

## האם בעלי המניות יצילו את הפלנטה?

מאת

יונתן בוקשפן\* וקובי קסטיאל\*\*

### תקציר

משבר האקלים וההתחממות הגלובלית הוא אחד הנושאים הבודדים (תרתי משמע) שעומדים על סדר היום הציבורי. ההתמודדות עימו בעשור האחרון מאופיינת בהכרה בחלקן המשמעותי של חברות ציבוריות ביצירת המשבר, ובצמיחתה של ספרות העוסקת בפתרונות אפשריים לצמצום הפעילות המזהמת של תאגידים – באמצעות כלים רגולטוריים מחד גיסא, ובאמצעות כלים מעולמות הממשל התאגידי מאידך גיסא. בפרט ניתן לזהות תמיכה הולכת וגוברת ברעיון של שימוש בקולם של בעלי המניות ובקמפיינים אקטיביסטיים על מנת לקדם דפוסי פעילות בני קיימה בקרב חברות ציבוריות. רשימה זו מבקשת להציג את סוגי הכלים האפשריים לפעולה נגד משבר האקלים במסגרת הערוץ הפנים-תאגידי, וכן לבחון את האפקטיביות שלהם. כך, הרשימה תדון בשאלת האפקטיביות של הצעות בעלי מניות למען האקלים, של הצבעות נגד מועמדים לדירקטוריון, של ניהול קמפיינים אקטיביסטיים למטרות סביבתיות וכן של פיתוח שיח מול הנהלת החברה בנושאי אקלים. הרשימה תציע מבט השוואתי על המתרחש בארצות הברית, שבה אקטיביזם למען האקלים הלך והפך לחלק מן הנוף התאגידי בעשור האחרון – גם אם בצורה מוגבלת – ותנסה לעמוד על הסברים אפשריים לשאלה מדוע אקטיביזם מסוג זה אינו קיים כלל בישראל. לשם כך יוצעו הן הסברים הנסמכים על ניתוח המבנה המשפטי שיוצר חוק החברות עבור

---

בוגר תואר ראשון, הפקולטה למשפטים, אוניברסיטת תל אביב.

פרופסור חבר, הפקולטה למשפטים, אוניברסיטת תל אביב, ועמית מחקר בכיר, המרכז לממשל תאגידי ורגולציה פיננסית, בית הספר למשפטים, אוניברסיטת הרווארד. אנו מודים ללוסיאן בבצ'וק, לאסף חמדני, לאלון חספר, לשרון חנס, לרוני טלמור, לגיא מונדלק, לאהוד קמר, להילה שמיר, לשמונה נציגים ויועצים לגופים מוסדיים שעזרו ערכנו ראינות עומק ולחברי מערכת "עיוני משפט" על הערות מעולות ועל שיחות מאירות עיניים שתרמו רבות לרשימה זו.

\*

\*\*

חברות ציבוריות בישראל, והן הסברים הנסמכים על תמריצי השחקנים המרכזיים הפועלים בשוק ההון הישראלי; כמו כן יסופקו תובנות שעלו מתוך ראיונות עומק עם נציגים של גופים מוסדיים שונים בנושא הפעילות שלהם בנוגע לסוגיות אקלימיות. לבסוף כל אלו יזוקקו על מנת לענות על השאלה שבכותרת הרשימה, והרשימה תראה מדוע לעת הזו נדמה שקשה להאמין שבעלי המניות יהיו מי שיצילו את הפלנטה, ללא פעולה משמעותית באפיקי השפעה אחרים.

## תוכן עניינים

1.....	תקציר
2.....	תוכן עניינים
3.....	הקדמה
5.....	א.אקטיביזם אקלימי של בעלי מניות בארצות הברית: מבט השוואתי
8.....	1. בעלי מניות יחידים (Gadflies) וארגונים חברתיים
9.....	(א) מנגנון הצעות בעלי המניות בארצות הברית
12.....	(ב) הצעות בעלי מניות בנושאי אקלים
18.....	2. משקיעים מוסדיים
18.....	(א) הצבעות נגד מינוי דירקטורים
20.....	(ב) קידום סוגיות אקלימיות באמצעות המאבק לאימוץ proxy access
23.....	(ג) הידברות והצהרות כלליות
25.....	(ד) ניתוח תמריצי המשקיעים המוסדיים ב"מבט על"
29.....	3. קרנות גידור אקטיביסטיות
32.....	4. סיכום ביניים
34.....	ב.חידת היעדר האקטיביזם למען האקלים בישראל: מבט תאורטי ומעשי
35.....	1. הפיכתה של ישראל למוקד נוח לפעילות אקטיביסטית של בעלי מניות
35.....	(א) זכויות הצבעה באספה הכללית
37.....	(ב) מינוי והדחת דירקטורים ו-proxy access מובנה
38.....	(ג) ירידת כוחם של בעלי השליטה ועליית המשקיעים המוסדיים
39.....	2. חידת היעדר האקטיביזם בענייני אקלים
40.....	(א) מבנה הבעלות הייחודי למשק הישראלי
41.....	(ב) מגבלות משפטיות על זכויות ההצבעה ועל מנגנון ההסדרה העצמית (private ordering)
42.....	(ג) מגבלות על תוכן ההצעות שניתן להעלות להצבעה
48.....	3. הסכרי הגופים המוסדיים להיעדר האקטיביזם בענייני אקלים
49.....	(א) היעדר מנדט מהחוסכים לשינוי אסטרטגיית ההשקעות
50.....	(ב) חששות הנוגעים לתחרות בין גופים מוסדיים
54.....	(ג) חששות הנוגעים לצורך בביזור השקעות
55.....	(ד) תפיסת השקעה פסיבית, ניגודי עניינים והיעדר תמריצים כלכליים לאקטיביזם אקלימי
57.....	(ה) חוסר במידע והיעדר מומחיות בתחום האקלים
58.....	(ו) תפיסה שלפיה הדרך המתאימה להתמודדות עם משבר האקלים היא חקיקה
61.....	סיכום

## הקדמה

משבר האקלים וההתחממות הגלובלית הוא אחד הנושאים הבוערים (תרתי משמע) שעומדים על סדר היום הציבורי. אך מה ניתן לעשות בנדון? בשנים האחרונות הקדישו מלומדי ממשל תאגידי ממיטב זמנם ומרצם כדי לבחון את השאלה כיצד אפשר להתמודד עם החצנות שליליות של תאגידיים בכלל, ובנושא האקלים בפרט. בקרב החוקרים בתחום מתנהל ויכוח ער סביב השאלה אם יש לדחוף לפתרונות "חיצוניים", הנוגעים להידוק המגבלות הרגולטוריות על תאגידיים הפוגעים באיכות הסביבה, או לבחור בערוצי פעולה "פנימיים", התולים את ייבם בלחצים שיופעלו מכיוונם של בעלי מניות או של בעלי עניין אחרים בתאגיד כגורם שיניע את מנהליו להפנים החצנות שליליות של התאגיד.<sup>1</sup>

רשימה זו תמקד באפקטיביות של הערוץ האחרון שהוזכר, ובפרט באקטיביזם של בעלי מניות למען האקלים. לשם כך נבחן אילו כלים עומדים לרשות בעלי המניות כדי להפעיל לחץ על מנהלי התאגיד להימנע מפעילות הפוגעת בסביבה, אילו תוצאות והישגים צפויים מאקטיביזם מסוג זה ומהן מגבלותיו של ערוץ פעולה זה. כמו כן נקדיש התייחסות מיוחדת לשאלה מדוע אקטיביזם של בעלי מניות למען האקלים כמעט שאינו קיים בישראל, אף שעל פניו חוק החברות, התשנ"ט-1999 (להלן: "חוק החברות", "חוק החברות הישראלי") מעניק לבעלי המניות כלים משמעותיים כדי להשפיע על מנגנון קבלת ההחלטות בחברה הציבורית. בכך הרשימה משרתת יעד נוסף, והוא קריאה להעמקת הדיון על הארכיטקטורה המשפטית של מנגנון ההסדרה העצמית (private ordering) של תאגידיים ציבוריים בישראל. חרף חשיבות הנושא מדובר בסוגיות שטרם נבחנו לעומק בישראל, ובחינתן בהקשר של פעילות למען האקלים עשויה לעודד ולשרת המשך דיון עתידי בסוגיות אלו.

הפרק הראשון של הרשימה מציג מבט השוואתי על אודות הפעילות האקטיביסטית של בעלי מניות בהקשרי אקלים בארצות הברית. בפרק זה נציג את השחקנים העיקריים הפועלים בשוק האמריקני בנוגע לקידום יעדי ESG (environmental, social and governance) בכלל ויעדים הקשורים למשבר האקלים בפרט: בעלי מניות קטנים וארגונים סביבתיים; בתי ההשקעות המוסדיים; וקרנות גידור אקטיביסטיות. באופן ממוקד אנו מבקשים לייחד דיון לתמריצים ולדפוסי

<sup>1</sup> לקולות בספרות המביעים תמיכה בערוץ הרגולטורי כאמצעי להתמודדות עם החצנות שליליות של תאגידיים, ראו למשל Lucian A. Bebchuk & Roberto Tallarita, *The Illusory Promise of Stakeholder Governance*, 106 CORNELL L. REV. 91 (2020); Lucian A. Bebchuk, Kobi Kastiel & Roberto Tallarita, *For Whom Corporate Leaders Bargain*, 94 S. CAL. L. REV. 1467 (2021). לביקורת על אפקטיביות הפתרון הרגולטורי, בייחוד לאור החשש כי רגולטורים יהיו כפופים ללחצים מצד התאגידיים הגדולים שיגרמו להם להימנע מלנקוט את אמצעי הפיקוח המתאימים, ראו Oliver Hart & Luigi Zingales, *Companies Should Maximize Shareholder Welfare Not Market Value*, J.L. FIN. & ACCT. 247 (2017); Anat Admati, *George Stigler and the Challenge of Democracy*, PROMARKET (Jun. 3, 2021), <https://promarket.org/2021/06/03/george-stigler-challenge-democracy-corruption-regulation/>.

הפעולה המאפיינים את השחקנים הללו, תוך הבהרת הבסיס הסטטוטורי וכלי הממשל התאגידי המאפשרים להם לקדם מהלכים למען האקלים במסגרת התאגיד. בין היתר נדון ב"אקטיביזם רך" בדמות הגשתן של הצעות בעלי מניות, הצבעות נגד מינויי דירקטורים, מאבקי פרוקסי (proxy) אקטיביים של קרנות גידור והידברות עם הנהלות של חברות ציבוריות. כמו כן נבקש לעמוד על התוצאות שאקטיביזם מסוג זה הניב לעת עתה.

