	2,180	2,874	4,289
Sub-total (USD Billions)	14,115	18,688	18,220	21,921
% change		32%	-3%	20%
United States	8,723	11,995	17,081	8,400
Total (USD Billions)	22,838	30,683	35,301	30,321
% change		34%	15%	n/a

Note: 2022 not applicable due to a change in methodology

גם התחזיות לעתיד מציגות מגמה דומה. בהתאם לפרסום של **בלומברג** מינואר 2024, היקף השקעות ה-ESG הגלובליות היה מעל 30 טריליון דולר ב-2022, ועד 2030 הוא חוזי לעלות על 40 טריליון דולר; יותר מ-25% מסך הנכסים המנוהלים החזויים. נתונים של PwC מדצמבר 2022 מציגים תחזית צמיחה מ-18.4 טריליון דולר בשנת 2021, ל-33.9 טריליון דולר בשנת 2026, גידול של כ-84% סך.

20 מחריג בעיקר חברות מתעשיות הנפט והפחם, הנשק, וחברות שלא עומדות ב-UNGC.

21 קסם KTF ת"א מעלה.

22 נתוני נכסים מנוהלים זמניים רק לשנת 2021, ובהם עמדו על 121 טריליון דולר נכסים שנהלו על ידי כ-3,800 גופים.

23 שישה עקרונות שנקבעו על ידי האו"ם לניהול השקעה אחראית.