

## פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

### סיכום דיון

מסמך זה מהווה את תמצית הדיונים של "פורום שווי הוגן" מתוך מטרה לשתף את הקהל הרחב בעיקרי הדברים. בקריאת המסמך יש להביא בחשבון שמדובר בתמצית הדיון ולא בפרוטוקול מלא. בהתאם למדיניות הפורום, הדברים מובאים שלא בהכרח בציון שמות כל הדוברים. יודגש כי הדברים מייצגים את עמדותיהם האישיות והמקצועיות של חברי הפורום ואינם מייצגים בהכרח את העמדות הרשמיות של הגופים אליהם הם משתייכים.

תאריך המפגש: 07.12.2020

נושא המפגש: "מגמת ההשקעות החברתיות (ESG): הצדקה ומתודולוגיית שווי, שאלת הגילוי ואחריות דירקטוריונים".

חומר רקע למפגש: [לחומר הרקע – לחץ כאן](#)

רשימת הנוכחים בדיון המקוון: [לרשימת המשתתפים - לחץ כאן](#)

צוות מקצועי: מיכל ברק, יואב אטיאס, ניב אלמוג

### שלומי שוב

אנחנו עוסקים הבוקר בנושא הכי רותח שיש היום לדעתי בעולם התאגידי, אגב אנחנו יחסית בנושא בפיגור אחרי העולם והוא ה-ESG. למרות שזה מגיע לישראל – רק בשבועות האחרונים ראינו שמגדל יצאה בקמפיין פרסומי סביב הנושא. אני חושב שפסגות היה הראשון בארץ שהתחיל עם הנושא כבר ב-2019 אבל חשוב להבין במה דברים אמורים בפועל.

למעשה יש בנושא זה ארבעה מימדים משמעותיים שיש ביניהם קשרים הדדיים חזקים, הניהולי, המימוני, המשפטי והדיווחי. מה שמגדיל את המורכבות של הסוגיה הרב מימדית הזאת הוא שמתערבבים כאן כנראה גם אלמנטים שיווקיים של מנהלי חברות מצד אחד ומונהלי השקעות מצד שני. האתגר שלנו בפורום היום הוא לנסות לנער את רעשי הרקע ולנתח את הסוגיה בצורה עניינית.

הנקודה המרכזית לדעתי היא הקשר בין ענייני סביבה, חברה וממשל תאגידי לבין ערך – כלומר DCF. וממה שהספקתי לבחון לקראת המפגש לא ראיתי עדיין הוכחה לקשר כזה. אגב, לגבי ה-G לדעתי יותר קל להבין את הקשר – לפחות מכיוון אחד - חברה שיש לה בעיה בממשל התאגידי הרווחיות שלה נפגמת. זה ברור ואנחנו רואים את זה היטב בשוק ההון באופן שבו הוא מתמחר חברות כאלה.

## פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

המחקרים הקיימים, שהם אגב גם לא תמימי דעים, מתמקדים בעיקר במחיר – תשואת מניה וכאן נכנסים כל מיני שיקולים של משקיעים. פרופ' עמיהוד מנתח את זה בנייר שהוא כתב לנו במיוחד לקראת הדיון (לא יכול להשתתף כי נמצא בניו יורק) ולמעשה טוען שאין כאן הוכחה (אן כבר בכיוון ההפוך לאור ההטיה השיווקית) וזה דומה יותר לנושא של דירוג אשראי. אני חושב שזה מתחבר להבחנה המימונית המקובלת בין "ערך" לבין "מחיר" – כלומר, יתכנו השפעות על המחיר שלא מקבלות ביטוי הכרחי בערך כתוצאה מהטיות של משקיעים – וכאן יש לטעמי פוטנציאל להטיה. ואולי זה עמוק הרבה יותר – אולי אנחנו לא יודעים לתמחר במודלים המסורתיים – כלומר DCF השקעות של העולם החדש שמגלמות בתוכן "חזון" – מספיק להסתכל עם הפער שבין ה- DCF לשווי השוק של חברות כמו טסלה ואפילו חברות אנרגיה ירוקה ישראליות – כמו אנלייט ואנרגייקס. כנראה שאנחנו לא יודעים לתמחר את ה"חזון" במודלים המסורתיים וזה בא לידי ביטוי כיום היטב במחיר השוק של חברות הטכנולוגיה – עד כדי חשש מבועה. לכל זה יכולים להצטרף טעמים שונים של משקיעים – יש כאן עניין של מנטליות ולא בטוח שמשקיעים ישראלים למשל חושבים אותו דבר כמו משקיעים מחו"ל לעניין זה.

בראיה המשפטית – יש כאן קודם כל שאלה עקרונית שנוגעת לאחריות הדירקטורים ומנהלי החברות קיימת גישה שעלי מייצג אותה ושהשיקולים של מנהלי החברה לפי הפסיקה (להבדיל מחוק החברות הקיים) צריכים להיות דואליים לא רק שיקולים עסקיים לצורך השאת רווחים – כלומר יצירת ערך למשקיעים אלא גם ליתר מחזיקי העניין. ברגע שגישה זאת תופסת אז כמובן הנושא של ה- ESG מקבל כיוון אחר והשאלה העקרונית שלי מתייתרת.

לצורך חידוד הדיון היום, חשוב להבחין בין תרומות פילנטרופיות שגם כך מוחרגות כיום מעקרונות השאת הרווחים בחוק החברות לבין נושא הדיון שלנו היום ה- ESG. כמו כן, לשם חידוד הדיון וההבחנה בין "טרנד" לבין "מהות" נישאר ברשותכם בגבולות הנוסח הקיים בחוק החברות לפיו מטרת החברה היא השאת רווחים.

אני חושב שהיום כל מנהל ודירקטור צריכים להיות מוטרדים. האם להעדיף ESG גם אם בראיה כלכלית נקייה הוא מוריד את השווי? זה ברור שיש כאן גם אלמנט של ניהול סיכונים שצריך להביא בחשבון אבל תחשבו על החלטות יומיומיות שפוגעות למשל בעובדים/לקוחות אבל מיטיבות בשיקול קר עם הרווחיות ארוכת הטווח. ככל שהגישה הפרשנית הדואלית מתקבלת אז למעשה צריך להיעשות שקלול של הדברים ויכולה להתקבל החלטה שונה!

כל זה מתנקז גם לשאלת האחריות של מנהלי ההשקעות כיום לדאוג לטובת העמיתים. עמיר הציג בנייר שצירפנו עמדה שלכאורה מנהלי השקעות – וזה לדעתי מתכתב עם מה שעמיהוד אומר, שמתעדפים השקעות על בסיס ESG לפי שיקול דעתם (כלומר, לא כחלק ממבנה הקרן

## פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

הספציפיות/מחייבות מוצהרת כלפי עמיתים) יכולים להימצא כפועלים בניגוד להנחיות רשות שוק ההון.

יש כאן מתח אדיר בין הגישה המימונית המסורתית שלא מתמחרת עניינים של רגשות ופוליטיקלי קורקט ואומרת למעשה "המלך הוא עירום", או שאולי כפי שאמרתי הגישה המימונית המסורתית מפספסת ולא יודעת לאמוד את החזון. בקיצור אין כאן לדעתי תשובה ברורה וזה שמוביל למורכבות של הנושא.

ההיבט הדיווחי הוא גם מעניין – כי הוא תמונת הראי של הסוגייה הזאת. אנחנו רואים שמתפתחות כיום בעולם מטריקות שיסייעו במדידה וכימות של הנושא וכן התפתחויות בנושא הדיווח בדירקטיבה האירופאית. אפילו הגוף של נאמני ה-IFRS פרסם לאחרונה קול קורא בנושא – זה מעיד עד לעוצמות של הנושא בעולם כיום – כי זה לא טריוויאלי שה-IFRS יתעסק או לפחות יתעניין בכלל במידע לא פיננסי ובמסגרת המושגית החדשה נטמנו הזרעים לדיווח מחוץ לדוחות הכספיים. אגב, רק כדי לקבל פרופורציות בראיית מידע כספי בדוחות הכספיים, אך אחד לא בחם אפילו עד כה לתת מידע כספי למשל על תרומות, מתוף תפיסה כי הדבר יכול להשפיע על החלטות השקעה של משקיעים.

בישראל, ראינו שרשות נייע פרסמה קול קורא בנושא ועוד מעט נשמע את נציגיה - ממה שאני מבין נכון לעכשיו הכיוון הוא גישה וולונטרית ולעודד אך לא לחייב. ראינו גם שהפיקוח על הבנקים הוציא מכתב לבנקים ביחס להבאה בחשבון של שיקולי ESG. עד כה ותקנו אותי אם אני טועה לא ראינו משהו ערכי בנושא מרשות שוק ההון, להוציא צורך בהצהרה על מדיניות השקעות חברתיות. זה מתחבר גם לדיון הקודם שלנו ורק מחדד את החשיבות של התיאום בין שלושת הרגולטורים עליו דיברנו.

אגב חשוב לדבר על הנושא גם בהקשר היותר רחב של דיווחי חברות פרטיות. אני מחזיק בעמדה שנשמעת בארץ קצת מהפכנית, אך באירופה מיושמת שנים, שצריך לחייב חברות פרטיות שלהן כמות עובדים/ספקים גדולה והשפעה חברתית גדולה – כמו קוקה קולה בישראל למשל, לפרסם דוחות כספיים שנתיים במתכונת חלקית לפחות כי יש להן משתמשים מקרב הציבור הרחב. ככל שזה יקרה, בהחלט יהיה ראוי להתייחס גם להיבטי ה-ESG. זה צעד שנראה לכאורה "סוציאליסטי" אבל הוא לטעמי מאד חשוב ולדעתי נכון בחשבונאות של עולם קפיטליסטי – כי המשתמשים בדוחות הם לא רק בעלי המניות והבנקים. לא יודע אם בזמן משבר הקורונה זה העיתוי הכי טוב לעשות כזאת מהפכה, אבל תמיד צריך לחשוב על זה וראוי לדעתי להתחיל במייד עם המונופולים.

מעבר לרגולציה ומומחי המימון והמשפט, אנחנו נשמע היום בין היתר את אנשי ההשקעות בגופים המובילים, מניח שנשמע דעות סותרות אבל זאת מטרת הדיונים שלנו. אין ספק שהאתגר שלנו הוא דיון אקדמי/מקצועי ענייני סביב הממשק בין המימון למשפט.

## פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

### אמיר ברנע

בוקר טוב לכולם. אני רוצה לציין שלוש נקודות עיקריות, הראשונה היא אישית. אינני יודע אם ראיתם במוסף הארץ כתבה על ESG שמציגה בכישרון רב אנקדוטות שונות בנושא ה-ESG, בעיקר ביישום שלו בארה"ב. אני מצהיר כאן, הכותב אמיר ברנע זה לא אני. אם למישהו יש טענות למאמר אני מבקש להפנות אותן לעיתון או לכותב.

השנייה מתייחסת ל-NPV: למדתי ולימדתי בתורת ההשקעות ותקצוב הון את כלל ה-NPV (Net Present Value), שבנוי על התפיסה הקפיטליסטית של בעלות הונית בחברה. ברור שכיום משתלבים בניתוח הכלכלי אלמנטים חברתיים אך בדרך כלל כמגבלות ולא כחלק מפונקציית המטרה. עדיין המטרה של מקסום שווי היא המטרה שמלווה את החברה הציבורית. שאלת המפתח לדעתי בדיון שלנו היום האם הדיבור הזה על ESG מציג מטרות חברתיות באופן ערכי כמטרה לצד מטרת השאת השווי. קיים הבדל גדול האם ESG הוא מגבלה, כלומר יכולים למקסם שווי בכפוף למגבלה חברתית – נניח אחוז העסקה של מיעוטים או מדד זיהום כלשהו, שינוי כזה יכול להתבצע והוא לא משנה את הפונקציה. אבל השאלה היא האם ESG הוא חלק מפונקציית המטרה כלומר האם משתנית מהותית הקונספציה שלנו של החברה הקפיטליסטית שממקסמת שווי. אני נוטה לחלופה שה-ESG משתלב כמגבלה בפונקציית המטרה והוא לא מרוקן אותה מהתוכן הכלכלי שאותו לימדנו. אני אומר גם ששילוב ה-ESG בפונקציית המטרה יוצר בעיות לא פשוטות למשל מהו אקוויולנט של ה-NPV במודל ה-ESG, כיצד נחליט על השקעות? נאמר מקרה של שתי השקעות שהן שונות מבחינת השווי, אבל אחת נאמר יותר מתקדמת מבחינת ה-ESG במדד ה-ESG, כיצד נקבע כמותית ה-Trade-off בשווי לעומת דירוג ESG. השאלה הזאת של ה-Trade-Off לדיעתי לא התפתחה עדיין באופן שיאפשר החלטה מסודרת סדר עדיפויות או דירוג השקעות כמו שקיים ב-NPV שהוא קיים ומלווה אותנו עשרות שנים. נשאלת השאלה היא איך לאמוד סיכון בעולם שבו ה-ESG הוא גורם דומיננטי כאשר משנים חיצוניים יכולים להשפיע באופן הפוך על ה-ESG. בסך הכל ה-ESG משתלב במודל ה-NPV, אפשר למשל לדוגמה אם מישהו חושב אפילו מחוץ לקופסה, שעומד להשתנות הרכב הביקושים, וביקושים מסוימים יגברו על אחרים, זה משתלב במודל ה-NPV פחות או יותר. אם למשל מישהו חושב שעומדות לצאת תקנות חדשות לפירמה שמזהמת ולפתרון הבעיה נדרשת עלות, זה שיקול שמשתלב ב-NPV. מכאן ש-NPV ו-ESG אינם דיכוטומיים. עדיין מוצגת במלוא ההבלטה הבעיה מהו מחיר במונחי NPV ליחידת ESG וכיצד מושוים בהערכות שווי מדדים וסולמות שונים של ESG למשל סתירה בין תרומה חברתית מנגד לסביבתית.