הניתוח המקיף שבפרק זה יראה, כי אף על פי שבעלי המניות בארצות הברית עורכים פעילות אקטיביסטית ענפה לטובת מטרות אקלימיות, האפקט שלה (לפחות לעת עתה) הוא מוגבל: הצעות בעלי מניות מתמקדות בעיקר בהגברת חובות דיווח; קמפיינים של קרנות גידור אקטיביסטיות הם עדיין בגדר חריג; וההצהרות של הגופים המוסדיים הגדולים הן עמומות, ומותירות מרווח תמרון רחב להנהלות של חברות ציבוריות.

הפרק השני של הרשימה יתמקד בחידת היעדר האקטיביזם בנושאי אקלים של בעלי מניות בישראל. בעוד שאקטיביזם מסוג זה צובר תאוצה בארצות הברית, בישראל הוא כמעט שאינו קיים, חרף העובדה שחוק החברות הישראלי מעניק לבעלי מניות כלים משמעותיים כדי להשפיע על קבלת החלטות בתאגיד. בפרק זה נבקש לעמוד על הסברים אפשריים לתופעת היעדר האקטיביזם בישראל. בין היתר נבחן אם התופעה קשורה למאפיינים של מנגנון הצעות בעלי המניות הקבוע בדין הישראלי. כפי שיוסבר, אומנם חוק החברות הישראלי אכן נותן כוח גדול למשקיעים, אך התנאים להגשת הצעות בעלי מניות כוללים רף מינימלי של שיעור החזקות הוניות גבוה. מגבלה זו מביאה לכך שהגופים המוסדיים הם הלכה למעשה השחקנים היחידים שביכולתם ליזום הצעות בעלי מניות שייחפכו למחייבות, אך דווקא הם נמנעים מלעשות כן. למגבלה זו נוספות מגבלות הנוגעות ליכולתה של האספה הכללית לקבל החלטות המתערבות בשיקול הדעת של הדירקטוריון, לאור החשש שהדבר ייתפס כפגיעה בסמכות הדירקטוריון להתוות את מדיניות החברה, ויכניס לפעולה את הצורך בהליך של אישור מיוחד לנטילת הסמכויות, על כלל השלכותיו המשפטיות והמוניטיביות. כך, מנגנון הצעות בעלי המניות, שבו ישנו שימוש אינטנסיבי בארצות הברית בשנים האחרונות על מנת לנסות ולקדם הן סוגיות ממשל תאגידי רוחביות והן סוגיות אקלימיות, הוא חסר שימוש בישראל.

לבסוף, החלק האחרון של הפרק השני יוקדש להצגת תובנות מרכזיות שעלו מראיונות עומק שערכנו עם מנהלי השקעות ועם יועצים משפטיים בגופים מוסדיים שונים בניסיון להציג תשובות אותנטיות "מן השטח" לחידת היעדר האקטיביזם בנושאי אקלים בשוק הישראלי. זיקוק התמות המרכזיות שחזרו בשיחות אלו מעיד על כך, שהיעדר האקטיביזם בישראל נובע בין היתר מן הגורמים הבאים: בעיית תמריצים מובנית של הגופים המוסדיים בישראל; חוסר במידע והיעדר מומחיות בנושאי אקלים; העדפה כללית של אותם גופים שלא להתערב יתר על המידה בהיבטים תפעוליים ובניהול החברה; ותפיסה ברורה ומושרשת של הגופים המוסדיים, שלפיה הדרך המתאימה ביותר להתמודדות עם משבר האקלים היא באמצעות חקיקה. בדברים אלה

יש כדי להסביר מדוע הגופים המוסדיים נרתעים עד כה משימוש בכלים השונים שעומדים לרשותם להשפעה על ההנהלה לטובת קידום פעילות פרו-סביבתית. הממצאים העולים מרשימתנו מציעים אם כן מבט מפוכח על התקוות שרבים תולים בבעלי מניות ובמנגנוני הסדרה עצמית של התאגיד כגורמים שיכולים לבוא להצלת הפלנטה. יש בהם כדי לשפוך אור חדש על דיוני המדיניות הסוערים אשר מתנהלים סביב הנושא, ואשר זכו להתייחסות נרחבת גם בגיליון מיוחד זה של כתב העת.<sup>2</sup>

## א. אקטיביזם אקלימי של בעלי מניות בארצות הברית: מבט השוואתי

הרצון לקדם את המאבק למען האקלים באמצעות האפיק התאגידי מעורר את השאלה, איזו אסטרטגיה מאמצים השחקנים השונים הפועלים בשדה התאגידי על מנת לקדם את מטרותיהם. בחינת האסטרטגיות שהשחקנים נוקטים וההישגים שאליהם הם מגיעים באמצעותן יש בה כדי לסייע לענות על השאלה, מהי הדרך האפקטיבית ביותר לקדם ערכי קיימות במסגרת האפיק התאגידי. בפרק זה אנו פונים לתיאור של טקטיקות הפעולה המקובלות בהקשר של פעילות של בעלי מניות למען מטרות אקלימיות. אקטיביזם של בעלי מניות ככלל ואקטיביזם למען מטרות חברתיות ואקלימיות בפרט עשוי ללבוש צורות שונות. הכלכלנים Oliver Hart, Eleonora Broccardo<sup>1</sup> - Luigi Zingales מבחינים בין שתי קטגוריות בסיסיות של דפוסי פעולה אפשריים שבעלי עניין בתאגיד (stakeholders) – בעלי המניות שלו, עובדיו, והצרכנים – המבקשים לקדם מטרות חברתיות ואקלימיות במסגרת האפיק התאגידי יכולים לאמץ.<sup>3</sup> הקטגוריה הראשונה היא קטגוריה של "יציאה" (exit).<sup>4</sup> בהקשר של פעילות בעלי מניות, קטגוריה זו באה לידי ביטוי ביציאה של משקיע מהשקעתו בחברה (divestment), דהיינו באמצעות מכירת המניות שבהן המשקיע מחזיק. על מנת שתיווצר הרתעת שוק נגד חברות מזהמות, הניתוח מניח שקיפות מצד המשקיע ה"יוצא" כלפי שאר השחקנים בשוק בנוגע למטרת היציאה מההשקעה, כדי לאותת למשקיעים בשוק בצורה אפקטיבית על המעבר להשקעה בחברות "ירוקות".<sup>5</sup> הירידה בביקוש מצד משקיעים שאינם מעוניינים להשקיע בחברות מזהמות תביא לירידה במחיר המניות המזהמות. בהנחה שמנהלי החברות שואפים להשיא את ערך המניה של החברה שבראשה הם עומדים, יציאה של משקיעים מההשקעה בחברה יכולה להביא לתמרוץ של החברות

<sup>2</sup> לדין בסוגיה זו ובעמדות שונות שהובעו בספרות בעניינה, ראו: יפעת נפתלי בן ציון "תסתכלו למעלה: משקיעים מוסדיים והשקעות חברתיות" עיוני משפט מו (צפוי להתפרסם ב-2023).

<sup>3</sup> Eleonora Broccardo et al., *Exit vs. Voice* (ECGI Fin. Working Paper No. 694/2020, 2021), [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=3671918](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3671918).

<sup>4</sup> שם, בעמ' 2.

<sup>5</sup> שם, בעמ' 2, 4-5, 18-19.

לעבור לדפוס פעילות בני-קיימה – כל עוד העלייה הצפויה בשווי המניה מצדיקה את העלויות של מעבר לאפיק פעולה בן-קיימה.<sup>6</sup>

הקטגוריה השנייה היא קטגוריה של "קול" (voice). במסגרת קטגוריה זו בעלי המניות מביעים את אי-שביעות הרצון שלהם מביצועים של החברה בתחום האקלים באמצעות מימוש הזכויות שלהם כבעלי מניות וקיום דיאלוג עם ההנהלה והפעלת לחצים עליה.<sup>7</sup> אקטיביזם מסוג זה תלוי ישירות בשאלת הערך האישי שבעלי המניות בחברה מייחסים לכך שהיא תפעל באופן בן-קיימה. כלומר, ככל שמנקודת המבט של בעל המניות היחיד התועלת שתצמח לו מהצבעה פרו-אקלימית באספה הכללית עולה על ההפסד הצפוי ברמת הרווחים של החברה, הוא ייטה להצביע בעד ההצעה. לאור אופיו הרובני של מנגנון קבלת ההחלטות בידי בעלי המניות, די בכך שעבור רוב מבעלי המניות בתאגיד (או רוב מקרב המצביעים באספה הכללית, בהתאם לכלל ההכרעה הרלוונטי בכל חברה) יתקיים מאזן עלות-תועלת חיובי כאמור כדי להביא לכך שההצעה תאומץ והחברה תהפוך למחויבת לפעילות בת-קיימה.<sup>8</sup>

ברשימה זו אנו בוחרים לתחום את הדיון בשני המובנים הבאים: ראשית, אנו מתמקדים בפעילות של בעלי מניות במסגרת התאגיד עצמו, דהיינו בשימוש שלהם בזכויות שהדין מעניק להם ובקיום ההידברות הפנים-תאגידית (אסטרטגיות מסוג "קול"); שנית, אנו מתמקדים בפעילות של בעלי מניות בארצות הברית בלבד. הטעם לבחירה בשני מיקודים אלו נובע מכמה שיקולים. אסטרטגיות יציאה מעוררות בעיקר שאלות אמפיריות על האפקטיביות שלהן ועל ההשפעה של יציאת משקיע מטעמים "ירוקים" על פעילותם של שחקנים אחרים בשוק.<sup>9</sup> בניגוד אליהן, שימוש באסטרטגיות

Robert Heinkel et al., *The Effect of Green Investment on Corporate Behavior*, 36 J. FIN. 6  
 ,2 בעמ' 477, 431-33, 431 QNT. ANALYSIS & Broccardo et al.; לעיל ה"ש 3, בעמ' 2,  
 5-4, 18-19.

7 שם, בעמ' 2-3.

8 שם, בעמ' 3-4, 14-18, Hart & Zingales; לעיל ה"ש 1.

