

פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

נספח ב' לחומר הרקע למפגש מקוון (דצמבר 2020):

מגמת ההשקעות החברתיות (ESG): הצדקה ומתודולוגיית שווי, שאלת הגילוי
ואחריות דירקטוריונים

הבסיס המשפטי להשקעות חברתיות בידי משקיע מוסדי

פרופ' עמיר ליכט

ברקע הדיון על השקעות חברתיות בידי משקיע מוסדי נמצאת הנחה סמויה, שהדבר אפשרי ונתון להחלטה של הדירקטורים. יש מי שאולי יראו זאת כחלק משיקול הדעת העסקי שלהם, או אולי כביטוי להתחשבות בטובתן של קבוצות עניין (stakeholders) בחברה. אלה הנחות מוקשות, בלשון המעטה, ומן ההכרח לברר אותן כבסיס לדיון כולו.

משקיעים מוסדיים מנהלים את כספי העמיתים כנאמנים. [סעיף 3](#) לחוק הפיקוח על שירותים פיננסיים (קופות גמל), אשר חל גם על קרנות פנסיה, קובע בין היתר, כי חברה מנהלת תשמש נאמן על נכסי קופות הגמל שבניהולה, לטובת העמיתים, וכי בניהול נכסי קופות הגמל היא לא תעדיף כל עניין וכל שיקול על פני טובתם. קודקס הרגולציה של רשות שוק ההון כולל [פרק](#) בדבר ניהול נכסי ההשקעה של גופים מוסדיים, והוא מתמקד בגורמים מימוניים. [סעיף 78n](#) לחוק הפיקוח על שירותים פיננסיים (ביטוח) מסמך ממונה לתת הוראות למנהל מיוחד של קרן פנסיה ותיקה בדבר הגירעון האקטוארי ולשם הבטחת טובתם של כלל העמיתים בכלל הקרנות הוותיקות.

שיקול הדעת של גופים מוסדיים בניהול השקעותיהם מוגדר אפוא לפי עקרונות היסוד של דיני האמונות (fiduciary law). כפי שנאמר בפרשת [חברה ירושלמית לתעשייה בע"מ נ' אגיון](#), "שום אינטרס אחר, אישי, צדדי, אסור לו כי ישפיע עליהם ויסיר את לבם מאחרי החברה וטובתה", ובהתאמה – העמיתים וטובתם. אם כך, האם רשאי גוף מוסדי להתחשב בשיקולים חברתיים בניהול כספי העמיתים? השאלה תחתך לפי הפרשנות שבתי המשפט יתנו לטובת העמיתים.

לפני כמה חודשים נדרש לשאלה זו בית המשפט העליון בבריטניה בפסק דין [Palestine Solidarity Campaign Ltd v. Secretary of State for Housing, Communities and Local Government](#). שם נידונו הנחיות מינהליות לניהול תכניות תגמולים, אשר שללו מדיניות השקעה המקדמת חרם, משיכת השקעות או עיצומים כלפי מדינות זרות על רקע פעילות אנטי-ישראלית של תנועת ה-BDS. בית המשפט פסל את ההנחיות בקובעו, כי חיובי האמונות של מנהלי הקרן חסינים מפני התערבות ממשלתית במדיניות ההשקעה לפי שיקולים לא-מימוניים. בית המשפט אימץ לצורך ההכרעה את העמדה של נציבות המשפט (Law Commission) [בדין וחשבון](#) על חובות אמונות של מתווכי השקעות ובעיקר של נאמני קרנות פנסיה.

פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

דוח הנציבות התייחס גם להחלטות השקעה המונעות משיקולים חברתיים לא-מימוניים (לעניין זה, גורמים כגון איכות הסביבה או הפליה, שיש להם השלכה על ביצועי התאגיד, נחשבים גורם מימוני). לנוכח פסיקה קודמת גרסה הנציבות, שהתחשבות בגורמים לא-מימוניים מותרת בכפוף לשני מבחנים מצטברים, שכעת אומצו למעשה על ידי בית המשפט העליון שם:

In general, non-financial factors may only be taken into account if two tests are met:

- (1) trustees should have good reason to think that scheme members would share the concern; and
- (2) the decision should not involve a risk of significant financial detriment to the fund.

פסק דין *Palestine Solidarity* מבוסס על עקרונות של דיני אמונות החלים במלואם בדין הישראלי, כך שיש לראותו כהלכה מנחה מהמשפט המשווה שמקורה בערכאה בכירה במיוחד. המסקנות העולות מפסק הדין מצביעות על גזרה צרה בלבד, שבגדרה רשאי גוף מוסדי לנהל כספי עמיתים תוך התחשבות בשיקולים חברתיים. לשם כך נדרשת הסכמה מראש של כל העמיתים או כמעט כולם - מצב שהוא אפשרי מעשית רק באפיקים המוגדרים מלכתחילה כמוטי ESG - וגם שאפיק ההשקעה אינו נופל משמעותית מהשקעה לפי שיקולים מימוניים בלבד. סטייה מתנאים אלה חושפת את הדירקטורים של הגוף המוסדי לאחריות בשל הפרת חובת האמון.

התחשבות בגורמים חברתיים שעלולה לפגוע בטובתם המימונית של העמיתים ואין לה הסכמה מצידם טעונה הסמכה חיצונית כדי שלא תחשב כהפרת חובת אמון. הלכת *Palestine Solidarity* מציעה כי לשם כך לא די בהנחייה של רשות מנהלית - למשל, רשות שוק ההון - מכוח סמכות אסדרה כללית, אלא נדרשת הוראת חוק מיוחדת, העומדת במגבלות חוקתיות.

בשולי הדברים יצויין, כי גם מבחינת חובת הזהירות, הדירקטורים של גוף מוסדי פועלים תחת משטר שונה מזה של חברות עסקיות רגילות. החלטות השקעה של גוף מוסדי הפועל כנאמן לכספי עמיתים אינן נהנות מלכתחילה מההגנה של כלל שיקול הדעת העסקי, אלא הן נבחנות לגופן ביחס לסבירותן המקצועית.

נספח זה מבוסס על הרשימה [חרמי וקונמי – התחשבות בשיקולים חברתיים ובמדיניות ממשלתית על ידי משקיע מוסדי](#), שהתפרסמה ב-3 במאי 2020 בבלוג שלי, [נקודה בסוף משפט](#).