הנקודה השלישית, שם הקוד הוא "אלפא שלילית". האם השקעה מוטית ESG היא באלפא שלילית? הכוונה שמדידת ביצוע סטנדרטי של משקיע פיננסי תלויה באלפא, אלפא חיובית למשקיע מקנה

## פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

לאורך זמן תשואה יותר גבוהה, וכמובן אלפא שלילית זה להפך, השאלה היא אם קיימת או לא קיימת אלפא שלילית בהשקעות חברתיות? שאלה שעדיין לא פתורה. אני ממש סקרן לשמוע מה ענת הולכת לתרום בנושא הזה, אבל מכל מקום התוצאות, במידה והן קיימות, מראות שהיקף ההשקעה, יותר מטריליון דולר, בקרנות השקעה שמציבות את ה-ESG כמטרה מוביל לעליית מחירים של השקעות ESG וכתוצאה מזה אלפא שלילית. התוצאה הזאת עדיין לא הוכחה מדעית, אני מציג רק שהיא קיימת. ומשפט אחרון, הזכרת את יעקב עמיהוד שמלווה אותנו בדיון הזה, הוא אומר שהניבוי שלו מתי חברה תציג את עצמה כשהנתונים שלה יהיו נמוכים במדדי ביצוע מקובלים, המנהלים יטענו שהסיבה (תירוץ) היא ESG. כלומר ESG עלול לשמש כיסוי לאי הצלחה בביצועים. כדאי להיזהר מכך ותמיד לזכור שטשטוש במדדי ביצוע יוצר אי יעילות כלכלית.

### שלומי שוב

בואו נשמע קודם את רשות ניירות ערך. אלי, אתם עשיתם קול קורא ובחנתם את התגובות, היכן הדברים עומדים מבחינתכם?

### אלי דניאל

טוב אז בוקר טוב ותודה לכם על ההזמנה לשאת דברים בפורום הנכבד הזה. לפני שאני אציג את מתווה הגילוי שאותו אנחנו מגבשים ממש החודש, אני רוצה לציין, שבכל מה שקשור בגילוי באשר לאחריות תאגידית, או אם אנחנו נרצה גילוי בנוגע לסיכונים ESG, נראה שהרכבת כבר עזבה את התחנה. במהלך השבועות האחרונים קיימנו ברשות שיח בנושא הזה, גם עם נציגות של משרד ראש הממשלה, גם עם נציגים של משרד מבקר המדינה, וגם עם החברים שלנו בצוות בינ-משרדי שכולל נציגים של המשרד להגנת הסביבה, משרד המשפטים ושאר רהגולטורים הפיננסיים.

כמו ששלומי הזכיר בראשית דבריו, לצד כל אלה עקבנו גם מקרוב אחרי היוזמה וההוצאה לפועל של תוכנית Impact Nation של המשרד לנושאים אסטרטגיים והסברה. השורה התחתונה היא, כפי שציננה יו"ר הרשות בכמה הזדמנויות במשך השנתיים האחרונות, שה-ESG נמצא כאן כדי להישאר, ולא מדובר כאן בטרנד חולף. לפני כחמישה חודשים פרסמנו להערות הציבור קול קורא באשר לשאלה של הצורך במתן גילוי, מצד חברות ציבוריות בנוגע לאחריות תאגידית וניהול סיכונים ESG. היקף התגובות שקיבלנו היה חריג. עשרות גורמים בארץ ובעולם שלחו לנו התייחסות ואחרי שקראנו את התגובות ובתום הדיונים שקיימנו, יש לנו בעצם מפת דרכים לנושא ואנחנו מקווים שבמהלך השבועות הקרובים ממש אנחנו נגיע לישורת האחרונה. השורה התחתונה היא בעצם שאנחנו חושבים שראוי שחברות ציבוריות יתנו גילוי אודות אחריות תאגידית כניהול סיכונים ESG. העמדה הזאת לא צריכה להפתיע אף אחד. אם נתייחס למשל לרכיב של ה-E אז לפני כעשור בוצע תיקון בתקנות ני"ע פרטי ענייני תשקיף, נוספה התייחסות בנוגע לגילוי אודות סיכונים סביבתיים.

## פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

בנוסף, יש לנו בשנים האחרונות רצון לעדכן את הגילוי הנדרש ביחס לסיכונים סביבתיים, ובשל לוח הכספים של ועדת הכספים עוד לא הגענו לשם. אם נתייחס לרכיב ה-G, ניתן לציין את שאלון הממשל תאגידי שחברות הצטרפו לכלול לפני מספר שנים במסגרת הדוח התקופתי שלהן, וחלק מהחברות, דרך אגב, ממשיכות למלא את זה עד היום. אבל, בה בשעה שאנו אומרים שיש מקום למתן גילוי, ובשים לב להוראות הדין בנושא מעבר לים, אנחנו ערים לזה שזה לא נכון לקבוע משטר גילוי אחד בחברות ציבוריות ומשטר גילוי אחר לחברות פרטיות, ולכן אנחנו מתכוונים לקרוא לחברות ציבוריות לתת מידע וולונטרי בתחום. נכון לעת הזאת, כל עוד לא תהיה אסדרה רוחבית כזו או אחרת בכלל החברות שיש להן מאפיינים דומים, וזה לא המקום לקבוע אם אלה צריכים להיות קריטריונים של מספר מועסקים, או של מחזור מכירות, או של ספקים, כמו שצינת, או כל קריטריון אחר, הרי שבכוונותינו להסתפק בקריאה לחברות שנמנות במדד ת"א 125 לפרסם לציבור דוח אחריות תאגידי באופן וולונטרי. כמובן, שאנחנו נשמח שכמה שיותר חברות ציבוריות יענו לקריאה הזאת, אבל חשוב להדגיש זאת – לא תהיה כל סנקציה ביחס לחברה מבין חברות ת"א 125 שתחליט שלא לתת גילוי, וזאת כאמור בגלל שהגילוי הוא וולונטרי.

מעבר לזה אנו סבורים שראוי שאותן חברות שיענו לקריאה שלנו, ולהערכתנו אנחנו נגיע לפחות למספר דו ספרתי של חברות שיעשו את זה, ייתנו את הגילוי לפי קריטריונים שמקובלים בעולם - לפי כללי ה-GRI או לפי כללי ה-SASB. זה יאפשר למשקיעים מוסדיים, גם מקומיים וגם זרים, לנתח את הגילוי שהחברה נותנת ולהשוות אותו לגילוי של חברות דומות ולקבל החלטת השקעה על בסיס הגילוי הזה. אגב, אנחנו מעריכים שהמלצה זאת תאומץ ע"י חלק מהחברות הציבוריות שהצטרפו לאותה תכנית של ה-Impact Nation שהזכרתי קודם לכן, משום שגם במסגרתה הייתה דרישה לפרסם דוחות אחריות תאגידי לפי קריטריונים של GRI, או קריטריונים של SASB.

מעבר לזה, אנחנו מתכוונים לקרוא לחברות ציבוריות שיבחרו לתת את הגילוי לעשות את זה בשפה העברית או האנגלית או שתיהן, כדי שמשקיעים זרים יוכלו לעשות שימוש במידע הזה. אנחנו גם נשאף לכך שכל משקיע יוכל למצוא בעמוד אינטרנט מרוכז אחד את כלל הדוחות שיפורסמו בנושא. אנחנו מעריכים שלפחות בתחילת הדרך יהיה צורך לתת תמריץ כזה או אחר לחברות הציבוריות, כדי להניע אותן לפרסם דוח אחריות תאגידי, ובהקשר זה אנחנו בודקים פנימית אצלנו האם גם אנחנו נוכל לתרום לכך, ואם כן כיצד נוכל לעשות את זה. נושא נוסף שבכוונותינו לבחון קידום שלו זה הקמה של רשימה ייעודית לבורסה של Green Bonds ו-Transition bonds כלומר, אג"ח מעבר. בהקשר זה, אפשר להגיד שמשבר האקלים הפך להיות סוגיה יותר ויותר אקוטית, ולפחות לפי הפרסומים של ארה"ב לאחר ההשבעה הצפויה של הנשיא הנבחר ג'ו ביידן, צפוי להיות שר מיוחד לנושא הזה, ג'ון קרי, כאשר הפרישה של ארה"ב מהסכם פריז עשויה להתבטל. אנחנו גם ראינו בשנים האחרונות מה קרה עם שריפות יער באוסטליה, קליפורניה ואמזונס. ראינו שיטפונות בעשרות מדינות, גם בישראל,

## פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

ולפי הערכות, בדגש על אלה של המשרד להגנת הסביבה, גם בישראל אנחנו נגיע בעתיד הלא רחוק למצב שבו חברות יידרשו לשלם על פליטות הפחמן שלהן. אז לפני שאתם אומרים לעצמכם זו רק בעיה של חברות כימיקלים ואנרגיה, אני מציע לחשוב שוב. קחו למשל בנק גלובלי עם היקף פעילות נרחב, עם עשרות מיליון לקוחות, הבנק הזה עושה שימוש עם כמה וכמה חוות שרתים ענקיות שצורכות אנרגיה בהיקפים עצומים. גם לבנק כזה, יש אחריות שהאנרגיה שאותה הוא צורך תגיע מקורות ירוקים. השאיפה שלנו שאם תהיה רשימה ייעודית של Green And Transition bonds, ואם תינתן הטבת מס מסוימת למשקיעים בהן, למשל, בדמות מיסוי מופחת על הריבית, אז ייתכן ושוק ההון המקומי יוכל לתרום את תרומתו להפיכת ישראל לירוקה יותר.

לפני סיום, אני רוצה לציין שעד 2020 לא ראינו כמעט דרישה לקבלת מידע בנושא סיכונים ESG מצג הגופים המוסדיים בישראל. ניתן לראות איזשהו שינוי בעת האחרונה ואני מניח שהנציג של מגדל או נציגי פסגות יתייחסו לזה בהמשך, ואגב היום זה בדיוק אנו מציינים שלוש שנים לאותו חוזר של דורית סלינגר – אז יום הולדת שמח. אנחנו מקווים שהיישום של הצעדים שאותם הצגתי כאן יאפשר לגופים המוסדיים המקומיים לקבל מידע מהימן מהחברות הציבוריות אודות האחריות התאגידית שלהם וסיכונים ESG ובעצם בכך יתאפשר לאותם גופים להציע למשקיעים השקעה מבוססת ESG.

### שלומי שוב

אני חושב שבאמת הבחירה של ביידן רק נותנת עוד יותר דחיפה לנושא.

### יאיר לפידות

אני אתן לזה הקדמה רחבה יותר ואחריה אני אגע גם בסוגיות המרכזיות. אחד, ילין לפידות ידועה בענף כאחת החברות ההוגנות ביותר. למיטב ידיעתי, אנחנו החברה היחידה בענף הפיננסים או הגמל שלא גבתה בתחום הגמל את תקרת דמי הניהול האפשריות, למשל, אנחנו מיוזמתנו קבענו שזה יהיה 1.5% ואין מעבר לזה. כך זה היה בעבר הרחוק, גם כשכולם העלו ל-2% מעולם לא העלנו דמי ניהול ללקוח בגמל. גם בעניין הזה יכול להיות שיש פה גם את חן, היא תגיד אם גם הם עשו את זה. אני יודע שכמעט כולם העלו מחירים, אבל אנחנו לא עשינו את זה. זכינו גם במקום הראשון, בסקר החיצוני של רשות שוק ההון לגבי דירוג איכות שירות הלקוחות לעמיתי הגמל וזאת בשש השנים האחרונות ברציפות, מאז שהחלה הרשות לעשות כאלה סקרים.

### אמיר ברנע

האם מחמאות אלה שייכות ל-ESG?

## פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

### יאיר לפידות

אתה לא קראת כנראה את הנייר של הפורום העולמי. תקרא את מה שנשלח אתמול ע"י פרופ' בוקשפן, ועם כל זאת הסוגיה הניצבת בפנינו כאן, מזכירה לי יותר ויותר את בגדי המלך החדשים. המלך, או שמא נאמר משטרת המחשבות הפרוגרסיבית, מנסה חליפה מדהימה חדשה, שמכרו לו מומחים רציניים מאוד. ציבור אנשי העסקים מביט בסצנה, רואה בעיקר מלך עירום, אבל כולם מסבירים לו שהאנשים המתקדמים והחכמים בעולם רואים חליפה מדהימה, ואוי לך אם לא תראה, ובהתאם לכך כולם מוחאים כפיים בשלב הזה ומסתכלים על החליפה המדהימה. לצערי, אני הילד שרואה עדיין מלך עירום. אני בראש ובראשונה איש עסקים ומנהל בענף עם תחרות אגרסיבית. הסיבות לפעילותי בענף הן אחת, עניין מאוד גדול, ושתיים, שאיפה לגיטימית לרווחיות וכו', למרות שבעת האחרונה יש יותר ויותר כאלה שרואים בשאיפה הזאת דבר לא לגיטימי. עכשיו, לגופו של עניין, יש את סוגיית ה stakeholder. קראו שוב פעם את המסמך של הפורום העולמי שנשלח אתמול, מסמך מדהים בעיניי. אחד, בניגוד לאשליה ולמה שמנסים למכור לנו, ישנן פעמים רבות ש stakeholders נמצאים בניגוד עיניינים אינהרנטי עם גורמים בתוכם, אחד מול השני, zero-sum game קלאסי. נניח חברה, הרוצה להעלות את המחירים, אז מי מרוצה? בעלי המניות. ומה עם הלקוחות? הם מרוצים מזה? דוגמה נוספת, אם מחר תעלה חברה ב-20% את שכר העובדים, תיקח החלטה חברתית מאוד, העובדים ישמחו, נקבל בתקשורת אולי גם מחיאות כפיים סוערות, אבל מה עם בעלי המניות? בוא ניקח חברה עם מיליארד ש"ח נכסים, וכן מיליארד ש"ח חוב, נמחק לה האקוויטי כך שהשווי הנקי לבעלי המניות היום הוא לכאורה אפס. מה רוצים בעלי המניות? בעוד שנתיים צריך להחזיר את החוב. מבחינת בעלי המניות, הגיוני כלכלית לבצע השקעות עם סיכון ואולי בעוד שנתיים שווי הנכסים יגיע למיליארד ושלוש מאות, ואז השווי הנקי יגיע ל-300 מיליון ש"ח נכסים נטו במקום אפס היום. אבל, מבחינת בעלי החוב במצב כזה עובדים רק עם הכסף שלהם ואוטומטית הערך של החוב יורד אינהרנטית, ברגע שלוקחים את הסיכון להשקעות מסוכנות, עוד פעם zero-sum game קלאסי בין אלמנטים בתוך ה stakeholders. כל האלמנטים הללו ורבים נוספים מביאים את ה stakeholders לניגוד עיניינים אינהרנטי, באותם מצבים אין win-win situation, או אני מרוויח או אתה מרוויח. מנסים למכור לנו את האשליה כאילו תמיד זה win-win situation, כולם מרוויחים בכל מצב, כל מה שנעשה לטובת החברה.