9 בשנים האחרונות מתחילה להתגבש כתיבה משמעותית בספרות האקדמית המבקשת לענות על שאלות אלו, הנוגעות לאפקטיביות של אסטרטגיות ה"יציאה". כך למשל, יש מי שטוענים כי בשוק גדול, ולאור העובדה שמניות הן נכס שהעבירות שלו היא גבוהה, כמעט תמיד ימצאו מספיק משקיעים שהם אדישים לנושאי אקלים, כך שלא תיווצר הרתעת שוק אפקטיבית (Broccardo et al., לעיל ה"ש 3, בעמ' 4-5; Jonathan B. Berk & Jules H. van Binsbergen, *The Impact of Impact Investing* (George Mason L. & Econ. Rsch Paper no. 21-26, 2021) (manuscript pp. 2-3). טיעונים אחרים מתמקדים בכך שבחברות שהמסחר במניותיהן מאופיין בתנודות משמעותיות האיתות לשוק על משמעות היציאה של משקיע מהחברה עשוי להיות חלש מכדי ליצור הרתעת אפקטיבית: ATIF ANSAR ET AL., STRANDED ASSETS AND THE FOSSIL FUEL DIVESTMENT CAMPAIGN: WHAT DOES DIVESTMENT MEAN FOR THE VALUATION OF FOSSIL FUEL COMPANIES? 70 (Stranded Asset Program, University of Oxford, 2013). הניתוח התאורטי זכה גם לאישוש מהפרקטיקה של יציאה מהשקעות. קמפיינים חברתיים מן העבר הדומים לקמפיין ה-divestment בנושא האקלים, דוגמת קמפיינים למשיכת השקעות מתעשיות הטבק, ההימורים והאלכוהול, הביאו לפי ההוכחות המקובלות להשפעה מועטה על

מסוג "קול" יורד לשורש הדיון המהותי על עיצוב הזכויות המשפטיות המוענקות לבעלי המניות והתפקיד השמור להם במסגרת מבנה הממשל התאגידי של החברה.<sup>10</sup> לכן הדיון באסטרטגיות מסוג זה מאפשר לנו לזקק תובנות הנוגעות לשאלות רוחב באשר לחסמים אפשריים במנגנון ההסדרה העצמית של חברות ציבוריות בישראל, ובפרט בהקשר של הגשתן של הצעות בעלי מניות, כלי שיש בו שימוש נרחב בשנים האחרונות בארצות הברית. בהתאם לכך, הבחירה להתמקד בשוק האמריקני נעוצה בכך שמשקיעים אקטיביסטיים זכו בו לעדנה בשלושת העשורים האחרונים,<sup>11</sup> וכן לאור העובדה שמדובר בשוק גדול ומשמעותי, שהשפעותיו על עיצוב נורמות עסקיות ומשפטיות חרגו כבר מזמן מגבולותיה של ארצות הברית עצמה.<sup>12</sup> כעת נפנה למיפוי דפוסי הפעולה שהשחקנים השונים מאמצים במסגרת האפיק התאגידי, ונעמוד על המבנה התמריצי המניע את פעילותם של השחקנים השונים, כך שיתאפשר דיון מעמיק ומושכל יותר בעוצמת הציפייה הראויה מפעילותם בהקשר האקלימי. את השחקנים הללו ניתן לחלק לשלוש קבוצות עיקריות: בעלי מניות יחידים (Gadflies) וארגונים חברתיים; בתי השקעות מוסדיים (כולל קרנות פנסיה מדינתיות); וקרנות גידור.

---

התעשייה, אם בכלל (שם, בעמ' 64, 70). גם בתחום האקלים אפשר לראות, כי נטישה של אפיקי השקעה מזהמים מצד משקיעים המחויבים למאבק למען האקלים מביאה פעמים רבות לכניסה של קרנות פרטיות להשקעה בחברה, שכן הלחץ עליהן לאמץ עקרונות השקעה בני-קיימה הוא מצומצם יותר (Laurence Fletcher & Derek Brower, *Hedge Funds Cash in as Green Investors Dump Energy Stocks*, FIN. TIMES (Oct. 7, 2021), <https://www.ft.com/content/ed11c971-be02-47dc-875b-90762b35080e>).

<sup>10</sup> בשולי הדברים יצוין, כי שאלות אפשריות העשויות להתעורר בהקשר של אסטרטגיות "יציאה" אינן נוגעות דווקא לפעולת היציאה עצמה, אלא להיותה פעולה עסקית הנערכת בידי בעלי מניות שלעיתים משמשים מנהלי כספים של אחרים. כך למשל, ייתכן שיהיה אפשר לאתגר פעולות יציאה באמצעות טיעונים הנוגעים לחובת האמונאות שמשקיעים מוסדיים חבים למשקיעי הקצה. טיעונים אלו ראויים לדיון מעמיק במסגרת שונה, וראו בהקשר זה אצל בן ציון, לעיל ה"ש 2.

<sup>11</sup> Matthew R. Denes et al., *Thirty Years of Shareholder Activism: A Survey of Empirical Research*, 44 J. CORP. FIN. 405, 407-408 (2017).

<sup>12</sup> ההשפעה היא במגוון דרכים, ישירות ועקיפות. כך למשל, אפשר לראות גילויים ראשונים של תופעת האקטיביזם בישראל, הנובעים מכניסה של שחקנים אמריקניים לשוק המקומי. ראו: שירי חביב ולדהורן "הקרנות שמטלטלות את ההנהלות מלות את ישראל" **גלובס** (18.1.2018), <https://www.globes.co.il/news/article.aspx?did=1001220110>; שירי חביב ולדהורן "האקטיביזם עובד? ההשקעה במלאנוקס הניבה לסטארבורד רווח של פי 2; ההשקעה של קרן אליוט בבזק איבדה עשרות אחוזים משוויה" **גלובס** (17.2.2019), <https://www.globes.co.il/news/article.aspx?did=1001273539>. דוגמה אחרת אפשר למצוא במגמות של הדיון התאגידי המהותי בישראל, ששואב כבר למעלה מעשור השראה ניכרת מדיני התאגידיים בדלוור (לתיאור של מגמה זו ולניתוח ביקורתית שלה, ראו רועי שפירא "להיות כמו דלוור" **עיוני משפט** מד 683 (2021)).

## 1. בעלי מניות יחידים (Gadflies) וארגונים חברתיים

במבט ראשון הבחירה לפתוח את הדיון בפעילות של בעלי מניות קטנים ושל ארגונים חברתיים בעלי משאבים מוגבלים היא בחירה תמוהה. התאוריה הקלאסית של דיני החברות נוקטת עמדה ספקנית באשר לאפשרות שבעלי מניות אלו, הסובלים מ"אדישות רציונלית", ישתתפו השתתפות אקטיבית בניהול החברה. היעדר התמריץ להשקיע משאבים בלמידת ענייניה של החברה ולפעול במסגרת האספה הכללית הוא תוצר של העלויות הגבוהות הנדרשות מבעלי המניות על מנת להפוך למיודעים בנוגע להחלטות הדורשות את הצבעתם באספה הכללית אל מול התועלת המוגבלת שתצמח להם מאותה ההשקעה, לאור שיעור ההחזקות הנמוך שלהם בתאגיד. היעדר התמריץ הוא חרף במיוחד לנוכח קיומה של בעיית פעולה משותפת בין בעלי המניות; הבעיה נוצרת לאור העובדה שבעוד שעלות ההשקעה בעיסוק בפעילות החברה היא עלות פרטית, התועלת הנוצרת ממנה תתחלק בין כלל בעלי המניות, מה שיביא לכך שבעלי המניות יעדיפו שלא להשקיע את העלויות הללו, בתקווה שאחרים יעשו זאת עבורם.<sup>13</sup> על כן, הציפייה לפעילות אקטיביסטית במסגרת התאגיד מצידם של "שחקנים קטנים" נראית לכאורה חסרת סיכוי.

חרף זאת, מבט על מה שמתרחש בארצות הברית בשנים האחרונות מאיר תופעה ייחודית ובה בעלי מניות קטנים וארגונים חברתיים מבקשים להשפיע על פעילות התאגיד, בעיקר באמצעות ערוץ ההשפעה של העלאת הצעות בעלי מניות באספה הכללית של התאגיד. הצעות אלו אומנם אינן מחייבות את החברה, אך הן מאפשרות לבעלי המניות "לאותת" להנהלת החברה על המדיניות שבעלי המניות רואים כרצויה. כעת נפנה לתאר את אופן השימוש של השחקנים הקטנים במנגנון הצעות בעלי המניות בניסיון לחזק את מחויבות התאגיד לפעילות בת-קיימה. תחילה נעמוד על מאפייני העיקריים של מנגנון הצעות בעלי המניות בארצות הברית, ועל האופן שבו השפיעה בעבר פעילות של בעלי מניות באפיק זה על מחויבות החברה למאבק אחר, הוא הקמפיין לשיפור מנגנוני הממשל התאגידי שמאמצות חברות ציבוריות. לאחר מכן נעמוד על העלאת הצעות הנוגעות במישרין למחויבות החברה לנושאי אקלים.

<sup>13</sup> לתיאור הניתוח הקלאסי, ראו למשל אצל: אוריאל פרוקצ'יה "תאגידיים" הגישה Bernard S. Black, ; (אוריאל פרוקצ'יה עורך 2012) 810-809, 751 *הכלכלית למשפט* Shareholder Passivity Reexamined, 89 MICH. L. REV. 520, 526-29 (1990); Kobi Kastiel & Yaron Nili, In Search of the Absent Shareholders: A New Solution to Retail Investors' Apathy, 41 DEL. J. CORP. L. 55, 60-61 (2016) (להלן: Kastiel & Nili); Lisa M. Fairfax, From Apathy to Activism: The Emergence, Impact, and ; (Shareholders Future of Shareholder Activism as the New Corporate Governance Norm, 99 B.U. L. REV. 1301, 1307-12 (2019).