### שלומי שוב

אז אתה אומר שזו בכלל קונספירציה?



## פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

### יאיר לפידות

אינדירה נאוי, לשעבר מנכ"לית פפסיקו, צוטטה בכנס ESG לפני כשנתיים בציטוט הבא "בעשרות השנים האחרונות החברות נחטפו ע"י קבוצת השוליים של בעלי המניות". זה היה המשפט, הניסוח לא יכול להיות מדהים מזה, במיוחד מצד אחת שלקחה 10 מיליון כל שנה בקדנציה שלה. עכשיו בפרפראזה על הדברים של אינדירה נאוי אני אגיד כזה דבר: "בשנים האחרונות נעשה ניסיון שיטתי, לחטוף את החברות מבעלי המניות, היחידים (חוץ אולי מנושים) המסכנים את כספם והונם המושקע בחברות". זהו זן מודרני של הלאמה פרוגרסיבית קיצונית, שתפגע לאורך זמן קשות ברצון להקים עסקים, לקחת סיכונים, ובכלכלה בכלל. קחו בתור הדגמה קצרה לאיפה הסיכונים נמצאים, את מה שקרה במשבר הקורונה לאנשי העסקים הקטנים, מה מצבם, ומה קרה לכל השכירים ועוד השכירים בממשלה. אין פה איזונים בכלל בלקיחת הסיכונים. אני מוכן להיות מנכ"ל בחברה אם אתה רוצה כשכיר שאני את כספך אקח לכל הפרויקטים הכי נפלאים בעולם חוץ מNPV, אז בסדר, כשכיר אני מוכן להיות כזה אבל עם הכסף שלך.

### ענת לוי

בספרי ילדים יאיר לא רוצה לומר את הספר המשלים, אולי "עלילות פדהצור בקיצור", אבל אני אנסה לצאת רגע ממה שאתה אומר ולהגיד איך אני רואה את זה ואיך בלאקרוק מסתכלת על זה. כשבוחנים את הנושא של ESG צריך להסתכל עליו בשלוש זוויות. יש את היישום בהשקעות, שיאיר דיבר עליו גם ואני חושבת שגם שלומי ואמיר על האלפא (ערך עודף), שחלקה הוא מעורבות בחברות. יאיר התייחס אליו, מה בעצם המעורבות המשקיעים בחברות בנושאי ESG זוהי זווית שניה. ושלישי זאת המחויבות של החברה. אני לא יודעת כמה מכם קראו את Economist השבוע, את החברה שנקראת "אנל" Enel. אני חושבת שיש לזה היום תרגום בעיתון, מתפתחים דברים נורא מעניינים גם בנושא החוב, יאיר, בהקשר המימון בחברות, והקשר לקיימות. הנתונים מדברים בעד עצמם, ושלומי הראה את זה בחומר רקע. היום כמעט 90% מחברות S&P מדווחות נושאי ESG לעומת 20% לפני עשור. יש המון עליה ב SASB (גילוי על קיימות בחברה) ושלומי יש Tax Force ל climate Discloser בדוחות הכספיים אני מניחה שאתה מכיר את זה, זה נקרא TCFD. נושא נוסף: אני חושבת שיש קצת בלבול בין השקעות Impact להשקעות חברתיות, ומה זה אומר השקעות ברות קיימא ו ESG, כי השקעות Impact והשקעות נוספות שנועדו להשפיע על כיוון מסוים שונות לגמרי ממה שאנחנו מדברים עליו כשאנחנו מדברים ESG וקיימות, ואני מסכימה שהשאלות הן מה באמת באיכות נתונים, כדי שנדע לשפר תחזיות, מה התוצאה שרלוונטית בניהול השקעות ואיך עושים את זה. עכשיו על הראשון (איכות הנתונים) יש הרבה מאוד וויכוחים ויהיו עוד הרבה מאד וויכוחים כי אין מספק עומק של היסטוריה. ב G יש כבר הרבה מידע אקדמי, אני חושבת שעל ה En ועל ה Sn אין עוד כל כך מידע.

## פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

אנחנו בכל מקרה, כחברה שמנהלת מעל 7 טריליון דולר, נשקיע בדיוק לאיתור הקשרים בין מידע על קיימות לערך השקעתי, הרבה בשנתיים הקרובות כמי כמו שאומר יאיר וכמו שאומר אמיר אנחנו צריכים לעשות את הטוב ביותר ללקוחות שלנו ולטייב עבורם את פרופיל סיכון-תשואה ואת האלפא בהשקעות. התפיסה שלנו היא שסיכון קיימות הוא בדיוק דומה ותהיה דומה בעתיד למה שאנחנו מכירים היום כסיכון אשראי וסיכון נזילות. כלומר תהיה פרמיה שתקרא פרמיית קיימות שתהיה מאוד דומה, ותהיה כמו סיכון אשראי וכמו סיכון נזילות. תהיה חובה ויכולת לנתח אותה, יהיו בה הזדמנויות והיו בה סיכונים. את הסיכון הזה אי אפשר לא לנהל ולכמת אותו במהלך הניהול של החברה ואני אתן לכם רק דוגמה קטנה: בלאקרוק, אשר יש לה את אחת ממערכות ניהול הסיכונים המתקדמות בעולם (זה לא Promotion), מערכת טכנולוגית ניתוחית מבוססת מטריצות של ניהול סיכונים המתבססת על כ- KPI 3,000 של סיכונים. פירסמה שבוע שעבר, כי הטמיעה בתוך מערכת הסיכונים (Aladdin) שלה KPI 1,200 חדשים שקשורים ל ESG, הווה אומר שאפשר לכמת כל אחד מהם בעדשת סיכון. היו לנו 12 לפני כן, ואנחנו עושים את זה דרך שיתופי פעולה עם גורמים חיצוניים. אתן דוגמה ליישום שמוביל לערך, במערכות ניהול סיכונים שלנו, נקראת אלדין, יש עכשיו מערך סיכונים מעודכן ESG. בוא ניקח רק את נושא האקלים כדי לנסות לכמת, ואני מסכימה שהאתגר הוא גדול מאוד לנסות לכמת את זה לתזרים, לכמת את זה למשהו פיננסי, בלאקרוק באמצעות Aladdin Climate, בנתה מערכת שת"פ עם חברה שנקראת Rhodium, גוף אקדמי שקוף כולכם יכולים לראות את הנתונים, הוא חילק את העולם לריבועים ומשבצות של 25 קמ' על 25 קמ', בכל אחת מהמשבצות האלה, באמצעות במחקר מבוסס תחזיות, מנוטרים סיכונים האקלים וההשפעות שלהם על אבטלה, צמיחה, אינפלציה, כך מקבלים מחקר על תחזיות מאקרו שנובעות מסיכונים האקלים. אין היום אף גורם שיוודע לתכלל את ההשפעות הפיננסיות של סיכונים האקלים: מערכת ניהול הסיכונים שלנו מנסה לעשות בדיוק את זה. אנחנו לוקחים דרך האלאדין קליימט את הנתונים המקרו האלה ומה שאנחנו עושים זה נותנים להם את תרגום פיננסי. כלומר בעבודת האנליסט נלקחת ההשפעה הפיננסית הפוטנציאלית של סיכונים האקלים על החברה, או של נייר ערך מסוים שנמצא במקום מסוים לפי המשבצת הגיאוגרפית. סליחה שאני קצת טכנית, אבל תבינו שזה אתגר מאוד גדול. כרגע כל ארה"ב ממופה. בשנה הבאה אפרופו, לתמוך במי שחושב שקיימות היא פה כתפיסת ניהול השקעות וכתפיסת סיכון, תחשבו ששנה הבאה כל המערך הזה מתרחב לאירופה, אסיה ופסיפיק. אנליסטים בבלקרוק יקחו את הנתונים האלו ויכניסו אותם כגורמי סיכון משלימים, בדיוק כמו שמנתחים אשראי. ואז אנליסט יאמר לעצמו, אוקיי, אני יודע שבמפעל מסוים עוד חמש שנים בגלל שהוא נמצא באזור מסוים, הקירור של הטורבינות בגלל חוסר מים יהיה שונה. האם אני צריך לפקטר את זה? ואני מסכימה איתך אמיר, האם אני מפקטר את זה בנוסף על מערכת ניהול הסיכונים שלי הרגילה שבה אני מנתח את החברה, אח"כ כל הנתונים האלה מתלבשים על התזרים הרגיל. זאת אומרת, אף אחד

## פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

לא מדבר פה על קבוצה או מחשבה שבאה ואומרת אנחנו זורקים הצידה את שיטות החישוב הישנות, אלא היא רק נותנת להן עוד עומק, עוד שאלה, עוד סוגיה, עוד משהו לבחון אותן. ואז נוצר כלי מאוד מאוד חזק, כי כשיוצאת מדיניות חדשה כלשהיא בעולם אתה יכול מיד לנתח את כל התיק שלך ולהבין איך זה משפיע על כל נייר ונייר. עכשיו, אני מודעת לזה שבישראל אנחנו מתייחסים לכל העולם של ניהול סיכונים והעדשות שלו בצורה שונה קצת ממה שמקובל בעולם. אבל צורת הניתוח הזאת מורידה דעות קדומות, ואני שומעת פה בצל הדברים כמה דעות קדומות. אתם יודעים האם מטענים של מכונות חשמליות יותר טובים ממפעל מזהם? תלוי בתמחור, תלוי איפה נמצא, תלוי בעוד גורמי סיכון שקשורים. נכנסתי למערכת הזאת באמת כי רק שבוע שעבר היא נפתחה, נכנסתי אליה וראיתי שלדוגמה בפלורידה שהיא אזור אדום, מפלס המים עולה שם, יש נכסים שהם ירוקים. מדוע? כי הם נמצאים במקום אחר, הבניין הספציפי, אחר הניתוח הכלכלי הכולל הוא אחר מהסביבה וכו'. זאת אומרת, מי שאוטם את עיניו ולא מסתכל על זה שעולם ניהול ההשקעות הולך לעולם של ניתוח יותר גרנולרי ומוסיף עוד מידע, מאבד מימד ניתוח. הרי מה מדובר ב-ESG? מדובר על שקיפות של עוד מידע שיעזור לך לנתח השקעה שלך וכן יעזור לך להשיג תשואה עודפת עבור הלקוחות שלך. זה כל הרעיון פה, אין שום רעיון אחר. עוד פעם, אל תתבלבלו עם השקעות Impact, אל תתבלבלו עם השקעות שנקראות חברתיות. מהניסיון שלנו, וזה אתגר גדול אני מסכימה, אנחנו נצטרך להוכיח על פני זמן שזה אכן כך, ולכן המערכות הללו יעקבו וינטרו שהסיכון הזה באמת תורם בניתוח ויבססו את העובדה שסיכון האקלים, הוא באמת סיכון שאתה יכול להכניס אותו כסיכון דומה לסיכון אשראי ונזילות. הרעיון מאוד מעניין, אנחנו היום למשל יכולים לנתח בתיקים שלנו תרחישים: אם אנחנו מאמינים שהסכם פריז יוחל ואם אנחנו מאמינים שהעולם באמת, גם ארה"ב, תיכנס בחזרה להסכם פריז, איך אנחנו צריכים לשנות את התיק, מהן ההשפעות. הרי תהיינה חברות שתיהננה מזה ותהיינה חברות שתפגענה מזה, איך אנחנו מיישמים את שינוי התיק בצורה הדרגתית. אלו כלים טכנולוגיים מאוד חזקים וניתוח מידע מאוד מאוד גרנולרי, וברור שכולנו יודעים, שבדומה לכל פיתוח, ואתה התחלת שלומי בעניין הזה, יש חלקים שלמים בתפיסה שלנו של ניתוח ותחזיות שאנחנו לא תמיד יודעים לכמת אותם. אני רוצה להזכיר שכמנהלי השקעות בשביל ההבדל זה בתחזיות יש שוק הון. אחד מאמין שחברה היא יקרה ואחר מאמין שהיא זולה, הרי זה העולם עכשיו. אנחנו סיימנו לגמרי להתאים את התיקים שלנו לתפיסה הזאת, כי אנחנו חושבים שיש בזה סיכון שחייבים להסתכל עליו, זה תנועות הון שחייבים להסתכל עליהן, ואנחנו מיישמים זאת עם כל הכלים הטכנולוגיים ב-5600 המוצרים האקטיביים שאנו מנהלים. במוצרי אינדקס כמובן שאנו רק יכולים לתת את הגילוי. כמובן, שאנחנו יכולים לעקוב, ויש לנו היום טבלאות פרמטריות מאוד מדויקות מה אומר ה-E, מה אומר ה-S, מה אומר ה-G, מהו ה-KPI על כל אחד מהם.

## פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

### אמיר ברנע

ענת, אני מנסה להבין את המסר שלך. אם הבנתי נכון בבלאק-רוק, שיושבים על החלטות השקעה, משלבים בתוך מסגרת הניתוח למשל צפי של משבר אקלימי. אם זה כל המסר הרי שהוא מנותח במתכונת הקונבנציונלית כי בוחרים השקעות על פי תשואה. אין שינוי בקונספציה, יש פה דבר אחד – הכללה של אלמנטים שבעבר לא התייחסו אליהם עכשיו כן מתייחסים אליהם כמשפיעים על התזרים. את לא מציגה איזו גישה שונה מהותית, את סך הכל באה ואומרת שאדון בלאק-רוק הגיע למסקנה שהאלמנטים האלה יהיו דומיננטיים נניח בעשור הבא, בעוד עשרים שנה, לכן כדאי לשלב אותם בתכנית ההשקעות עוד היום. זה מה שאת אומרת?

### ענת לוי

זה אחד הדברים שאני אומרת, וזו בהחלט הגישה שלנו, ואני לא יודעת אם זה אדון או גברת בלאקרוק, כי גם הקימו את החברה שתי נשים, אבל זו בוודאי בוודאי הגישה בעולם ההשקעות כי אנחנו נאמנים, אתה נאמן ללקוחות שלך, אתה מחויב להשיג להם את התשואה הנכונה ולכן ההתעלמות שלך מהנושא הזה היא בעצם פגיעה ביכולת הניתוח שלך. אגב, לצד זה, וזה גם משהו שאנחנו חייבים לשים אליו לב, קיימות תנועות ההון. אם יש לך תנועות הון בעולם ואם דור המילניום מעוניין להשקיע יותר בהשקעות שיש להן אימפקט אתה חייב לתת לזה את הדעת. בסוף תנועות הון הן חשובות לכשעצמן.

### שלומי שוב

היא אומרת, טעמי המשקיעים למעשה, זה מה שהיא אומרת.

### ענת לוי

אם טעמי המשקיעים משתנים האם לא תיתן על זה את הדעת?

### אמיר ברנע

אני מזכיר שלימדו אותנו לפני עשרות שנים כי אופטימלי לפירמה למקסם את השווי למשקיע, והוא יחליט ברמת המשקיע אם לתרום לפילנתרופיה או למטרות חברתיות, החלטה שלו, שהיא נפרדת מהחלטת מקסום השווי, כי החלטת מקסום השווי טובה לכל המשקיעים. אחרי זה משקיע יחליט אם הוא רוצה פילנתרופיה או אימפקט. אבל לבוא ולהגיד שחלק ממטרת החברה היא אימפקט, אז הופכים אותה לחברה פילנתרופית ומאבדים את האופטימליות עליה למדנו.

## פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

### ענת לוי

אני לא אמרתי את זה, אמרתי שיש שלושה מישורים. מישור אחד זה היישום של תפיסת ESG בעולם ההשקעות, עליו דיברתי בהרחבה, והוא בעיקרו הנושא של אותה פרמיית קיימות שצריך להתייחס אליה כאל פרמיית סיכון אשראי ונזילות. ישנו מישור שני, והוא stewardship – מה אתה כמשקיע, כי גם יאיר מצביע כמשקיע בחברות, על מה הוא מצביע, איך הוא מצביע, לאן המשקיע מכוון את הדירקטוריון? למטרות החברה. זאת שאלה שנייה בסדר. ושאלה שלישית, שהיא שאלה מאוד מורכבת, מיכל ארלוזורוב פה אז היא יכולה להעיד עליה, היא כמובן איך החברה מתנהלת בפני עצמה ומול כלל בעלי העניין בה ואיך היא מנצלת את תנועות ההון ומחירי ההון המשתנים שקשורים לעולם ה-ESG. אני ממליצה לכולכם לקרוא על אנל, חברת חשמל איטלקית ולקרוא על האג"ח שהיא הנפיקה ואיך היא התאימה בעצם את ניהול החוב שלה בכיוון תנועות ההון האלו. זאת אומרת יש פה שלושה מישורים. הדיון הוא נורא מורכב, הדיון הוא לא פשוט ואני מסכימה עם דבר אחד, שהדאטה הוא דאטה שאין עליו מספיק נתוני עבר בחלקו, אני חושבת שב-G יש, על השאר אין מספיק נתוני עבר, יש עלינו הרבה מאוד חובה ואנחנו נשתף בשיפור המידע בוודאי, כדי לנסות ולפרט את זה למסקנות, אבל צריך בהחלט להסתכל על זה בשלוש העדשות.

### שלומי שוב

אגב ענת כשמדברים על גילוי מדברים על מחוץ לדוחות הכספיים ולא בתוך הדוחות הכספיים, אבל אני מוכן לבדוק את מה שאמרת.

### מיכל ארלוזורוב

ראשית מי שלא מכיר אותי נעים מאוד, אני משמשת כחברת הנהלה יועצת משפטית של "אדמה פתרונות לחקלאות" שזו חברה ישראלית שהיא תאגיד מדווח אבל אני משמשת גם כיועצת משפטית וחברת הנהלה של בעלת השליטה הסינית שלנו שנסחרת בבורסה בשנזן. יש לנו כיום בעלת שליטה מעלינו חדשה שזו חברה שנקראת "Syngenta Group" והיא באה מתפיסת העולם והערכים המתקדמים ביותר בתחום של הקיימות ולכן בהרבה מאוד מובנים, כמו שענת אמרה, אנחנו בתוך הטרנד. עכשיו מה זה אנחנו בתוך הטרנד? אני כבר עשר שנים מנהלת את ההיבט הזה של קיימות באדמה. מאיפה זה הגיע? זה הגיע מתוך הבנה והכרה שחברה כימית שמייצרת מוצרים כימיים שמסווגים הייתי אומרת כרעים ביותר, אם היא לא תטפל בהיבטים של קיימות, אז אחד היא מקצרת את העתיד שלה כחברה עסקית וכל זה למה? ראו את השפעות האקלים. בואו נניח שהייתי הולכת בגישתו של יאיר ואומרת תשמעו לשים בשלוש שנים מאה מיליון דולר לפחות במתקנים שמשפרים את כל נושא ההשפעות שלנו על הסביבה זה טירוף. בואו ניקח את המאה מיליון דולר האלה ונחלק אותם כדיבידנד, אבל זה היה ברור כבר לפני עשר שנים שהשקעות האלו הם לא nice to have ולא

## פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

good to have אלא הם must have כמו שאומרים בעברית. ולמה זה? אחד, הרגולציה צועדת בעקבות הראייה החברתית ושמענו כבר את עלי ואני מכירה את עלי כבר הרבה מאוד שנים, הראיה החברתית יש לה השפעה משמעותית על אופן ניהול העסק שלך.

אני אביא לכם דוגמא קצרה של סיפור מרתק של חברה בשם Bayer - חברה גרמנית מעולה ומשופרת שרכשה לפני שלוש שנים את Monsanto האמריקאית שהייתה אחת החברות הכי רווחיות בארה"ב, שכשאנחנו עוסקים בנושא של חומרי הדברה, זרעים, כל מה שקשור בממשק עם החקלאי. Bayer בשעה שהכריזה על רכישת Monsanto, המניה שלה נסחרה בניו יורק ובאירופה ב-100 יורו למניה. היום אחרי שהיא רכשה את Monsanto בשישים ושישה מיליארד דולר שחלק מזה היא לקחה כחוב, המניה של Bayer נסחרת ב-45 יורו למניה. כל זה למה? כי Monsanto נתבעה, היום זה הגיעה למימד של מאה אלף תביעות בנושא של איזו טענה שהחומר המרכזי שהביא את הרווחיות של Monsanto הוא מסרטן. Bayer כשהיא יצאה לדרך ורכשה את Monsanto היא נסמכה על המדע, על הצד המשפטי. היא אמרה, אני יודעת שהחומר הזה לא מסרטן, אני בטוחה בדרכי ולכן העובדה שמספר התביעות הולך ותופח לא מעניינת אותי. אבל Bayer התעלמה ככל הנראה בהליכי ה-Due Diligence מהמוזיקה, ממה שאמרה הסביבה, ממה ששידרה הסביבה והראיה היא שתוך כדי התהליך כש-Bayer מנהלת את כל המאה אלף תביעות האלו, היא עושה מהפך ועוברת ואומרת לעולם אני לא Monsanto, אני לא החברה הרעה הזאת שאתם תובעים בביהמ"ש. אני משנה את דרכי ומשקיעה סכומי עתק בכל הנושא של רכישת אמון הציבור מחדש. Bayer מבינה שברגע שאיבדה את אמון הציבור אין מה לעשות, המספרים לא ידברו, התוצאות של Monsanto עד היום הן תוצאות מדהימות והראייה היא שהמניה נשחקה. כלומר, את מה ש-Bayer מבינה באיחור אני חושבת שכולנו כאן בחדר צריכים להבין.

הנושא של ESG זה לא טרנד וזה לא משהו שאפשר לוותר עליו. חברות גדולות ורציניות יש להן תפקיד מרכזי באחריות כלפי החברה, הן מושפעות מדעת הקהל של החברה ואנחנו רואים את הפגיעה ב-Facebook למרות המספרים הטובים שלה ואנחנו רואים עוד הרבה מאוד השפעות חברתיות.

### רקפת שני

מיכל, האם את מרגישה לחץ מהצד של המשקיעים? האם יש להם דרישות?

### מיכל ארלוזורוב

המשפט הבא שלי היה שהלחץ החברתי גולש כמובן למשקיעים, לספקים, ללקוחות. לדוגמא כשאני באה לחתום היום חוזה עם אחת החברות הרב לאומיות הן אומרות לי תראי לי את הדירוג שלך ב-

## פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

Ecovadis. Ecovadis זו חברה שמדרגת את ההשפעה של הפעילות של ה-ESG שלך ובלי ציון מינימלי ב-Ecovadis אני לא מצליחה לסגור את העסקה.

### שלומי שוב

אתם מבינים מה אנחנו אומרים? שגם אם זה טרנד מאחר וכולם מתכנסים אליו אז זה הופך להיות מעין דירוג אשראי כזה. זה כמו סוג של דירוג אשראי שגם אם האלפא נפגעת, למעשה ייווצרו כל מיני רווחי ארביטראז' ולא בטוח שאפשר בסופו של דבר להרוויח מזה.

### רקפת שני

השאלה היא האם זה רק חברות מהסוג של אדמה ו-Monsanto או גם חברות אחרות?

### מיכל ארלוזורוב

אני רוצה לומר לכם שאנחנו מודדים את ההשפעות של ה-ESG שלנו. אנחנו מודדים את עצמנו ואין לנו שום צל של ספק היום שיש לזה השפעה. ראשית, אני חושבת שכולנו מחויבים להקטין השפעות על הסביבה, כולנו, בין אם זה פלסטיק, בין אם זה בקבוק קוקה קולה שאנחנו לא ממחזרים ובין אם זה שאנחנו נוסעים ברכב שהפליטות שלו לא עומדות בתקנים. מי שמשלם את המחיר על זה שאנחנו לא כולנו אחראים ולוקחים את זה, לדעתי ראשון במעלה, זה שהגשם מציף לנו את הבתים והשרב שגורם לזה שעגבנייה תעלה 15 ₪ לעגבנייה בודדת. החקלאים מושפעים מזה, אנחנו מושפעים מזה בעקיפין וחברות הביטוח מושפעות מזה.

הנושא של ה-ESG הוא רק דיווח על השקעות שהן הכרחיות, ולכן מה שאני באה לומר לכם זה קודם כל שההשקעות האלו, אנחנו כבר עשר שנים משקיעים ויש לנו דרך ארוכה לעשות כדי לעשות כדי להגיע ל-KPI's בינלאומיים. אנחנו מדווחים, נבדקים על ידי KPMG ולמה אנחנו נבדקים? בדיוק מהסיבה שאפשר יהיה לצרף את זה לדוחות הכספיים ולעמוד מאחורי הנתונים שמופיעים בדוח האחריות התאגידית שלנו. אגב, פתחנו אפילו אתר ייעודי השנה והכנסנו את כל הנתונים לתוך האתר הייעודי. למשל אנחנו חלשים בנושא של מגדר - אצלנו בארגון יש רק 25% נשים, קשה להגיד שיש רק 25% נשים באוכלוסייה. לכן, היעדים האלו שאתה מציב לעצמך, והצורך שלך לדווח, משפרים אותך. אמיר מחייך, אני יודעת שיש אלפי מחקרים שאומרים ששנים בהנהלה משפרות את התוצאות. אתה רוצה לחלוק על זה? בסדר, אפשר.

### שלומי שוב

מה שאת אומרת זה סוג של רגולציית שוק זה דבר מאוד מאוד מעניין מה שאנחנו אומרים פה.

## פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

### מיכל ארלוזורוב

אני בפירוש אומרת שזו רגולציית שוק ואני בפירוש חושבת שקיימות זה משהו שמאפשר השקעות ארוכות טווח. אז מי שרוצה להסתכל על הרבעון הבא יכול להיות ואני מסכימה שיאיר סובל מהנושא שאנשים מסתכלים על הרבעון הבא, אבל בסוף החברות הטובות הן אלו שיביאו תשואה אם יש להן עתיד יותר טוב כי הן השקיעו במה שצריך להשקיע.