## (א) מנגנון הצעות בעלי המניות בארצות הברית

מנגנון הצעות בעלי המניות בארצות הברית הוא מנגנון "רך" יחסית מהבחינה המשפטית. החלטות האספה הכללית אינן מחייבות את החברה. הצעות בעלי מניות מובנות כאפשרות לאותה להנהלה על ההצעות של בעלי המניות באשר לניהול החברה או באשר למנגנוני הממשל התאגידי שהיא מאמצת, אך הדירקטוריון נשאר הגורם בעל שיקול הדעת בנוגע להחלטה אם לפעול כאמור בהצעת בעלי המניות.<sup>14</sup> עם זאת כמה שינויים שהתרחשו בשוק האמריקני החל מתחילת שנות האלפיים, ובהם עלייה בשיעור התמיכה שמביעים בעלי מניות (כולל הגופים המוסדיים הגדולים) בהצעות לא-מחייבות, הביאו לכך שההצעות הלא-מחייבות הפכו להצעות כמעט מחייבות מבחינת החברה. מעבר זה מתבטא בעלייה של כמות ההצעות שמתקבלות באספה הכללית ושימושמות בידי ההנהלה, כמו גם בעליית האמינות של איומים מצד חברות המספקות שירותי ייעוץ להצבעה (proxy advisors) להתנגד למינוי דירקטורים שמתעלמים מההצעות האספה הכללית.<sup>15</sup>

לפי הפרקטיקה, לקראת כל אספה כללית החברה שולחת לבעלי המניות שלה מסמך הצבעה המכונה "proxy", ובו מופיעות כל ההצעות שהחברה מבקשת להעלות להצבעה. ככל שבעל מניות בחברה מעוניין להעלות הצעה מטעמו, כך למשל הצעה לגילוי כמות פליטות הפחמן ממפעלי החברה, סעיף 8-14a ל- Securities Exchange Act of 1934 (להלן: "חוק ניירות ערך האמריקני", "SEC") מאפשר לו, בהינתן שהוא עומד בתנאי הסעיף, לדרוש מההנהלה לכלול את הצעתו במסגרת מסמכי ה-proxy שהחברה שולחת לכלל בעלי המניות.<sup>16</sup> עד לאחרונה התנאי הבסיסי שבו בעל המניות נדרש לעמוד על מנת שיוכל לדרוש את הכללת הצעתו במסמכי החברה הוא החזקה במניות החברה בסך של 2,000 דולר לפחות למשך שנה אחת ברציפות (והחל משנת 2023 – למשך שלוש שנים).<sup>17</sup> דרישה נמוכה זו מאפשרת לבעלי מניות רבים להעלות הצעה באספה הכללית להצבעה, מבלי לשאת בעלויות של שליחת מסמכי proxy מטעמם.<sup>18</sup>

<sup>14</sup> Paul Rose, *Shareholder Proposals in The Market for Corporate Influence*, 66 FLA. L. REV. 2179, 2185-86 (2014).

<sup>15</sup> Kobi Kastiel & Yaron Nili, *Absent Shareholders: The Giant Shadow of Corporate Gadflies*, 94 S. CAL. L. REV. 569, 574 (2021) (להלן: *Kastiel & Nili, Corporate Gadflies*).

<sup>16</sup> 17 C.F.R. § 240.14a-8.

<sup>17</sup> John Byrd & Elizabeth Cooperman, *Do Shareholder Proposals Affect Corporate Climate Change Reporting and Policies?*, 4 INT'L REV. ACCT. BANKING & FIN. 100, 104-106 (2012).

<sup>18</sup> Kobi Kastiel & Yaron Nili, *Corporate Gadflies*, לעיל ה"ש 15. לאחרונה ערכה הרשות לניירות ערך האמריקנית שינויים בתנאי ההגשה שנכנסו לתוקף בתחילת שנת 2023, המחמירים את תנאי הסף. על פי הכללים החדשים, על מנת להגיש הצעת בעלי מניות תידרש החזקה

עם זאת כלל 14a-8 קובע שורה של חריגים, הנוגעים למצבים שבהם לחברה עומדת הזכות שלא להכליל את הצעתו של בעל מניות במסמכי החברה, חרף עמידתו בתנאי הסף שצוינו לעיל. החריג המשמעותי ביותר, הצריך לענייננו ברשימה זו, הוא החריג הקובע כי ככל שההצעה מתייחסת למהלך העסקים הרגיל של החברה, לחברה עומדת הזכות להסיר את ההצעה ממסמכי ה-proxy שלה.<sup>19</sup> חריג זה יחול בדרך כלל כאשר ההצעה מבקשת להתערב ישירות באופן שההנהלה מנהלת את התאגיד (כלומר כאשר היא "חוטאת" ב-micromanagement).<sup>20</sup>

כפי שצוין בפתח הדברים, מנגנון הצעות בעלי המניות בארצות הברית ככלל אינו מחייב את ההנהלה. על כן נשאלת השאלה – אם אין מדובר במנגנון מחייב על פי דין אלא רק ביטוי לרצונם של בעלי המניות, מהו התמריץ של ההנהלה לפעול כאמור בהחלטת האספה הכללית? התשובה על שאלה זו נוגעת לשינויים שעבר שוק ההון האמריקני, ובכלל זה העלייה בריכוזיות החזקות של המשקיעים המוסדיים, והשפעתן הגוברת של חברות המספקות שירותי ייעוץ להצבעה על דפוסי ההצבעה של הגופים המוסדיים.<sup>21</sup> בפרט, חברות הייעוץ אימצו בעשור הקודם עמדה ולפיה פעולה של ההנהלה בניגוד להצעת בעלי מניות שאושרה ברוב קולות צריכה שתביא להצבעה נגד בחירתם של הדירקטורים המכהנים המועמדים לכהונה נוספת.<sup>22</sup> כך הדירקטורים מתומרצים לפעול כאמור בהחלטת האספה הכללית (גם אם ההצעה שזכתה לרוב קולות אינה מחייבת אותם רשמית) ולאמץ את מנגנוני הממשל התאגידי כפי שהם

הונית בגובה של 2000 דולר למשך שלוש שנים (במקום שנה), 15,000 דולר למשך שנתיים, או 25,000 דולר למשך שנה אחת. ראו U.S. Securities and Exchange Commission, *SEC Adopts Amendments to Modernize Shareholder Proposal Rule* (Press Release, Sep. 23, 2020), <https://www.sec.gov/news/press-release/2020-220>. מובן שלתיקון זה תיתכן השפעה לא-מבוטלת על כמות הצעות בעלי המניות שיוגשו בחברות בארצות הברית, באופן שיצמצם את מספרן (לאור הצורך לעמוד בדרישות מחמירות יותר מצד בעלי המניות). התיקון ישפיע במיוחד על בעלי מניות שמחזיקים בהיקף מצומצם של מניות, שהם בפועל השחקנים המובילים את מנגנון העלאת ההצעות לסדר יומה של האספה הכללית (וראו דיון על כך ליד ה"ש 23).

19 ראו 17 C.F.R. § 240.14a-8(i)(7) ("If the proposal deals with a matter relating to the company's ordinary business operations")

20 Stanford Lewis, *SEC Resets the Shareholder Proposal Process*, HARV. L. SCH. F. ON CORP. GOVERNANCE (Dec. 23, 2021), <https://corpgov.law.harvard.edu/2021/12/23/sec-resets-the-shareholder-proposal-process/>; Virginia Harper Ho, *Risk-Related Activism: The Business Case for Monitoring Nonfinancial Risk*, 41 J. CORP. L. 647, 661-62 (2016). אופן הסרת ההצעה ממסמכי החברה נעשה בדרך כלל באמצעות משא ומתן בין החברה לבעל המניות המציע, ולחלופין באמצעות פנייה ל-SEC (U.S. Securities and Exchange Commission) בבקשה לקבל ממנה אישור על כך שכוונת החברה להסיר את ההצעה תואמת את הדרישות על פי דין (שם).

21 ראו למשל: Asaf Eckstein & Sharon Hannes, *A Long/Short Incentive Campaign Scheme for Proxy Advisory Firms*, 53 WAKE FOREST L. REV. 787 (2018)

22 ראו למשל: GLASS LEWIS & CO., 2020 PROXY PAPER GUIDELINES 1, 8, 27 (2020), [https://www.glasslewis.com/wp-content/uploads/2016/11/Guidelines\\_US.pdf](https://www.glasslewis.com/wp-content/uploads/2016/11/Guidelines_US.pdf)

נקבעו בהחלטה, לאור החשש שהתעלמות מרצונם של רוב בעלי המניות תביא להצבעה של הגופים המוסדיים נגד המשך כהונתם של הדייקטורים. ואכן, רוב גדול של הצעות בעלי מניות שזכות לתמיכת האספה הכללית נענות בהמשך באמצעות הצעת החלטה ביוזמת ההנהלה לתקן את תקנון התאגיד כאמור בהחלטה הראשונית של האספה.<sup>23</sup>

במבט ראשון היה אפשר לצפות כי השימוש המשמעותי ביותר בכלי של הצעות בעלי מניות יהיה בידי משקיעים מוסדיים גדולים, דוגמת שלושת בתי ההשקעות הגדולים של ארצות הברית (BlackRock, Vanguard ו- State Street), או בידי קרנות הפנסיה, שמנהלות גם הן כספים בהיקפי ענק. כפי שצינו Edward Rock ו- Marcel Kahan, החזקותיהם הרוחביות וכוחם העצום (ובכלל זה יכולתם להשפיע על המשך כהונת דירקטורים שאינם קשובים לרצונם של בעלי המניות) אמורים למצב את הגופים המוסדיים הגדולים בעמדת ההשפעה הטובה ביותר לקידום נורמות וסטנדרטים של ממשל תאגידי בחברות שהם מושקעים בהן.<sup>24</sup>

חרף זאת, עיון בממצאים אמפיריים שנאספו בנוגע לדפוסים של העלאת הצעות בעלי המניות מצד שלושת בתי ההשקעות הגדולים של ארצות הברית מעלה תמונה שונה מזו שתוארה לעיל. הגופים המוסדיים הגדולים, גם אם הם תומכים בהצעות בעלי מניות בנושאי ממשל תאגידי בהתאם לאמור במדיניות ההצבעה שלהם,<sup>25</sup> נמנעים מלהציען בצורה אקטיבית.<sup>26</sup> למרבה ההפתעה בעלי המניות שנוהגים להעלות הצעות מסוג זה הם דווקא בעלי מניות קטנים, המכונים "Gadflies".<sup>27</sup>

בניגוד לאפיון הקלאסי של בעלי מניות כמי שנוהגים באדישות רציונלית, ה-Gadflies הם בעלי מניות שמחזיקים מניות בשיעור קטן יחסית בחברות, וחרף זאת עוסקים בהגשה מסיבית של הצעות לאספה הכללית.<sup>28</sup> בעוד שמספרם של ה-Gadflies מקרב כלל בעלי המניות (מוסדיים ויחידים) הוא קטן וכך גם גובה החזקותיהם, ההשפעה שלהם על השימוש במנגנון הצעות בעלי המניות בארצות הברית היא

<sup>23</sup> Kastiel & Nili, *Corporate Gadflies*, לעיל ה"ש 15, בעמ' 597-599, 606-607.