### שלומי שוב

אני רוצה ברשותכם להכניס לתוך הדיון גם את הזווית המשפטית של חוק החברות וגם את הגופים המוסדיים האחרים.

### עלי בוקשפן

תודה רבה, בוקר טוב ותודה שהזמנתם אותי. להביא מישהו מעולם המשפט ועוד עם מצגת ארוכה כמו זו ששלחתי לכם אולי לא מזמין קשב, אבל כמו שכבר יאיר עלה על זה קודם, לפחות במחצית מהמצגת יש לפניכם המון חומרים דווקא מהעולם שלכם, עולם העסקים והמימון, כולל ידיעה טרייה מהשבוע שעבר על יוזמת הנאסד"ק שבדיוק מתקשרת לעניינו, שתומכת בטענה שלי. אני חושב שאין כמו נושא ה-ESG, ששאפו שהעלאתם אותו עכשיו גם לפורום הזה, כדי להמחיש בימים אלו יותר מאי פעם את התכלול לא רק בין בעלי המניות לבעלי העניין, שזה עניין חס במיוחד כעת, אלא גם תכלול בין עולם המימון, עולם העסקים ועולם המשפט - חלק מאינטגרציה נחוצה לניתוח הנושא וטוב שהזמנתם גם משפטיים. הנושא גם מקשר את היחס בין ישראל לבין ההתפתחויות המואצות בכלכלה הבינלאומית, כי אנחנו במונח מסוים קצת מאחור, ובצדק אמר קודם אלי, יצאנו מהתחנה. עדיין, אנחנו "פרובינציה" קטנה, וחשוב לעשות קריאת השכמה, לגבי מה שמתרחש בעולם ומתרחשים המון דברים.

אם אני יכול לסכם את מה שאני רוצה לומר אז אפרופו עולם הדימויים של משבר הקורונה, נושא ה-ESG הוא כמו חיסון ומי שיקדים לקחת אותו יתמודד היטב לא רק עם סיכונים וסיכויים עסקיים אלא גם משפטיים. אתה שלומי אמרת קודם שאני אביא את הזווית לאן ראוי לקחת את המשפט, ואני רוצה לדייק, במצגת שלי הבאתי דוגמאות לא רק לאן המשפט מתפתח לדעתי אלא גם דיווחים על מה שהמשפט כבר כאן ועכשיו, וקצת מתחת לרדאר, דורש ומתמרץ אתכם בקשר לנושא ה-ESG וזו הזווית שלי. אני מתייחס ל-ESG במשפט כיום והמלצתי להאיץ ולהגביר את ההתייחסות אליו כסוג של חיסון או רפואה מונעת.

שלושה דגשים, קודם כל אני רק אזכיר שהכותרת של היום עיון הזה היא השקעות ESG, אבל בואו נזכור, ESG זה היום נושא רותח לא רק בחברות פיננסיות ובענייני השקעה של מוסדיים אלא גם



## פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

בחברות תעשייתיות ריאליות, למשל מיכל- ארגון אדמה. כלומר, ESG הוא חלק משאלה רחבה יותר שנוגעת גם בחברות ריאליות וגם בחברות פיננסיות, הכל הרי זה סוג של סימביוזה. דבר שני, התחום הוא לא רק בנושא האקלים. נכון ששינוי אקלים זה הנושא הכי חם אבל ESG זה גם נושאים יותר רחבים- זה מגדר, זה אפליה, זה פרטיות, עובדים ועוד. הנאסד"ק, רק לפני חמישה ימים פרסם שהוא הולך להוביל צעד מדהים בעיני והעביר את זה ל-SEC האמריקאית, שבנציגות בדירקטוריונים, ועניין זה נוגע בחידושים בענייני ממשל תאגידי ולא בדיווחים, של כל חברה שתיסחר בנאסד"ק, יהיה ייצוג של נשים שבעצם כבר יש את זה באופן סמלי בישראל, ועוד ייצוג אחד למיעוטים- להט"בים וכן הלאה. שימו לב זה לא נושא של שינוי אקלים, יש פה שיח ער ומשמעותי, ואתם מומחים במגמות, תראו את המגמות.

נקודה שלישית שאני רוצה להגיד, לדעתי ההתנהגות הפרופילקטית היא שם המשחק והכוונה רגולטורית רכה. אם נתקשר גם לשולחן העגול שעשיתם רק לפני שלושה שבועות, אני חושב שאתגר נוסף, ופה אני מזמין את הרגולטורים שלנו, יש לנו פה נציגות מרשות ני"ע אבל זה נכון גם לפיקוח על הבנקים ולרשות שוק ההון. יציבות זה לא רק יציבות ניהולית, זה יציבות פיננסית, זה יציבות בנקאית וביטוחית, יציבות בכל המובנים וכדאי מאוד שהרגולטורים ישלבו ידיים, הזמנתם אותם במפגש הקודם לשלב ידיים, ולתאם מדדים ומדיניות אחידה.

### שלומי שוב

לא בטוח שהצלחנו.

### עלי בוקשפן

אז הנה ההצעה שלי, בואו שעכשיו ישלבו ידיים בנושא של ה-ESG כי אנחנו בישראל מחכים להתפתחויות המתרחשות ממש בימים אלו בעולם כמו שהראיתי במצגת. הרי עמדתם על זה שיש צורך בהאחדה, בשפה משותפת. לא נכון שיהיו עכשיו כמה שכבות רגולטוריות שהמפקח על הבנקים יגיד בבנקאות אנחנו רוצים את המטריקס הזה, בנושאי דיווח יגידו לנו ברשות ני"ע אנחנו רוצים את המטריקס הזה. ההאחדה פה מתבקשת, ולדעתי טוב יעשו הרגולטורים אם יתחילו בשיתוף פעולה בנקודה הזאת למניעת פער רגולטורי, זו איזושהי קריאה לסדר יום.

אני מציע לכם להסתכל על המצגת, תסתכלו גם על המגמות בשנים האחרונות אבל במיוחד לא רק על מה שקרה בעשור האחרון, אלא מה קרה בשנה האחרונה עם Stakeholder Capitalism של Davos וכן הלאה, היה פה דבר אדיר. במסמכים שהפניתי אתכם אליהם יש לכם את שקף 8 ו-9 תסתכלו שם, ממש בחודשיים שלושה האחרונים. אמיר ברנע קודם אמר ובצדק שהאתגר מספר אחד, וזה כרגע על המדוכה בחודשיים שלושה האחרונים, איך ליצור מטריקס אחיד שיהיה מועיל גם למשקיעים שיוכלו

## פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

להשוות בין מוצרים, גם לרגולטורים, גם לחוקרים, יש פה הרבה מאוד רבדים שחשובים. דבר כמעט אחרון אני רוצה להזכיר, נושא ה-ESG הופך להיות חלק מ-mainstream finance, כך זה בהיקפי השקעות המוסדיים בארה"ב כפי שמופיע במצגת וכך זה גם באנגליה. קחו כאנקדוטה את מארק קארני – נגיד הבנק המרכזי של אנגליה שלפני שלושה חודשים סיים את הקדנציה הציבורית ועבר להקים את השקעות האימפקט בברוקפילד. הדברים האלו זה חלק מה-mainstream finance וגם הרגולציה הולכת לשם כמו ה-SFDR שייכנס לתוקף באירופה במרץ 2021.

נקודה אחרונה, וזה "שני הסנט" שלי. חשוב לדעת, ומשום מה אנשים לא מספיק שמים לב לזה ולכן הבאתי לכם את זה בתוך השקפים, המשפט כבר כאן ועכשיו והפסיקות שלנו של ביהמ"ש העליון שולחים יותר ויותר מסרים וסיכונים משפטיים למנהלים שלא פועלים מספיק ובאופן יזום בנושאי ESG. תראו את זה במצגת, כולל כמעט 2000 תובענות ייצוגיות שהוגשו רק בשנה האחרונה בנושאים שנוגעים לבעלי עניין, כולל הרמות מסך שנעשות כיום יותר ויותר וזה בדיוק המפגש ושינוי האיזון בין בעלי עניין לבין בעלי מניות ועוד תחומים. אני לא אלאה אתכם אבל שתדעו לכם שיש כבר היום המון סיכונים משפטיים לא ברמת הוולנטריות, שמחייבים ומדרבנים אתכם לעשות את הדברים האלו.

אשר על כן, ההצעה לקרוא ולמסגר אחרת את סעיף 11 לחוק החברות שאומר, שניתן, ולכאורה לא חייבים להתחשב בבעלי העניין. סעיף 11 הוא סעיף דקלרטיבי בחוק שלנו והוא לא מייצג את הפסיקה הנוהגת, לא סתם ביהמ"ש כמעט לא מתייחס אליו בפסיקה הקיימת. בפועל, הפסיקה והמשפט מנחים לשמור על המסגרת העסקית שקבועה בחוק אבל תוך התייחסות אינטגרטיבית ומחייבת לתכלול ולשקול בהגינות גם את עניינם של בעלי העניין (מה שלרוב גם מביא אתו סיכויים והזדמנויות), ולכן צריך לקרוא את המילה "יש" במקום המילה "ניתן" בסעיף 11 לחוק החברות. אם אני הייתי צריך לייצג היום לדירקטוריונים ולנושאי משרה, הייתי מדרבן אותם להעמיק בצורה משמעותית את התכלול וההתחשבות בנושאי ESG אשר נדרשים כבר כאן ועכשיו מבחינת החובות והסיכונים המשפטיים, יש הרבה דרכים איך להתמודד עם זה אבל ראשית לכל הצעתי המרכזית היא להתבונן באופן צלול ומודע על הדברים שמתרחשים כבר כאן ועכשיו ועל המגמות והרפורמות שבפתח. אני פתוח לשאלות, מתנצל שהזמן צר מלהכיל את הכל.

### עמיר ליכט

תודה על ההזדמנות לתת קצת רקע על המסגרת המשפטית. בשלב הזה אני לא צריך להגיד שהשקעות מוסדיות לפי שיקולים חברתיים זאת מגמה גואה, וזה גדל בעולם, ומשבר אקלים, וקורונה ומה לא. אני מניח גם שחלקכם, לפחות המשפטנים, קראו את חומר הרקע. למשפטנים אני ממליץ לקרוא ברשימה בבלוג שלי - נקודה בסוף משפט - את הדברים. יש שם קצת יותר סימוכין, יותר דיון. כאן אני רוצה לעמוד רק על הנקודות העיקריות מנקודת המבט של המשקיעים המוסדיים.

## פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

בואו ניקח את ההקשר בצורה יותר קונקרטית. אני אקרא לכם פסקה שמצאתי בדיווחים מדברים שאמר רן עוז, מנכ"ל "מגדל". אז הוא אומר ככה: "מגדל ביטוח מיישרת קו עם גופי ההשקעה המתקדמים והגדולים בעולם ומאמצת מדיניות של אחריות חברתית בהשקעות. מגדל תהיה הגוף הגדול והמשמעותי בישראל, שמאמץ מדיניות ברורה וחדה בנושא זה, מתוך הנחה שלגופים כמונו יש אחריות כלפי עתיד ילדינו ולא פחות חשוב, אחריות לשילוב ערכים במרכיב ההשקעות. אנו מאמינים כי מתקיימת קורלציה חיובית, ואין סתירה בין חברות והנהלות המיישמות אחריות חברתית אל מול התשואה והביצועים שלהן".

השאלה היא האם משקיע מוסדי יכול, במילים של רן עוז, "לשלב ערכים" במרכיב ההשקעות? זו השאלה שאני רוצה לדבר עליה. התשובה במילה אחת היא "לא". בשתי מילים - "אסור לו". בשלוש עשרה מילים כתבתי - "מותר לו, אבל רק אם זה לא פוגע בעמיתים וגם העמיתים מסכימים לכך". עכשיו טיפונת הרחבה. כפי ששמענו כבר, הדיון על ESG הוא לא חדש. למעשה הוא ותיק מאוד והוא מסועף מאוד כפי ששלומי גם הסביר. הוא מתנהל תחת כותרות שונות ושמות שונים למעשה כבר 150 שנה כמעט. פסק דין Dodge המפורסם מלפני 100 שנה לא התחיל אותו אפילו. הדיון הזה ימשיך בעיני לנצח, והסיבה לכך שביסודו זה דיון ערכי ופוליטי בכלל. בעניינים של ערכים ופוליטיקה תמיד יהיו ויכוחים, וככה זה, וזה בסדר גמור. לכן חשוב שנמקד את הדיון על מה בדיוק אנחנו מדברים היום בפורום הזה.

בהקשר שלנו, אני ארצה להבחין בין היצע וביקוש בענייני ESG. מצד ההיצע, זה מה שאפשר לקרוא לו CSR, זה תכלית החברה העסקית, בעלי עניין ודברים מהסוג הזה. זה לא כל כך, לפחות בעיניי, מוקד הדיון היום. זה קשור כמובן, ויש לי הרבה מה להגיד וגם לכתוב, אבל זה לא הפוקוס של המוסדיים. מנהלים טובים של חברה עסקית יעשו מה שצריך לעשות. אם צריך להתחשב בשיקולי ESG אז הם יעשו את זה. בשביל זה לא צריך חוק. זה מה שמכיל ארלוזורוב תיארה קודם. בהקשר הזה ההצעה של עלי שיכולתם לראות בשקפים שלו היא unobjectionable. בלי קשר, זה יקרה בכל מקרה, המנהלים יתחשבו במה שצריך.