<sup>24</sup> Marcel Kahan & Edward B. Rock, *Index Funds and Corporate Governance: Let*

*Shareholders Be Shareholders*, 100 B.U. L. REV. 1771, 1772 (2020).

<sup>25</sup> לסקירה מקיפה של העקרונות המנחים של גופים מוסדיים בכל הנוגע לאופן הצבעתם

באספות כלליות של חברות ציבוריות, ראו Asaf Eckstein, *The Rise of Corporate*

*Guidelines in the United States, 2005-2021: Theory and Evidence*, 98 IND L.J. 921

(2023).

<sup>26</sup> בפרק א.2.ג. אנו דנים גם בטעמים לכך. מחקר שנערך בידי לוסיאן (אריה) בבצ'וק וסקוט

הירסט, שעקב אחר הצעות בעלי מניות בחברות הכלולות באינדקס Russell 300 בין

השנים 2014-2018, העלה כי אף לא אחת מהצעות בעלי המניות בשנים הללו הוגשה

בידי שלושת הגופים המוסדיים הגדולים. ראו: Lucian Bebchuk & Scott Hirst, *Index*

*Funds and the Future of Corporate Governance: Theory, Evidence, and Policy*, 119

(2019) COLUM. L. REV. 2029, 2103-104 (להלן: (Bebchuk & Hirst, *Index Funds*)).

<sup>27</sup> המשמעות המקורית של המונח היא זבובים המציקים לבקר ולטוסים. בפועל הוא משמש

גם לתיאור של אדם טרחן או "נודניק".

<sup>28</sup> Kastiel & Nili, *Corporate Gadflies*, לעיל ה"ש 15, בעמ' 589-590.

משמעותית. כך למשל, מחקר שערך אחד מכותבי רשימה זו העלה, כי בשנת 2018 41% מהצעות בעלי המניות שהוגשו בחברות שבמדד S&P 1500 הוגשו בידי אותם חמישה בעלי מניות המכונים Gadflies. היה אפשר לשוב כי לאור שיעור ההחזקות הקטן שלהם, ההצעות שה-Gadflies מעלים יזכו לתמיכה מצומצמת, אך לא כך הוא. למעשה ההצעות שהם מעלים זוכות פעמים רבות לתמיכת בעלי המניות האחרים, ובכלל זה של המשקיעים הגדולים. כך, בשנת 2018 היוו ההצעות שהגישו Gadflies מעל למחצית מההצעות שזכו לתמיכת רוב בעלי המניות באותה השנה.<sup>29</sup>

חשיבותה של תופעת ה-Gadflies נעוצה בקונטקסט העיקרי שבו הם מגישים את הצעותיהם – נושאי ממשל תאגידי – ובאופן שהם מצליחים להשפיע על שחקנים אחרים הפועלים בתאגיד ובשוק. הן המשקיעים המוסדיים הגדולים והן החברות המספקות שירותי ייעוץ להצבעה למשקיעים אלו הביעו בעבר את עמדתם החיובית בנוגע לאימוץ מנגנוני ממשל תאגידי שמעצימים את כוחם של בעלי המניות או בעד הסרה של מנגנונים המגבילים את כוחם (כגון דירקטוריונים מדורגים או אמצעי התגוננות אחרים מפני השתלטויות עוינות). לכן ה-Gadflies נוטים להתמקד בהצעות לשיפור הממשל התאגידי, אשר סביר שיהנו מתמיכת הגופים המוסדיים ויצלחו את הליך ההצבעה באספה הכללית. באמצעות העלאת הצעות המתכתבות עם הצהרות הגופים המוסדיים בענייני ממשל תאגידי, ה-Gadflies מצליחים לגשר על הפער שבין ההצהרות הכלליות של הגופים המוסדיים לבין ההקשר של החברה היחידה, ולהביא ליישום ההמלצות ברמת החברה.<sup>30</sup>

בפועל פעילות ה-Gadflies מאפשרת את קיומו של מעין מנגנון של אחריותיות באשר להצהרות הגופים המוסדיים. פעילותם הביאה להתאמת ההצעות להתחייבויות הפומביות של המשקיעים המוסדיים, ולנוכחותו של איום קרדיבילי על הדירקטוריון אם הוא לא יפעל כאמור בהצעת בעלי המניות שזכתה לתמיכת האספה הכללית; באמצעים אלה הצליחו ה-Gadflies ליצור מערכת גומלין (ecosystem) שמאפשרת את העצמת כוחם של בעלי המניות בממשל התאגידי של החברה, וכן את בנייתם של מנגנוני אחריותיות באשר להנהלה ולמשקיעים הגדולים.

### (ב) הצעות בעלי מניות בנושאי אקלים

בדומה לטקטיקת הפעולה שאימצו ה-Gadflies בתחום הממשל התאגידי, בעלי מניות נוספים, ובעיקר ארגונים חברתיים או קרנות פנסיה מדינתיות, החלו לאמץ בשנים האחרונות דפוסי פעולה המבקשים לעודד פעילות בת-קיימה באמצעות שימוש בהצעות בעלי מניות. לכאורה הפעילות בתחום הממשל התאגידי אמורה לעורר תקווה באשר להצלחה האפשרית של השחקנים הקטנים גם בהקשרי אקלים. אך כפי שנראה

<sup>29</sup> שם, בעמ' 591, 593-594.

<sup>30</sup> שם, בעמ' 595-596, 603-605.

להלן, פעילות למען האקלים שונה בכמה היבטים מהותיים מפעילות לשיפור מנגנוני ממשל תאגידי.<sup>31</sup>

ראשית, בניגוד להצעות העוסקות במנגנוני ממשל תאגידי, שנוטות לכלול דרישות מהותיות מצד בעלי המניות, הצעות בעלי מניות בנושאי אקלים נוטות להיות מוגשות במתכונת של בקשות לגילוי פרטים על ביצועי החברה בתחום האקלים, או של הצעות הדורשות מהנהלה לערוך דוחות המפרטים את אופן ההתמודדות המתוכנן של החברה עם סוגיות אקלימיות.<sup>32</sup> ההתמקדות בדרישות גילוי נעוצה בשתי סיבות עיקריות. הסיבה הראשונה היא שהצעה אשר תדרוש מהחברה לאמץ קו מדיניות ספציפי להתמודדות עם משבר האקלים מסתכנת בכך שהיא תוחרג ממסמכי ה-proxy של החברה, לאור היותה מתערבת יתר על המידה בניהול היוםיומי של התאגידי (שלא בהתאם להוראות כלל 8-14a).<sup>33</sup> הסיבה השנייה נוגעת לפרקטיקה של המשקיעים המוסדיים הגדולים. בפועל, המשקיעים המוסדיים נוטים שלא לכבול את עצמם להצהרות חד-משמעיות על אודות המדיניות הרצויה מצד החברות שבהן הם משקיעים בנושאי סביבה, ומצהירים כי הם יבחנו את ההצעות העולות על סדר היום בכל מקרה לגופו.<sup>34</sup> זהו הבדל משמעותי נוסף בין ההקשר האקלימי להקשר של ממשל תאגידי; במסגרת ההקשר של ממשל תאגידי קל יותר לבעלי המניות להבנות מנגנון אחריות בנוגע למשקיעים המוסדיים הגדולים, לאור ההצהרות החד-משמעיות המופיעות במדיניות ההצבעה שלהם באשר לפרקטיקות הממשל התאגידי הרצויות בחברות ציבוריות. בהינתן מצב דברים זה, סיכוייה של הצעת בעלי מניות המבוססת על עקרונות גילוי לזכות בתמיכת בעלי המניות האחרים בחברה הם גבוהים יותר מאשר במקרה של הצעת בעלי מניות המבוססת על דרישות מהותיות בנושאי אקלים.

שנית, מאפיין חשוב נוסף של השימוש בהצעות בעלי מניות לקידום מחויבות של תאגידיים לפעילות בת-קיימה, המבדיל אותו מהשימוש בהצעות לשיפור מנגנוני הממשל התאגידי, נעוץ באופי השחקנים שמקדמים את ההצעות בנושאי אקלים. בניגוד להקשר של ממשל תאגידי, שבו השחקנים המשמעותיים ביותר הם בעלי מניות אינדיבידואלים, בהקשרי אקלים ומטרות חברתיות אחרות משקלם של בעלי המניות האינדיבידואלים הוא נמוך יותר, ואת מקומם תופסים ארגונים חברתיים,<sup>35</sup> קרנות

<sup>31</sup> בהקשר זה יש לציין, כי קיים תהליך מרתק של פעילות למען הצעות חברתיות (social) של בעלי מניות גם מעבר להקשר של משבר האקלים. פעילות זו מתקיימת בנוגע לנושאים חברתיים שונים, כגון שוויון מגדרי, מימון קמפינים לבחירות, זכויות בעלי חיים, זכויות עובדים ועוד. ראו למשל, Roberto Tallarita, *Stockholder Politics*, 73 (2022) HASTINGS L.J. 1697, 1710-16 (Tallarita, *Stockholder Politics*: להלן: (Tallarita, *Stockholder Politics*: 1717-1716.

<sup>32</sup> שם, בעמ' 1716-1717.

<sup>33</sup> שם.

<sup>34</sup> Kastiel & Nili, *Corporate Gadflies*, לעיל ה"ש 15, בעמ' 604.

<sup>35</sup> Tallarita, *Stockholder Politics*, לעיל ה"ש 31, בעמ' 1722. מבט על הצעות בעלי מניות שהוגשו בחברות שבמדד S&P 500 בין השנים 2010-2021 (למאפיני המאגר ראו שם, בעמ' 1711) מעלה, כי בעלי מניות יחידים עומדים מאחורי 21.8% מההצעות החברתיות

פנסיה וקרנות להשקעה מכוונת ESG.<sup>36</sup> כלומר, השחקנים המגישים את ההצעות בתחום האקלים הם פעמים רבות שחקנים בעלי מומחיות ייעודית בנושא. חלק מההגשות של הצעות בעלי מניות לקידום מחויבות לפעילות בת-קיימה נעשות באמצעות רכישה של מניות בידי גופים חברתיים והחזקה בהן, ברמת הארגון היחיד.<sup>37</sup> אך בהקשרי חברה וסביבה בולטת הרבה יותר המגמה של שיתוף פעולה בין שחקנים שונים לקידום הצעות פרו-אקלימיות: הארגונים הסביבתיים חוברים לבעלי מניות בחברות ציבוריות ומגישים בשמם את ההצעות; במקביל יועצי השקעות מציעים ייעוץ מכוון ESG לקרנות השקעות הנמנות עם לקוחותיהם, אשר משתתפות בהצבעות.<sup>38</sup> כך, ארגונים חברתיים המאגדים את פעילותם של משקיעים מובילים את המאבק למען פעילות בת-קיימה בהקשר התאגידי (דוגמת Ceres ו-Interfaith Center on Corporate Responsibility (ICCR)), ועומדים בפועל מאחורי רבות מההצעות שמוגשות בחברות ציבוריות, תוך שמירה על קשרים – ישירים ועקיפים – עם רשת ענפה של ארגונים חברתיים נוספים, של משקיעים מוסדיים ושל בעלי מניות אחרים. רבות מההצעות אף "מושכפלות" ומוגשות בכמה חברות במקביל.<sup>39</sup> כך נוצרת מערכת גומלין (ecosystem) של העברת ניסיון וידע שבה ארגונים חברתיים יוצרים קשר עם בעלי מניות קיימים בתאגיד, ובאמצעות הקשרים שבין הארגונים השונים מועבר מידע על ההצעות שכדאי לקדם בהקשר של התאגיד הספציפי.

דוגמה מוחשית לשיתוף הפעולה שבין השחקנים השונים ניתן לראות בפרויקט "say on climate" אשר הוזנק בשנת 2020 כפרויקט גלובלי, ואשר שם לעצמו למטרה לעודד את הנהלות החברות הציבוריות להביא לאישור בעלי המניות תוכניות למעבר לאפיקי פעילות בני-קיימה.<sup>40</sup> מקור הפרויקט הוא בפעילות של Chris Hohn, העומד

שהוגשו בחברות הללו. את מקומם של בעלי המניות היחידים תופסים כאמור משקיעים מכווני ESG (20.4%), קרנות פנסיה (16.4%) וארגונים חברתיים (12.8%).

<sup>36</sup> בביטוי "קרנות ESG" כוונתנו היא לקרנות השקעה המאופיינות בשימוש בעקרונות ה-ESG בבניית תפריט ההשקעות שלהן (screening). בהקשרי אקלים, הדבר נעשה באמצעות בניית אינדקס הכולל רק חברות שמחויבות לפעילות בת-קיימה ולא-השקעה בחברות מזהמות, וכן בקבלת ההחלטות בנוגע להצבעה על הצעות בעלי מניות ועל מינוי דירקטורים.

<sup>37</sup> ראו למשל את פעילותו של הארגון People for the Ethical Treatment of Animals (PETA) בתחום של זכויות בעלי חיים: הארגון רוכש מניות בחברות ציבוריות, ולחלופין מקבל את המניות כתרומה מתורמים שונים, ומשתמש בזכויות ההצבעה שלו כדי להעלות הצעות בעלי מניות המקדמות את מחויבות התאגיד שבו מושקעת העמותה למטרה החברתית שלטובתה היא נלחמת. ראו: PEOPLE FOR THE ETHICAL TREATMENT OF ANIMALS, <https://www.peta.org/issues/animals-used-for-experimentation/shareholder-campaigns/>.

<sup>38</sup> Tallarita, *Stockholder Politics*, לעיל ה"ש 31, בעמ' 1742-1743.

<sup>39</sup> שם, בעמ' 1744-1746.

<sup>40</sup> SAY ON CLIMATE, <https://sayonclimate.org/>, (Last visited: May 23, 2023).

41. The Children's Investment Fund Management בראשות קרן הגידור האקטיביסטית *As You Sow*. הארגון פרויקט זה קודם כבר משלב מוקדם גם בידי הארגון הסביבתי *As You Sow*. הארגון החל בשליחת מכתבים להנהלות החברות, הקוראים להן לאמץ את היוזמה באופן וולונטרי, וכן החל להעלות הצעות בעלי מניות שיקראו להן לעשות כן.<sup>42</sup> שיתופי הפעולה בין גורמים שונים אינם לגמרי מפתיעים בהקשר של הצעות בעלי מניות. בעולם של בעלות מבוזרת בתאגיד, קידום אפקטיבי של הצעות בעלי מניות דורש יצירת קואליציות בתוך התאגיד. יצירת הקואליציה מביאה לא רק לשיתוף פעולה במסגרת ההצבעה הקונקרטית, אלא גם לקשרים בין השחקנים השונים ולקידום אסטרטגיית פעולה משותפת, תוך אפשרות לנצל את היתרונות היחסיים של כל אחד מהשחקנים. בשנים האחרונות אפשר לזהות עלייה מסוימת באחוזי התמיכה של הצעות בעלי המניות בנושאי אקלים, אולם אין מדובר במגמה יציבה. מבט על הצעות שהוגשו בחברות הכלולות במדד S&P 1500 בין השנים 2019-2021 מעלה, כי בעוד שבשנת 2019 אף הצעת בעלי מניות שהוגשה בנושא אקלים לא זכתה לתמיכת רוב בעלי המניות, בשנת 2021 צלחו 13 הצעות את ההצבעה באספה מתוך 36 הצעות שהגיעו לשלב ההצבעה. לצד עלייה במספר ההצעות שמאומצות בידי האספה הכללית אפשר לזהות גם עלייה עקבית בשיעור התמיכה הממוצע בהצעות אקלימיות – מ- 24.8% בשנת 2019 ל- 39.7% בממוצע בשנת 2021.<sup>43</sup> עם זאת עדיין מדובר בכמות לא-גדולה של הצעות בעלי מניות בנושאי אקלים שעולות להצבעה מדי שנה (36 הצעות בשנת 2021), בהשוואה ל- 4,000 חברות יציבוריות הפועלות בארצות הברית. כמו כן, מידת הצלחתן של הצעות אלו נמוכה

41 George Casey et al., *Recent Shareholder Activism Trends*, HARV. L. SCH. F. ON CORP. GOVERNANCE (Nov. 29, 2021), <https://corpgov.law.harvard.edu/2021/11/29/recent-shareholder-activism-trends/#3>. עד כה זכה הפרויקט להצלחה לא-מבוטלת, עם כמה חברות בינלאומיות גדולות שהודיעו שיפעלו להביא תוכניות פעולה בתחום האקלים לאישור בעלי מניותיהם. בין היתר ניתן למנות את החברות S&P, M&G, Unilever, Shell, Nestlé ו-Global Supporters, SAY ON CLIMATE, ראו: <https://sayonclimate.org/supporters/>.

42 Say on Climate, AS YOU SOW, <https://www.asyousow.org/our-work/energy/say-on-booking-1>. בין היתר הגיש הארגון הצעות בעלי מניות בחברות Union Pacific Holdings. ראו על כך, בהתאמה: *Greater Disclosure of Material Corporate Diversity, Equity and Inclusion Data*, AS YOU SOW (Dec. 4, 2020), <https://www.asyousow.org/resolutions/2020/12/04/union-pacific-corporation-greater-disclosure-of-material-corporate-diversity-equity-and-inclusion-data>; *Booking Holdings: Shareholder Advisory Votes on Climate Change*, AS YOU SOW (Dec. 25, 2020), <https://www.asyousow.org/resolutions/2020/12/25/booking-holdings-shareholder-advisory-votes-on-climate-change>.

43 Hannah Orowitz et al., *2021 Annual Corporate Governance*; Casey et al., *Review*, HARV. L. SCH. F. ON CORP. GOVERNANCE (Nov. 24, 2021), <https://corpgov.law.harvard.edu/2021/11/24/2021-annual-corporate-governance-review/>.

ממידת הצלחתן של הצעות הנוגעות לשינוי במבנה הממשל התאגידי של החברה,<sup>44</sup> ובשנת 2022 שיעורי התמיכה בהן נמצאו במגמת ירידה מסוימת ונעו סביב 30%.<sup>45</sup> ממצאים ראשוניים משנת 2023 מעידים על המשך ירידה, שכן שיעורי התמיכה נעמדו על 22%.<sup>46</sup> חשוב מכך, הרוב המכריע של הצעות בעלי המניות שהוגשו בשנים האחרונות בענייני אקלים נוגעות להגברת הגילוי לבעלי המניות, והן אינן כוללות דרישות נוספות מעבר לכך.<sup>47</sup> נתון זה מתכתב עם המאפיין של הצעות אקלימיות שהוצג בתחילת סעיף זה.

מבט על פרופיל השחקנים שמצביעים בעד ונגד הצעות בעלי מניות מספק תובנות מעניינות בנוגע לשאלה אילו משקיעים מקדמים בפועל את מחויבות התאגידים לפעילות בת-קיימה. כך, הקרנות הייעודיות להשקעה מבוססת ESG נוטות באופן כללי להצביע יותר בתכיפות בעד הצעות אקלימיות.<sup>48</sup> מנגד, שלושת המשקיעים המוסדיים הגדולים עדיין מתנגדים לשיעור ניכר מההצעות סביבתיות, והם אף הצהירו כי יימנעו מתמיכה בהצעות בעלי מניות בענייני אקלים שמבקשות להתערב באופן שהנהלה מנהלת את הליך הפחתת הזיהום הסביבתי או הדורשות מהחברה לנקוט צעדים אופרטיביים.<sup>49</sup> במקביל, יועצי הצבעה למשקיעים מוסדיים מדברים אף הם בשנים

44 שם ; Ho, לעיל ה"ש 20, בעמ' 690.