אני רוצה לדבר על ESG מצד הביקוש. זה המכונה Socially Responsible Investment - SRI. זה הדיון וזה הפוקוס. כאן נשאל למה בדיוק הכוונה "ההשקעה משיקולים חברתיים"? אז ככה, שיקולים חברתיים שרלוונטיים לדיון שלנו הם שיקולים שהם אורתוגונוליים או שהם גורמים שליליים לביצועים עסקיים פיננסיים. אם יש קשר, קשר סיבתי, בין השיקולים החברתיים לביצועים עסקיים, אז זה לא מעניין, כי אין באמת דילמה. זה מה שענת לוין תיארה בצורה מצוינת בתור סיכון קיימות. מובן מאליו שמשקיע מוסדי כשהוא מנהל את התיק צריך להתחשב בשיקולים אלו. זה לא פשוט

## פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

טכנית, כמו ששמענו, אבל זה פשוט מאוד משפטית - חובה להתחשב בשיקולים האלה אם הם משפיעים על הפורטפוליו.

עכשיו לעניין שלי. משקיע מוסדי הוא נאמן - trustee - ומשימה של נאמן מוגדרת היטב ומוכרת - קודם כל לשמור על הקרן, לשמור ולשמר את הקרן. שנית, הוא צריך לנהל את הקרן כך שהיא תניב תשואה ברמת סיכון שמתאימה לנהנה. נאמן לא מנהל חברה עסקית, הוא לא מנהל עסק, הוא לא יזם. זאת חיה אחרת מבחינה עסקית וגם מבחינה משפטית ויש לה דין משלה. לגבי נאמן המסקנה מאוד ברורה וגם מאוד יציבה. כל סטייה מהמשימה הזו שתיארת - לשמר ולנהל בתשואה מותאמת לסיכון - זאת הפרה. בטח הפרה של חובת האמון וכנראה גם הפרה של חובת הזהירות. אז ספציפית השקעה לפי שיקולים חברתיים אמיתיים, כאלה שלא קשורים סיבתית לביצועים כספיים היא בהגדרה מחוץ למשימה של הנאמן. לכן במצבים אלו לנאמן מותר לסטות מהמשימה שלו רק בהסכמה מפורשת של הנהנה.

זהו זה. זה עד כדי כך פשוט, ואין פה מרחב תמרון.

כדי לחדד את הנקודה הזו, ציטוט מפס"ד אנגלי שמופיע ברשימה שלי וגם מדריך את העמדה של המשפט האנגלי. זו בעצם תמצית כל הסיפור כולו, שלוש שורות:

"Trustees must act prudently. They must not use property held by them for investment purposes as a means for making moral statements at the expense of the charity of which they are trustees. Those who wish, may do so with their own property, but that is not a proper function of trustees with trust assets held as an investment."

אז מה, אם ככה, המסקנה למשקיע מוסדי ישראלי שרוצה בכל זאת להיכנס להשקעה החברתית? למשל, כי יש לזה ביקוש בקרב צעירים? גם זה לא חדש דרך אגב. המחקר מתעד את זה לפחות משנות השבעים. קודם כל, לא לגעת בקרנות קיימות. שתיים, אם רוצים להציע אפיקי פנסיה מוטי ESG אז לוודא שיש הסכמה ברורה, ואישית אני לא לגמרי לגמרי בטוח שאפילו זה יכול להחזיק במאה אחוז.

**אמיר ברנע**

האם מה שאמרת לגבי משקיע מוסדי כמו מגדל, נכון גם לגבי מנהל או דירקטוריון חברה ציבורית שמחליט בין השקעות. גם הוא נאמן של המשקיעים. האם קיים הבדל ומהו?

## פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

### שלומי שוב

אם אני אחליט כדירקטור החלטה שהיא לא לצורך העניין נכונה, אז אני גם נאמן, בעלי המניות יחליפו אותי.

### עמיר ליכט

צריך לזכור שיש הבדל מאוד דרמטי בין מנהלי קרן פנסיה שמתפקדים כנאמנים לבין דירקטורים של חברה עסקית, שבהגדרה מתנהלים לפי שיקולים עסקיים ולכן משיקולים יזמיים. בשני המקרים שני השחקנים האלה צריכים לשקול את כל השיקולים הרלוונטיים. כמו שאמרתי קודם, אם בחברה עסקית היום שיקולי איכות סביבה הם שיקולים שיכולים להשפיע על הביזנס, שמענו את זה ממכל ארלוזורוב בצורה מאוד חדה, אז חובה להתחשב בזה ולא צריך שהחוק יגיד לך. ואם העם מתקומם ולא מוכן לקנות מחברה שאין בה ייצוג הולם לנשים או שמתייחסת בצורה לא מקובלת לאוכלוסיות מוחלשות, אז הדירקטוריון חייב להתחשב בדבר הזה, והוא לא צריך שהחוק יגיד לו את זה. נאמן הוא שחקן אחר, נאמן מקבל כספי חיסכון או כספים להשקעה, יש לו קודם כל משימה לשמר. למנהל חברה עסקית אין לו משימה לשמר. יש לו משימה הפוכה - לקחת סיכונים, סיכונים מודעים אבל סיכונים. את הקרן הזאת צריך לנהל בפרופיל סיכון תשואה שמתאים לעמיתים. זאת נקודה מאוד חשובה. בשני המקרים, ובזה שלומי צודק לגמרי, אסור, לא לדירקטור של חברה עסקית ולא לוועדת השקעות של קרן פנסיה, לקחת את הכסף לסיבוב, לקמפיין פוליטי משל עצמה. אז כאשר רן עוז מדבר, "אנחנו נוקטים שיקולים ערכיים", אם הוא מתכוון לשיקולים ערכיים של ההנהלה, אסור לו לעשות את זה. אם הוא מתכוון לשיקולים שישפיעו על הביצועים של הפורטפוליו אז כאמור זה לא מעניין, זו חובתו לעשות את זה.

### גיא פישר

קודם כל לפני שאני מתחיל ואני משתלב פה במועד מצוין גם כתגובה לעמיר (ליכט), אני כן רוצה לקחת את הדברים שעמיר אמר ולקחת אותנו 160 שנה לאחור. בואו נניח ואנחנו עכשיו יושבים בדרום ארה"ב השנה היא 1960 ואנחנו צריכים להחליט אם אנחנו משקיעים בדברים מסוימים - האם לדוגמה להשקיע בחברות שתומכות בעבדות, זה היה מקובל אז, זה משהו שאנחנו רוצים לעשות? או שהאם יש לנו קווים אדומים? אז אני רוצה שנתחיל מהמקום הזה, יכול להיות שיש בקרב הציבור שמקשיב לי עכשיו, תומכי עבדות, אני מאמין שלא הרבה, אי אפשר לדעת היום אבל אני מקווה שבפורום הזה אין יותר מידי תומכי עבדות. אנחנו יכולים להסתכל על הדברים ולדבר עליהם בחיך ממרחק של 160 שנה, לי היה קשה מאוד להצדיק השקעה בתחום הזה. אני רוצה לקחת אותנו לא רק לכיוון של מה נכון לעשות אולי בהשפעה חברתית, גם אם זה היה מאוד רווחי, להשקיע באותו שלב בחברות שמשמשות בעבדות אני רוצה להגיד לכם שאני כמנהל השקעות, והצהרה שהזכרה של המנכ"ל

## פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

שלנו בנושא הזה, היא לא הצהרה שמגדל עכשיו עומדת להתעסק או לעסוק בנדבנות על חשבון כספי העמיתים, אלא שאנחנו משלבים שיקולים שאנחנו מאמינים שהם שיקולים נכונים בעת שאנחנו נמצאים. שיקולים שהם, במידה מסוימת, צופים פני עתיד, ואם לא רק בהיבט התשואה אז כמו שענת ניסתה לרמוז (ואם זה לא היה מספיק מובן) אז בייחוד בהיבטי הסיכון. חברות שהן לא נוהגות ולא מתאימות את עצמן לרף הקיים או לרף המצופה בתחומים האלו, גם בתחום ה-ESG, הם חברות שלפחות לתפיסתנו הן קצת נשארות מאחור ולא רק בתחומים של ה-ESG. אי אפשר להתעלם ממגמות, ואנחנו שמענו, אדמה היא לא חברה נקייה לחלוטין אבל עשו את ההתאמות שלהם עד כמה שהם יכולים כדי לנסות להתאים את עצמם גם לרוח התקופה, כי הם פשוט הבינו שהם לא יהיו קיימים אחרת.

חברות שמאחרות לזהות את המגמות האלו - ואני משתמש כרגע ב-ESG בצורה שאם הייתי מקשיב לעצמי עכשיו מבחין הייתי אומר שזה קצת ציני, כי זה בעצם גישה מאוד תועלתנית לנושא ה-ESG. כשאנחנו מסתכלים על חברה אנחנו רוצים לראות שהיא מסתכלת נכון על דברים גם בהיבטים של ESG כמו בהיבטים אחרים, אבל מכיוון ונושא הקיימות הוא גם נושא חשוב, כמו שהציטוט שהוזכר קודם התייחס וגם מכיוון ואנחנו מתייחסים לנושא הקיימות כנושא שהוא נדבך מרכזי בהשקעות שלנו, אז בהחלט לקחנו על עצמנו מחויבות כזו ולא מתוך כוונה שאנחנו הולכים לתרום את הכספים אנחנו עדיין נמדד כגוף שנמצא בתחרות עסקית כנגד גופים אחרים שחלקם מיוצגים פה וכנגד גופים אחרים שלא מיוצגים בשיחה כרגע. אני די מאמין שיהיה איזשהו יישור קו גם אם זה ייקח חמש או עשר שנים בגישה הזו בקרב כל המוסדיים בישראל, כמו שזה קורה בעולם, כמו שזה קורה באירופה בייחוד וגם בארה"ב יש מגמה מאוד ברורה. יש מדינות שלוקחות על עצמן אחריות שהיא מעבר לאחריות החוקית, ולאחריות המשתמעת והוזכרה "Tesla" לצורך העניין כחברה שהיא כביכול תורמת לנושא הקיימות בגלל שמתעסקים ברכבים חשמליים שמזהמים הרבה פחות, והשווי שלה בין היתר מוצדק גם מהטעמים האלו, לטעמי לא רק אבל גם מטעמים אלו, זה איזשהו מצפן לגבי הכיוונים של כל תעשייה דרך אגב.

### רקפת שני

איך אתה מתרגם את זה לעולם שלנו? אילו פרמטרים? אילו נתונים אתם אומדים? מה הם המרכיבים המדידים? איך אתם מגדירים מה הם המרכיבים והפרמטרים הללו? אתה משתמש במילה "ערכי" אבל איך אתה מגדיר את זה להשקעות?

### גיא פישר

אני דווקא לא השתמשתי במילה ערכי למעט בדוגמא הראשונה שנתתי כי המטרה שלנו בסופו של דבר היא לייצר השקעות שהן השקעות טובות. אנחנו מאמינים שהקווים המקבילים האלו בין מה שמוגדר

## פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

כ-ESG כאיזושהי מילה שאני פחות אוהב אותה, דרך אגב, אבל היא המילה שהשתרשה, אם אנחנו מסתכלים על השקעות שהן השקעות עם מודעות חברתית, סביבתית, לבין הצלחה של החברות, אז כן אנחנו רוצים לראות את הכיוונים האלה. דרך אגב, אחת מהבעיות הקשות של המדדים שהן מתייחסות לנדבכים מאוד מאוד מוגדרים ומאוד מסוימים והן לא תמיד תופסות את הגישה ההוליסטית של החברה. אנחנו יכולים למצוא חברות שמאוד טובות בתחום אחד ומאוד גרועות בתחום אחר והשאלה היא האם זה פוסל אותן כן או לא? אנחנו דרך אגב בצורה שבה אנחנו בחרנו לאמץ את זה לא הלכנו בגישה הפוסלת, אנחנו חושבים שזה לא נכון, זה גם לא הרוח שעומדת מאחורי הדברים האלו. אנחנו כן מסתכלים על הכיוון הכללי שהחברות נמצאות בהן, בדיוק כמו שאנחנו מסתכלים על הכיוונים אחרים, לדוגמא בטכנולוגיה, בדיוק כמו שאנחנו מסתכלים על כיוונים אחרים בהתקדמות הכללית של החברות, גם בכיוונים האלו של הקיימות, בכיוונים של האחראיות, אנחנו מסתכלים עליהם לעומק.

### אמיר ברנע

עמיר ליכט אמר לפני רגע שנדרשת הסכמה של העמיתים כאחד מהתנאים שאולי יכולים להלבין מדיניות כזו באופן משפטי לפחות. האם מדיניות מגדל חלה גם על עמיתים קיימים או רק על עמיתים חדשים להם ידועה מגמת ESG של מנהל?

### גיא פישר

אנחנו לא הלכנו לאיזושהו מסלול ספציפי של ESG, בגלל שאני יודע מה אנחנו עושים ואיך אנחנו עושים את זה, לא לגמרי מבין פה את הבעיה שזה יוצר לעמיתיי הקיימים. אם אני איצור תשואות נמוכות יותר, אז בהחלט אני גרמתי נזק לעמיתים שלי. אם זה ינבע מזה שאימצתי מדיניות ESG שחלק מהדוברים מתייחסים אליה כאל איזושהו שיגעון חולף, בהחלט גרמתי נזק לעמיתים. אנחנו לא אומרים את זה, אנחנו לא מוותרים לעצמנו או מחזיקים בזה כאיזושהי גישה חליפית שבה אנחנו מוותרים על סיפוק תשואות ראויות לעמיתים.

### רקפת שני

אני עדיין לא הבנתי, אתם מצהירים, נעביר עשרה אחוזים מסך הנכסים להשקעות מסוג כזה, אתם מצהירים, יושקעו בסוג ההשקעות הנ"ל שלושה עד ארבעה מיליארד בשנה, אבל עדיין אני לא מבינה. קראתי את דוחות ספטמבר שפורסמו עכשיו, לא מצאתי שום קריטריונים, מה זה אומר?

## פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

### גיא פישר

קודם כל ההצהרה היא לקראת שנת 2021, אנחנו בסוף השנה הנוכחית, מן הסתם שאלו דברים שלא נעשו בעבר ולקחנו על עצמנו מחויבות מסוימת לגבי העתיד. מה זה אומר? זה אומר בדיוק את הדברים שאמרת, נרד ב-10% בחברות שהן חברות שלא נוהגות לפי רוח ה-ESG, אם אפשר לקרוא לזה כך, לא בגלל שהן חברות שאנחנו פוסלים אותן כי הן פסולות, אלא כי אלו חברות שלתפיסתנו לא מתאימות את עצמן לרוח הזמן וכתוצאה מזה הסיכון פה עולה בצורה משמעותית.

### רקפת שני

ענת לוי, את אומרת "אלפיים פרמטרים", זה משהו שאני יכולה להבין אותו, גיא אומר "אני לוקח בחשבון", מה זה לקחת בחשבון? מנכ"ל של חברה ציבורית המציג התנהלות לא הוגנת בקשר לנשים אבל הפרמטרים הכלכליים טובים אז זה משהו ש"אני לוקח בחשבון" או לא?

### גיא פישר

נתת דוגמא מצוינת. האם את חושבת שמנכ"ל שמחליט לצורך העניין לא לקדם נשים האם זו חברה שהביצועים שלה הם ברי קיימא? יותר מזה אני אגיד ואני אשתמש בניצול קצת ציני כי ענת הגיבה עכשיו אם Black Rock מכניסים את זה לשיקולים שלהם ולא רק Black Rock, הרבה משקיעים בעולם, מן הסתם רק מבחינת תשואות אני מחויב להתחשב בשיקולים האלו. אני לא הולך לכיוון הזה, אבל צריך להבין שאם כל העולם ילך וייתן לזה תשומת לב ויישאר איזשהו מנכ"ל מיושן ויחליט שהוא "לא מתאים לו לקדם נשים", למה? כי הוא לא מאמין בזה לצורך העניין, האם זה משהו או האם מנכ"ל כזה, והוא יכול להיות מנכ"ל מצוין, האם מנכ"ל כזה באמת יכול להצמיד את החברה לאורך זמן קדימה? יש שיחשבו שכן ויש שיחשבו שלא. אני חושב שלא.

### שלומי שוב

אגב יש לנו דוגמא בולטת לזה, היום אחת החברות בארץ שמחיר המניה שלה הכי המריא שהיו טענות נגד המנכ"ל שלה. כאלו ואחרות אני לא יודע אם הן נכונות.

### חן אלטשולר

קודם כל רצינו לחלוק אתכם שאנחנו אלטשולר שחם החלטנו להרים את הכפפה של המשרד לעניינים אסטרטגים ולתוכנית של ה-impact nation. אנחנו הולכים לכתוב באופן וולנטרי דוח ESG על הבית השקעות. אנחנו כבר במשך שנים, מ-2005, קוראים דוחות ESG שבעבר נקראו sustainability reports של חברות שאנחנו משקיעים בהן בחו"ל. לאורך השנים למדנו שאפשר ללמוד המון המון על חברות רק מקריאה של הדוח ה-ESG שלהם. אפשר ללמוד המון על ההנהלה, על החזון שלה, על



## פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

הירידה שלה לפרטים הקטנים. גם מה-E, גם מה-S וגם מה-G, די במשקל שווה. אנחנו מאמינים שחברות שמתכננות קדימה את המוצרים שלהן ומתייחסות בדוח לצריכת מים וחשמל וחומרים הן שההנהלות שלהן יורדות לפרטים הקטנים ויש להן את החזון איך הם רוצים שהחברה תראה עוד ככה וככה שנים. בסוף הן יהיו חברות טובות יותר עם ביצועים טובים יותר והמניה תעשה תשואה בהתאם. אנחנו כמובן זוכרים את המחויבות שלנו למשקיעים - להשיג את התשואות הכי טובות שניתן ברמות סיכון נתונות.

### שלומי שוב

אתם פרסמתם מדיניות מסוימת? כמו פסגות ומגדל?

### חן אלטשולר

תראו, היעדים של פסגות ומגדל הם מאוד צנועים. אני חושבת שמה שיבוא, ויש הרבה לחצים מכל מיני עמותות סביבתיות, שבתיהם השקעות יתנו איזה שהיא הצהרה בנוגע למדיניות השקעה. יש לחץ מהארגונים הסביבתיים שבתיהם השקעות בכל העולם וגם בישראל יפסיקו להשקיע קודם כל בפחם ובנפט אבל הארגונים הסביבתיים גם לוחצים שנפסיק להשקיע בגז טבעי, וזה דיון מאוד ספציפי בנוגע להתחממות האקלים. צריך לשאול את העמותות הסביבתיות איך הן מצפות שנגיע מנקודה A לנקודה B בעולם שהוא עדיין צורך נפט ופח. איך נעבור לעולם שהוא צורך חשמל רק מרוח, סולר ומימן בלי לעבור באמצע בגז טבעי. זה לא כל כך מעניין את העמותות הסביבתיות, הן רוצות כותרות והן רוצות הצהרות מאיתנו. בגלל זה לא נתנו הצהרה עד היום.

מה זאת אומרת חברות שחושבות רחוק? או מנהלים שחושבים רחוק? הרי זה ברור שהיזו פה את הגבינה ומשהו השתנה. זה ברור שהביקוש לנפט נמצא ב-slow death, זה ילך וימות לאט לאט. באופן כללי אנחנו לא רוצים להיות שם כי אנחנו מאמינים שזה סקטור שימות לאט לאט. לא התכוונתי להכנס לזה ספציפית אבל פשוט שאלת אותנו לגבי המדיניות ההצהרתית שלנו. אני אצהיר על משהו שאני יכולה לעמוד בו, אני לא אצהיר סתם. אם אני אצהיר על משהו וזה לא יהיה "10% ממהו", זה יהיה גורף.

חברות נפט שעושות את השיפטינג וקונות חוות של גז טבעי ומפתחות חוות של סולר מקבלות מבחינתי ציון גבוהה ב-ESG, למרות שהן "שחורות משחור". החברה מתכננת קדימה, משתנה. זה נורא קל לחברה שעושה טורבינות רוח לקבל 100 ב-E שלה, כי מעצם עיסוקה היא מקבלת 100, אבל חברה שהיא נולדה "שחורה" והיא משנה את דרכה בעיני צריכה לקבל ציון גבוה.

## פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

יאיר התייחס גם לסיפור של הערכות שווי. הרי כולנו עושים DCFים והערכות שווי לכל חברה שאנחנו מקבלים עליה החלטה. אבל זה בעצם תזרים המזומנים הצפוי, העתידי. אנחנו משתדלים לקחת את כל הגורמים בחשבון בשביל לייצר את ה-DCF או את ה-NAV הכי מדויק.

### שלומי שוב

אני רוצה לחדד - בשורה התחתונה, את אומרת: "יש כאן הרבה עניינים שיווקיים"?

### חן אלטשולר

להיפך. אני לא אוהבת את הקטע השיווקי או ההצהרתי של מי שעושה את זה אפילו העמותות הסביבתיות שדורשות ממך לעשות משהו הצהרתי. אני באמת חושבת על ה"באמת". כשאנחנו קוראים דוחות ESG, ואמרת לך שאנחנו עושים את זה מ-2005, אנחנו לומדים מזה המון: אם לחברה יש מדיניות של קידום נשים או תוכניות להעסקת עובדים. אתה לומד המון על החברה ועל האיכות של ההנהלה שלה מהדוחות האלה, מכל אחד מהגורמים - גם מה-E גם מה-S וגם מה-G. בחברות הייטק שנים שאנחנו מסתכלים על אופציות ועל חלוקות בונוסים ומה אחוז השכר מהסך הכל. אתה לומד המון על חברות מהדוחות האלה. אני חושבת שחשוב שיכתבו אותם ובגלל זה גם אנחנו נכתוב דוח על עצמנו, על כל בית ההשקעות וגם על הגמל שזאת החברה הציבורית שלנו.

מה שאמרת מקודם זה שאנחנו בכל מקרה עושים את זה. אנחנו בכל מקרה לא משקיעים בחברות נפט למשל או בחברות מזהמות. למה? כי אנחנו חושבים שחברות מזהמות זה חברות שהמניה שלהן לא תעלה. זאת ההתחייבות שלנו ללקוחות ואני לא צריכה להצהיר על זה.

### ענת לוי

במרץ 2021, עוד שלושה חודשים, כל בתי ההשקעות בבריטניה ולאחר מכן בכל אירופה, צריכים לדווח איך הם מיישמים את ה-ESG ומה ה-taxonomy, איך הם כוללים את זה.

### גת מגידו

נאמרו פה המון דברים והדיון כאן נגע בהרבה נקודות כי העולם הזה הוא רחוק מלהיות שחור או לבן. קודם כל אצלנו ה-ESG הושק באמת באמנה ב-2019 תחת עקרון ברזל שצריך להוביל את מנהלי ההשקעות, וזה מאוד עונה על הדברים שאמיר התייחס אליהם, זה מה שנקרא finance first. שלרגע מנהל ההשקעות לא התבלבל. מה שמוביל אותו זה החלטות פיננסיות וכלכליות, וזה מה שמוביל אותנו בתוך המדינות ESG שלנו. אני מאוד מסכימה עם זה שעכשיו מאוד קל להגיד ששיקולים סביבתיים או שיקולים של גיוון דירקטוריון וההרכב שלו, או ניהול סיכון, הוא דבר שמנכ"ל של חברה, דירקטוריון של חברה ומנהל השקעות זה חלק מניהול מהחובות שלו. עובדתית מה שקרה בשנים

## פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

האחרונות, ואי אפשר לברוח מזה, המודעות ל-ESG עולה, עולה מאוד. במקרה 2020 נתנה "פוש" סביבתי מאוד חזק, אבל ESG זה לא רק ירוק ולא רק סביבתי. ברגע שהמודעות עולה אז נוצר כאן בסופו של דבר נגזרת של סיכונים שצריך לנהל אותם. אנחנו עשינו את זה מתוך הבנה שאנחנו, כמנהל השקעות, שבהגדרה מנהל כל הזמן את הסיכון שלוקח, צריך לקחת בחשבון שיקולים של ESG מנקודת המבט של הסיכון ולא מנקודת המבט של עשיית צדק. אם על הדרך עשיתי צדק, אני אשן בלילה כמו נסיכה אבל זה לא ששמנו בראש הדרך שלנו עשיית צדק. אין בכלל ויכוח שאין לנו מנדט לזה, יש לנו מנדט למקסם תשואות בסיכונים סבירים.

איך זה בא לידי ביטוי? סיכון של ממשל תאגידי, עכשיו כולנו חכמים גדולים בלהגיד שזה נורא טריוויאלי. הדוגמא של ה-G היא מאוד טריוויאלית וקלה כי כולנו עכשיו, אחרי 10 שנים של אקטיביזציה. ברור לנו למשל שהקו האדום שמסמנים המוסדיים לבעלי שליטה בחברות אחזקה למשל הוא קו מאוד לגיטימי, אי אפשר להגיד שזה היה ככה לפני 8 שנים. האקטיביות של מוסדיים בהרכבי דירקטוריון, אי אפשר להגיד שזה היה לפני כמה שנים, עובדתית זה לא היה. המודעות לדבר הזה, והמודעות לאיפה זה משפיע על החברה ועל התשואות הפך את הדבר הזה להיות טריוויאלי.

ה-S-ב-2020 קיבל "פוש" מאוד מאוד חזק. אני מסתכלת על זה רק כלכלי. אין מצב שאני אשקיע במשהו בגלל שזה יעשה משהו שטוב לעתיד של הילדות שלי או לעולם הזה אם אני לא חושבת שהוא כלכלי. מה שקרה השנה זה שכסף זורם לשם, זה מעין "התפוצצות" כזאת של תמיכה רגולטורית והרבה מאוד שיח של מוסדיים בעולם.

### צבי וינר

אני רוצה להוסיף משהו קצר שמקשר בין מה שאמיר ואמיר אמרו וגם ענת ומיכל. החלטות צריכות להיות החלטות כלכליות אבל מה שמאפיין ESG שזה אינדיקציה לאירועים שקורים בהסתברות מאוד מאוד קטנה אבל עלולים לגרום לנזק מאוד מאוד גדול. לכן אחד מהפרויקטים המחקריים שאנחנו מנהלים כרגע זה לבדוק האם לחברות שמזלזלות ב-ESG, שלא שמות לב ל-ESG, יש הסתברות יותר גדולה לאירועים מסוג קטסטרופה שבתצפיות היום יום קשה לראות אותם ולכן יש הצדקה לשימוש במדד הזה כאינדיקציה לסיכון ייחודי.

### דורית סלינגר

גם כרגולטורית לשעבר על הגופים המוסדיים וגם כדירקטורית בשטראוס ובחברות אחרות וגם כחברה כפורום הישראלי לכלכלית אימפקט, ראיתי בזה נושא של ניהול סיכונים. יש ניהול סיכונים אשראי, יש ניהול סיכונים נזילות וזה עוד סט של סיכונים, והוא מאוד משמעותי. האם הוא התפתח בגלל דעת קהל או בגלל רגולציה שהולכת ומתגברת, שמטילה קנסות וכיוצא בזה, זה לא מעניין בכלל,

## פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

זה סיכון קיים. תדמית של חברה זה סיכון קיים. לא קונים את המוצרים שלך כי אתה עושק את העובדים שלך בבנגלדש, אז זה סיכון קיים. למערכת הסיכונים הזאת צריך להתייחס במסגרת ניהול סיכונים שמשפיע על ה-cash flow העתידי שלך ועל היוון של התזרים ועל ה-NPV. אני לא מדברת פה רק על שיקולים ערכיים, זה יכול להשתלב עם זה. אני רואה בזה חשיבות סופר גבוהה. העולם משתנה ויש לעקוב אחרי התפתחויות בעולם, דברים שלא היינו מודעים אליהם לפני 20 שנה הם יותר אקטואליים היום.