45 GIBSON DUNN, SHAREHOLDER PROPOSAL DEVELOPMENTS FOR THE 2022 PROXY SEASON 2 (Jul. 11, 2022), <https://www.gibsondunn.com/wp-content/uploads/2022/07/shareholder-proposal-developments-during-the-2022-proxy-season.pdf>

46 The Conference Board, Inc., *2023 Proxy Season: More Proposals, Lower Support*, HARV. L. SCH. F. ON CORP. GOVERNANCE (Jun. 1, 2023), <https://corpgov.law.harvard.edu/2023/06/01/2023-proxy-season-more-proposals-lower-support>

47 Georgeson LLC, *2022 Investor Voting Report*, HARV. L. SCH. F. ON CORP. GOVERNANCE (Feb. 14, 2023), <https://corpgov.law.harvard.edu/2023/02/14/2022-investor-voting-report>

48 Quinn Curtis et al., *Do ESG Mutual Funds Deliver on Their Promises?*, 120 MICH. L. REV. 393, 435-46 (2021); Dana Brakman Reiser & Anne Tucker, *Buyer Beware: Variation and Opacity in ESG and ESG Index Funds*, 41 CARDOZO L. REV. 1921, 1959-60 (2020)

49 Ross Kerber & Tim McLaughlin, *Biggest U.S. Index Funds Oppose Most Climate Proposals in Shareholder Votes*, REUTERS (Oct. 8, 2019), <https://www.reuters.com/article/us-usa-funds-index-climatechange/biggest-u-s-indexfunds-oppose-most-climate-proposals-in-shareholder-votes-idUSKBN1WN105>; BLACKROCK, 2022 VOTING SPOTLIGHT REPORT, <https://www.blackrock.com/corporate/literature/publication/2022-investment-stewardship-voting-spotlight.pdf> (last visited May 30, 2023)



האחרונות יותר ויותר על הצורך בהצבעות על נושאי אקלים, אך בפועל נמנעים מלתמוך בהצעות שכוללות דרישות נוספות מעבר לגילוי.<sup>50</sup> כפי שנרמז לעיל, לא כל הצעות בעלי המניות מגיעות בפועל להצבעה. למעשה, מתוך כלל ההצעות בנושא אקלים שהוגשו בין השנים 2019-2021 בחברות S&P 1500 כמעט 30% לא הגיעו לשלב ההצבעה באספה הכללית. חלק מההצעות (בין 15%-17% מדי שנה) הוסרו בידי החברה מכוח החריגים לכלל 8-14a באישור ה-SEC, אך רובן מוסרות בידי בעלי המניות המציעים בעצמם,<sup>51</sup> לעיתים כחלק מדיאלוג המתנהל בין בעלי המניות להנהלת החברה בנושא ההצעה.<sup>52</sup>

לסיכום, שחקנים קטנים בשוק ההון האמריקני, דוגמת ה- Gadflies וארגוני החברה האזרחית, אימצו את הכלי של הצעות בעלי המניות לקידום המטרות הראויות בעיניהם. ההישגים שלהם נובעים בין היתר משילוב הכוחות של ארגוני החברה האזרחית ושל משקיעים מתוחכמים בניסוח ההצעות וביצירת שיתופי פעולה באספה הכללית. מעורבותם של גופים אזרחיים כגורמים המניעים את המהלכים הללו, בין אם באמצעות רכישת מניות ובין אם בשיתוף פעולה עקיף יחד עם משקיעים אחרים, מדגימה את הטשטוש של החלוקה המסורתית שאפיינה את דיני התאגידים; חלוקה זו היא בין בעלי המניות של התאגיד (shareholders), שהם הנושים השיוריים ושללה יכולת להשפיע על הממשל התאגידי של חברות באמצעות זכות ההצבעה, לבין בעלי עניין אחרים בתאגיד (stakeholders), שאין להם יכולת להשפיע ישירות על מנגנון קבלת ההחלטות בתאגיד. מנגד, הסקירה מעלה כי ההצלחה של בעלי המניות הקטנים כאשר הם פועלים לבדם היא מוגבלת ביותר. יתר על כן, ההסבר להצלחת היוזמות בתחום הממשל התאגידי אינו נעוץ בפעילותם של השחקנים הקטנים, אלא דווקא ברוח הגבית שהעניקו בתי ההשקעות המוסדיים למהלכים הללו, באופן שיצר מערכת גומלין (ecosystem) המתמרצת את ההנהלה לפעול ברוח ההחלטות המתקבלות באספה. לשחקנים הקטנים משאבים מוגבלים, והיקף החזקות שלהם הוא קטן במיוחד. לכן הם לבדם אינם מיוצבים במיקום שיאפשר להם להוביל שינוי משמעותי בפעילות התאגיד.

באופן ממוקד, ההצהרות העמומות של המשקיעים המוסדיים ושל יועצי ההצבעה מקשות יותר על ארגונים חברתיים בקידום הצעות פרו-אקלימיות שפוטנציאל האימוץ שלהן בידי האספה הכללית הוא גבוה. בניגוד להקשר של ממשל תאגידי, שם היה אפשר להתאים את ההצעות למדיניות ההצבעה הברורה של המשקיעים המוסדיים, בהקשרי אקלים הארגונים הסביבתיים נאלצים להתמודד הן עם הצהרות עמומות והן עם פרקטיקה כמעט לעומתית לשאיפה לקדם את המחויבות של התאגידים לפעילות בת-קיימה דרך המנגנון התאגידי. התוצאה הישירה של אופן פעילות זה היא מיעוט

50 Ravipl S. Bains et al., *McMillan Discusses Key Considerations in Implementing Shareholder Votes on Climate*, THE CLS BLUE SKY BLOG (Aug. 2, 2021), <https://clsbluesky.law.columbia.edu/2021/08/02/mcmillan-discusses-key-considerations-in-implementing-shareholder-votes-on-climate/>.

51 Orowitz et al., לעיל ה"ש 43.

52 Tallarita, *Stockholder Politics*, לעיל ה"ש 31, בעמ' 1718-1719.

יחסי של הצעות בנושאי אקלים שעולות בסופו של דבר להצבעה, ושיעורי תמיכה נמוכים יותר להצעות אלו לעומת הקשרים של ממשל תאגידי. בתוך כך גם ההצעות שזוכות להצלחה עוסקות בדרך כלל בגילוי מידע מצד החברות, שאינו מספיק לבדו כדי להילחם במשבר האקלים. בפועל אסטרטגיית ההתמודדות עם אתגרי האקלים נותרת תחת שיקול הדעת הרחב של ההנהלה.

## 2. משקיעים מוסדיים

בתי ההשקעות המוסדיים, ובראשם שלושת בתי ההשקעות הגדולים שבארצות הברית, הפכו בעשורים האחרונים לשחקני מפתח בפעילות שוק ההון האמריקני. כפי שצינו לעיל, היקף ההחזקות העצום שלהם מאפשר להם לכאורה להניע תהליכי שינוי עמוקים בשוק ובממשל התאגידי של החברות.<sup>53</sup> כמו כן הראינו כי חרף כוחם הרב, השימוש שלהם במנגנון הצעות בעלי המניות מסתכם בתמיכה בהצעות העולות בקנה אחד עם מדיניות ההצבעה שלהם, ואינו כולל הגשה עצמאית של הצעות. בסעיף זה נבקש לעמוד על הכלים המרכזיים שבהם בתי ההשקעות המוסדיים משתמשים: הצבעות נגד מינוי דירקטורים, קידום סוגיות אקלימיות באמצעות המאבק לאימוץ proxy access וקידום הידברות עם ההנהלה והצהרות כלליות. כמו כן נראה, כי בהקשר האקלימי התועלות הנובעות מהשימוש של המשקיעים המוסדיים בכלים הללו הן מוגבלות. לבסוף, ננסה לעמוד על ההסברים לפעילות המוגבלת של המשקיעים המוסדיים בהקשרי אקלים, בדגש על התמריצים המניעים את פעילותם.

### (א) הצבעות נגד מינוי דירקטורים

לצד הצעות בעלי מניות, אפשרות מרכזית נוספת העומדת בפני בעלי מניות המעוניינים להשפיע על מידת המחויבות של החברה לנושאי אקלים היא להצביע נגד מועמדי ההנהלה לדירקטוריון.<sup>54</sup> לכאורה, איום אמין על חבר דירקטוריון שלפיו ללא שינוי התנהגות מצידו הוא יאבד את עבודתו בחברה אמור לספק תמריץ משמעותי להנהלה לנהוג לפי רצון בעלי המניות. עם זאת במשך שנים רבות נהגו להתייחס לאיום הפיטורים בחברות ציבוריות בארצות הברית כאל איום תאורטי כמעט,<sup>55</sup> בייחוד לאור

<sup>53</sup> ראו דיון לעיל ליד ה"ש 24, ואת ההפניה שם.

<sup>54</sup> יובהר, כי במינוי דירקטורים כוונתנו למעורבות של בעלי המניות בהצבעות על מינוי דירקטורים להנהלה, להבדיל מיוזמות לאימוץ proxy access, העוסקות בעצם הזכות להציע מועמדים לדירקטוריון באופן המנותק מהשאלה אם בעלי המניות ישתמשו בזכות הזו בפועל על מנת לאתגר את הדירקטורים המכהנים.

<sup>55</sup> ראו למשל: Lucian A. Bebchuk, *The Case for Shareholder Access to the Ballot*, 59 BUS. LAW. 43 (2003); Marcel Kahan & Edward Rock, *The Insignificance of Proxy Access*, 97 VA. L. REV. 1347 (2011).

כללי ההצבעה שהיו מקובלים בחברות הציבוריות בארצות הברית.<sup>56</sup> כפי שיפורט להלן, שינויים שנערכו בעשרים השנים האחרונות בכללי ההצבעה הפיחו תקווה חדשה באפשרות להשתמש במנגנון ההדחה והמינוי כדי לפקח על התנהלות הדירקטוריון. בעבר בחרו רוב החברות הציבוריות בארצות הברית דירקטורים באמצעות כלל הכרעה המכונה "הצבעה פלורלית" ("plurality voting"). תחת כלל זה, אם מספר המועמדים לדירקטוריון זהה למספר המושבים הפנויים בו (מצב שכיח, המכונה "uncontested election"), די בכך שהמועמד לדירקטוריון יזכה בקול תומך אחד בלבד על מנת לזכות במינוי. כלל זה אפיין כאמור את רוב החברות הציבוריות, והוא אף היה (ועודנו) ברירת המחלף שקובע הדין במדינות רבות בארצות הברית, בין היתר במדינת דלוור.<sup>57</sup> החל משנת 2005 החלו משקיעים אקטיביסטיים לפעול לשינוי כלל ההצבעה הנהוג בחברות ציבוריות לכלל של בחירה באמצעות רוב (majority voting): הדירקטור ייבחר לכהונה בחברה אך ורק אם מספר ההצבעות בעד מועמדותו גבוה ממספר ההצבעות נגדו. משמעות הדבר היא, שהתלות של הדירקטורים בהצבעת בעלי המניות הופכת קריטית הרבה יותר.<sup>58</sup> קמפיין ה- majority voting זכה להצלחה אדירה, ועד שנת 2007 אימצו מרבית החברות הציבוריות הגדולות כלל הצבעה רובני.<sup>59</sup> המגמות שתוארו בנוגע לעלייה בכוחם של בעלי המניות במינוי דירקטורים יכולות שיהיו מתועלות גם לשיפור מחויבותה של ההנהלה לשיקולים חברתיים ואקלימיים במסגרת ניהול התאגיד. בהקשר של המאבק להגברת הייצוג של נשים בדירקטוריונים אפשר כבר לראות הצהרות חזקות יותר מצד המשקיעים המוסדיים הגדולים: BlackRock ו- State Street עדכנו את כללי ההצבעה שלהם, והודיעו שהם יצביעו בעד הדחת דירקטורים בחברות שהדירקטוריון שלהן מורכב מגברים בלבד.<sup>60</sup> הצהרות אלו

56 Reena Aggarwal et al., *The Power of Shareholder Votes: Evidence from Uncontested Director Elections*, 133 J. FIN. ECON. 134, 134-38 (2019)

57 Stephen J. Choi et al., *Does Majority Voting Improve Board Accountability*, 83 U. CHI. DEL. CODE ANN. TIT. 8, § 216 (2016); L. REV. 1119, 1124-25 (2016); באופן ממוקד, לדין בדלוור, ראו: .