זה לא נשקיע או לא נשקיע, זה יכול כמובן גם להגיע לזה. הגילוי פה הוא מאוד חשוב, הנקודה פה שהחברות יתנו גילוי על החשיפות שלהן ואיך הן מנהלות את זה. יכול להיות שחברות במסגרת הפעילות שלהן הן מזהמות אבל אם יש חשיבה, ואני חולק את זה עם המשקיעים, על איך אני מקטין את החשיפות שלי, באיזה מנגנונים ואיך ההנהלה והדירקטוריון ערים ומטפלים בסיכונים. ככה משקיע יכול להחליט אם הוא משקיע או לא משקיע, כי בסוף היום הוא צריך לעשות את המבחן של התשואה אבל לפתוח את הראש ולהסתכל על כלל הסיכונים.

בפורום שהשתתפתי במסגרת תפקידי הקודם, נגזרת של ה-20-G, הופיע מי שמנהל את קרן ההון הנורבגית וסיפר איך הם מסתכלים על הנושא של ה-ESG. הם באו ואמרו שבהתחלה הם סימנו את החברות שעוסקות בענפים שהם יותר מזהמים, פוגעניים וכו' והם התחילו איתם שיח לגבי הדוחות הכספיים על מנת שיתנו יותר גילוי. תנו יותר דיווח על מה אתם עושים ומה החשיפות וכו'.

### אמיר ברנע

את משלבת את הנושא במסגרת ניהול סיכונים. בואי נניח שיש לנו חברה והיא תלויה בדלק מזהם בתור חומר גלם. את אומרת שאת רוצה שהיא תתאר בדוחות מה הם עושים על מנת להשתפר או להתכונן למקרה שתהיה חקיקה מסוימת נגד זיהום. מצד שני, אותה חברה גם תלויה בדלק כחומר גלם ולכן את רוצה במסגרת ניהול סיכונים להראות להפך – איך היא מתקשרת עם חברות לאספקת דלק לטווח ארוך על מנת להפחית את התלות שלה. יש פה איזה שהיא בעיה, זה קל להגיד שזה חלק מניהול סיכונים, אבל אם זה ניהול סיכונים פיננסיים זה לא פועל בכיוון אחד. יכול להיות שדווקא אותה פעילות מזהמת היא אותה פעילות שמפחיתה סיכונים פיננסיים.

### דורית סלינגר

אמיר אל תקרא לזה ESG. יש לך עכשיו את שני הסיכונים האלה שציינת אותם, המשקיע הסביר עושה איזה שהוא שיקול דעת ומקבל בסוף החלטה. צריך להיות לו את כל המידע לפניו והוא צריך לנתח מצד אחד הזיהום ומצד אחד את האספקה של החומר גולם והוא יקבל את ההחלטה אם הוא

## פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

משקיע או לא משקיע. לרגע אחד לא אמרתי השקעה רק על בסיס ערכי. יש דברים ערכיים אבל משפיעים על מוניטין. אלו דברים שבסופו דבר משפיעים על ההתנהלות שלך ועל הריווחיות שלך.

בנוגע לאותו חוזר שיצא ב-2017 או 2018. עקבתי אחר הדיווח מיד לאחר שסיימתי את התפקיד הממונה. בתחילה ראיתי דיווחים, של אנחנו דואגים שלא תהיה הלבנת הון – אוקיי, החוק דורש זאת. אנחנו מאמצים קריטריונים של אנטרופי בנושא ממשל תאגידי. אני חושבת שבשנה האחרונה יש יותר התייחסות ספציפית למדיניות. אני מאוד שמחה על ההתפתחות של הדבר הזה. חלק מהדעות שעלו כאן שייכות לעולם של אתמול, אני מסכימה עם החבריה פה של רשות ניירות ערך. זה נכון לתשואה, זה לא אות כבוד, זה צריך להיות במתודה של משקיעים כשהם בוחנים השקעות וגם בבורדים שמקבלים החלטות במה להשקיע ואיך להשקיע. לא רק מה שדורש החוק, החוק זה דרישות המינימום בעיני.

### שלומי שוב

מה הguidelines שאת נותנת היום לדירקטור לצורך העניין?

### דורית סלינגר

אני הייתי מצפה לראות את זה מוטמע בחברה בכל הרמות. זה ברמת הניהול סיכונים, בפיתוח מוצר, בשיווק, בהתקשרות עם ספקים, כח אדם. בכל נושא חברה צריכה לקחת בחשבון את כל הסיכונים לקחת בחשבון לאן אנחנו הולכים מבחינת רגולציה עתידית.

### שלומי שוב

בקבלת החלטה של הדירקטור, איך אני אמור לקבל החלטה? אם עומדות בפני שתי חלופות שאחת עם ESG גבוה יותר אבל עם NPV נמוך יותר.

### דורית סלינגר

אם ההשלכות של ה-ESG הנמוך הן פחות מאשר ההשקעה האחרת, אתה צריך להסביר את זה לעצמך. תשואה לא נמוכה בגלל אמוץ ESG. הכיוון הוא ברור, אתה צריך להתמקד בו. לפחות על שולחן הדירקטוריון זה צריך להיות. צריך הסתכלות 360 על כל stakeholders.

### בני לאוטרבך

אני השתתפתי באיזה שהוא דיון בינלאומי. ראיתי שיש שני סוגים של ESG. אחד זה כאילו להיות אזרח טוב, זה תופס הרבה מאוד מהדברים, תשתמש באינטואיציה שלך מה זה אזרח טוב ומה זה לא אזרח טוב, אל תעשה בחברה משהו שאזרח טוב לא היה עושה. זה מוריד את הסיכונים, ומעלה את

## פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

הערך במיוחד בטווח הארוך. השלב השני, זה להבין שיש משקיעים, אנשים, שאתה רוצה למקסם את הרווחה שלהם. יש כאלה שזה בדמם הירוק, אולי גם קצת בדמי, מה אני מתכוון בזה? האמריקאים פתחו, כמו שיש אצלנו קרנות כשרות, הם פתחו קרנות ESG כדי לספק את הביקוש הזה. הביקוש הזה הוא ביקוש קיים, הוא יגבר, הוא בעולם מאוד גבוה וגובר. היום כבר שליש מהשקעות בעולם הולכות לכיוון של ESG. התוצאה של זה היא טובה למוסדיים גם כן, למה? כי כך יוכלו לספק את רצונם של משקיעים רבים.

**אמיר ברנע**

איך מודדים performance בקרנות כאלה?

**בני לאוטרבך**

בשיווי משקל בתוחלת תשואה יותר נמוכה, אבל אתה מספק למשקיעים גם תועלת שהם מרגישים יותר טוב עם עצמם. כך שמבחינת התועלת, המשקיעים מסופקים.

**אמיר ברנע**

חייבת להיות כאן מדידה של ה-ESG. איך אתה מדרג קרן כזאת?

**בני לאוטרבך**

אני רוצה להגיד שכדאי שהמוסדיים יכנסו לזה עכשיו. למה? כי מה שקורה זה שעם עליית הביקוש אתה רואה דווקא שיש להם תשואה יותר טובה יחסית לסיכון. מדוע? כי עכשיו העניין הוא דינמי. נכנס ביקוש, ומי שהיה בועדות השקעות יודע, כשנכנס ביקוש כל הזמן זה מעלה את המחירים.

**אמיר ברנע**

איך אתה מדרג את הקרנות האלה? מי הצליחה ומי לא? אתה צריך לדעת, ה-ESG זה רב מטרות, איך אתה עושה trade-off בין זיהום לבין העדפת נשים לבין 3 אלמנטים אחרים, איך ניתן לעשות זאת באופן שמאפשר לדרג קרן כזו יחסית לאחרות?

**בני לאוטרבך**

בעיה גדולה. זה לא אומר שלא צריך לנסות. יש דירוגים בעולם, וצריך לנסות גם לבנות דירוגים אולי בארץ. הכל יחסי. קרנות ESG יש להשוות אחת לשניה, אך אי אפשר להגיע ל-100%. גם בנושא של השקעות רגילות של סיכון-תשואה זה לא כזה פשוט. מה המדד שלך לסיכון?

## פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

### ענת לוי

אמיר, בעוד שלושה חודשים במרץ אמורים לענות בדיוק על השאלה שלך. מרץ 2021.

### יאיר לפידות

לחשבונאות היום, כפי שהיא, יש עדיין הרבה בעיות מדידה קשות, למשל PPA- בעיני זה "בולשיט". כל התהליך וכל החישובים לא שווים כלום, כל אחד מודד את זה אחרת. תיתן את זה לשלושה מעריכי שווי עם אותם נתונים תגיע לתוצאה אחרת לגמרי. אני עוסק באנליזה 35 שנים, כל מודל ESG שמישהו יציע, ויחבר ויכפיל וישקלל, לא שווה כלום. כולו שרירות והחלטות ספציפיות שעשה הצוות המשקלל. תשים 5 חברות ייעוץ שונות מנותקות זו מזו ותגיע לדברים אחרים לגמרי. זאת הבעיה היסודית, אי אפשר לשקלל את זה, ומי שישתיל את זה בתוך ה-NPV הוא בכלל יגיע עם SpaceX למאדים.

### שלומי שוב

אנחנו רוצים לסכם, אני חושב שהיה דיון לנו משמעותי ומרתק מכל מיני זוויות ודעות - גם חיבור בין תחומים וגם דעות שונות.

### אמיר ברנע

ההתרשמות שלי, גם מפסגות ומאלטושר, אולי פחות ממגדל, שהולכים למתכונת של עמיר ליכט. עמיר ליכט, אם הבנתי נכון, אומר שאין בעיה לגוף מוסדי נאמן לדון בהשלכות של ESG ככל שהן משתלבות בתוך התזרים בצורה רציונלית וללא בסיס ערכי. אני הבנתי מכאן, שיש כמעט הסכמה לשחרר את הגופים האלה מבסיס ערכי. תשאיר את הבסיס הערכי למשקיע, אם הוא רוצה לתרום - שיתרום. כלומר ועדות השקעה צריכות לפעול ללא בסיס ערכי אלא רק בסיס של ניתוח שבא ולוקח בחשבון את ההשלכות של ESG על התזרים בקרוב או ברחוק. אם תהיינה קרנות "כשרות", עם עולם מושגים אחר, מה שהציג בני, השאלה היא איך מודדים performance. אם אי אפשר למדוד performance נוצרת אי יעילות כלכלית, זה א' ב'. השאלה הזאת לגבי הקרנות ה"כשרות" היא עדיין שאלה פתוחה, נחכה בסבלנות שלושה חודשים עד שענת תציג לנו מודל לבחינת performance של קרנות ESG.

### שלומי שוב

אם אני מסכם את הזווית שלי מהדיון, אני רואה בזה סוג של דירוג השקעה. מצד אחד יש פה את הנושא, שעבר כחוט השני בין כל הדוברים, הנושא של ניהול סיכונים שצריך להיכנס לשיקולים של הנהלות ודירקטוריונים. יש את ההיבט השני, נרצה או לא נרצה יש פה איזה שהיא סוג של רגולציית

## פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

שוק שמכניסה סוג של דירוג השקעה. לדעתי מה שאני אומר עכשיו לא סותר את רוב האמירות של הדוברים פה, לפחות על זה אפשר להסכים. כלומר, ככל שהמודלים המימוניים לא יוכלו בסופו של דבר להעניק ל- ESG ערך כלכלי מיוחד ומשמעותי בגין "חזון", המשמעות של המגמה העולמית החזקה בטעמי המשקיעים היא סוג של "דירוג השקעה" – חברות שלא יפעלו בתחום פשוט יצאו לאט לאט מהכוונת של המשקיעים בעולם ולא ניתן להתעלם מההשלכות של כך – ממש בגדר "אל תהיה צודק תהיה חכם".

### על הפורום:

מטרת "פורום שווי הוגן" (FVF) Fair Value Forum, הפועל במסגרת התכנית בחשבונאות של בית ספר אריסון למנהל עסקים במרכז הבינתחומי הרצליה, היא לתרום לאיכות המידע בשוק ההון, ולייצר שיח מקצועי פורה בנושא. הפורום שמקיים מפגש חודשי, משמש קבוצת חשיבה שמייצרת דיוני עומק בסוגיות שנמצאות על סדר היום ומשמש פלטפורמה לשיתוף ידע, זיהוי בעיות, תהליכים ומגמות וכ- Best Practices למדווחים, לרואי החשבון ולמשקיעים.

הפורום, בייסודם של פרופ' אמיר ברנע, הדיקן המייסד של בית ספר אריסון למנהל עסקים, ורו"ח שלומי שוב, ראש תכנית חשבונאות וסגן דיקן, בית ספר אריסון למנהל עסקים, כולל מומחים מובילים מהאקדמיה ומהפרקטיקה בתחומי החשבונאות הפיננסית, הכלכלה והמימון וכן משתתפים בו נציגים של מדווחים, אנליסטים וגופי הרגולציה הפיננסית בישראל וחיבור בין תחומי הידע השונים.

סיכומי הדיונים שמתפרסמים לציבור הרחב מבוצעים על ידי הצוות המקצועי של הפורום המורכב מבוגרים מצטיינים של התכנית בחשבונאות.

אתר הפורום: [www.fvf.org.il](http://www.fvf.org.il)