58 Choi et al., לעיל ה"ש 57, בעמ' 1125-1126. עם זאת יש לציין כי התלות אינה מלאה. חוקי מדינת דלוור, למשל, קובעים כי כהונתו של דירקטור מסתיימת עם התפטרותו, עם הדחתו או עם בחירת מחליף למושב שלו. בפועל, גם אם הדירקטור אינו מצליח להבטיח עבור עצמו רוב קולות באספה הכללית, הוא יוכל להמשיך ולכהן בדירקטוריון עד שיוצע לו מחליף שיזכה לרוב קולות באספה. כמו כן, במקרים שבהם הוחלט להגדיל את מספר החברים בדירקטוריון, הדירקטוריון הוא בעל סמכות למנות בעצמו דירקטורים למושבים פנויים בדירקטוריון עד להצבעה. לכאורה אין מניעה חוקית לכך, שהדירקטוריון יבחר דירקטור שזה עתה נכשל בהשגת רוב תומך להמשך כהונתו בחברה כדי למלא את אחד המקומות (על כל אלו, ראו 216, 223 §§ 141(b), 8, DEL. CODE ANN. TIT. 8).

59 William K. Sjostrom Jr. & Young Sang Kim, *Majority Voting for the Election of Directors*, 40 CONN. L. REV. 459, 462 (2007).

60 David Lopez et al., *The Materiality Debate and ESG Disclosure: Investors May Have the Last Word*, HARV. L. SCH. F. ON CORP. GOVERNANCE (Jan. 31, 2022),

מגיעות גם להקשר האקלימי, עם המלצת ISS – מיועצי ההצבעה החשובים ביותר בארצות הברית – לבחון את האפשרות להצביע נגד דירקטורים ב- 167 חברות ש- ISS מזהה כ"בעייתיות" מבחינת מחויבותן לנושא האקלים, כל עוד הדירקטוריון אינו מראה נכונות לאמץ צעדים מינימליים לצמצום הסיכונים שהחברה יוצרת בתחום האקלים.<sup>61</sup>

אלא שגם במקרה זה ישנו פער בין הרטוריקה של הגופים המוסדיים הגדולים בארצות הברית לדפוסי ההצבעה שלהם בפועל. כך למשל, ממדיניות ההצבעה של BlackRock, מנהל הכספים הגדול בארצות הברית, עולה כי הוא ישקול להצביע נגד מינוי דירקטורים רק במקרים שבהם נמנעה החברה מלספק גילוי מספק בהקשרי אקלים, אך לא בנסיבות נוספות שהן מעבר להיבטי דיווח.<sup>62</sup> ואכן, במהלך 2022 נמנע BlackRock מלתמוך במינוי מועמדים לדירקטוריון או להצביע נגדם מטעמים הנוגעים לסוגיות אקלימיות ב-88 מקרים מתוך 29,278 מועמדים ששם הועלה להצבעה בחברות ציבוריות ביבשת אמריקה. מקרים אלו מהווים 0.003% מכלל ההצבעות שבהן אותו גוף מוסדי השתתף.<sup>63</sup> יש בכך כדי להעיד על שימוש זהיר מאוד (לפחות לעתה) בקרב המשקיעים המוסדיים הגדולים בכלי ההצבעות הנגד בהקשרים האקלימיים.

### (ב) קידום סוגיות אקלימיות באמצעות המאבק לאימוץ proxy access

קידום של נושאים אקלימיים בידי גופים מוסדיים – ובפרט קרנות פנסיה – נעשה גם באמצעות העלאת הצעות לשיפור הממשל התאגידי, אגב העלאת נושאי האקלים לדיון וכנימוק להצעה לעריכת השינויים המבוקשים בתקנון החברה. הדוגמה המשמעותית ביותר לכך היא המאבק שהתחולל בשנים האחרונות לאימוץ proxy access בחברות ציבוריות גדולות בארצות הברית, וההשפעה שלו על האופן שבו חברות מתייחסות לתחום האקלים.

"proxy access" הוא כינוי לזכות של בעלי המניות להציע מועמדים מטעמם לדירקטוריון החברה באמצעות שימוש במסמכי ה-proxy של החברה, ומבלי לשאת

<https://corpgov.law.harvard.edu/2022/01/31/the-materiality-debate-and-esg-disclosure-investors-may-have-the-last-word/>

Pamela Marcogliese et al., *Climate, Diversity and Control: 2022 ISS Proxy Voting Guidelines*, HARV. L. SCH. F. ON CORP. GOVERNANCE (Jan. 16, 2022), <https://corpgov.law.harvard.edu/2022/01/16/climate-diversity-and-control-2022-iss-proxy-voting-guidelines/> <sup>61</sup>

BLACKROCK, PROXY VOTING GUIDELINES FOR U.S. SECURITIES 17-20 (Jan. 2023), <https://www.blackrock.com/corporate/literature/fact-sheet/blk-responsible-investment-guidelines-us.pdf> <sup>62</sup>

BLACKROCK, 2022 VOTING SPOTLIGHT: A LOOK INTO THE 2021-2022 PROXY VOTING YEAR 20, 68 (2022), <https://www.blackrock.com/corporate/literature/publication/2022-investment-stewardship-voting-spotlight.pdf> <sup>63</sup>

בעלויות המשמעותיות שהליך העריכה וההפצה של מסמכי ה-proxy גורר אחריו.<sup>64</sup> בשנת 2014 נרשמה נקודת ציון משמעותית במאבק של בעלי מניות לאימוץ proxy access עם השקת הקמפיין "Boardroom Accountability Project". הקמפיין היה יוזמה של קרן הפנסיה האקטיביסטית של מדינת ניו יורק (NYCPS), והוא נערך בשיתוף קרנות הפנסיה של מדינת קליפורניה (יחד אלו שלוש מתוך ארבע קרנות הפנסיה המדינתיות הגדולות בארצות הברית, המנהלות נכסים בשווי כולל של מעל 650 מיליארד דולר).

מטרת הקמפיין הייתה לתת לקרנות הפנסיה ולחוסכים קול משמעותי יותר בפיקוח על ההתנהלות של החברות שבפורטפוליו לטווח הארוך. הדרך להשגת מטרה זו הייתה באמצעות הגשת הצעות בעלי מניות, שקבעו שבעלי מניות המחזיקים במשותף ב-3% לפחות מהון המניות של החברה במשך למעלה משלוש שנים יוכלו להציע מועמדים מטעמם לדירקטוריון החברה תוך שימוש ב-proxy של החברה עצמה.<sup>65</sup> הקמפיין ליצירת מנגנוני אחריותיות לדירקטוריונים נדמה במבט ראשוני כקמפיין שנוגע אך ורק לממשל התאגידי של החברה ולשאלת זכויותיהם של בעלי המניות בה. אך למעשה היה לפרויקט ממד ברור של אחריות חברתית, שבה אנו עוסקים ברשימה זו. עם השקת הקמפיין תיאר הממונה על קרנות הפנסיה של ניו יורק את מטרותיו כך:<sup>66</sup>

"Resolutions were filed at companies where we see risks associated with *climate change*, board diversity and excessive CEO pay. *Especially when it comes to the environment, business as usual is no longer an option.* To effect true change, you need the ability to hold entrenched and unresponsive boards accountable and that is what we are seeking to do".

ואכן, כאמור בדברי הממונה הקמפיין התמקד במיוחד בהגשת הצעות לאימוץ proxy access בחברות שמאופיינות בפליטות פחמן גבוהות. 62 חברות מתוך 181

<sup>64</sup> Marcel Kahan & Edward Rock, *The Insignificance of Proxy Access*, 97 VA. L. REV. 1347, 1347, 1349-50 (2011) (להלן: Kahan & Rock, *Insignificance of Proxy Access*); Lucian A. Bebchuk & Scott Hirst, *Private Ordering and the Proxy Access Debate*, 65 BUS. LAW. 329 (2010).

<sup>65</sup> S. Lakshmi Naaraayanan et al., *The Real Effects of* ; בעמ' 20, 690 Ho, *Environmental Activist Investing* (ECGI Fin. Working Paper no. 743/2021, 2021) (manuscript at 7, 8, 69), [https://ecgi.global/sites/default/files/working\\_papers/documents/naaraayanansachdevas.harmafina.pdf](https://ecgi.global/sites/default/files/working_papers/documents/naaraayanansachdevas.harmafina.pdf)

<sup>66</sup> N.Y.C. Comptroller, *NYC Pension Funds Launch National Campaign*. ההרגשה הוספה. *to Give Shareowners a True Voice in How Corporate Boards Are Elected* (Press Release, Nov. 6, 2014), <https://comptroller.nyc.gov/newsroom/comptroller-stringer-nyc-pension-funds-launch-national-campaign-to-give-shareowners-a-true-voice-in-how-corporate-boards-are-elected/>

החברות שנכללו בפרויקט היו חברות שההצדקה להתמקדות בפעילותן הייתה קשורה לביצועים שלהן בתחום הסביבה והאקלים.<sup>67</sup> כמו כן, הקמפיין נתמך וקודם בידי הארגון Ceres, שהוא שחקן מפתח בקידום החשיבה על נושאי אקלים באמצעות הצעות בעלי מניות.<sup>68</sup>

בכל הנוגע למטרה הישירה של הקמפיין, להביא לאימוץ proxy access, הפרויקט השיג את יעדו: מתוך 181 חברות שסומנו כמטרה לקמפיין, 167 תיקנו את מסמכי היסוד של החברה (bylaws) כך שהם יכללו סעיפי proxy access.<sup>69</sup> ואולם אימוץ proxy access לא הביא בפועל למעורבות גבוהה יותר של קרנות הפנסיה במינוי דירקטורים, ובפועל לא היו כמעט ניסיונות לקדם מינויים באמצעותו.<sup>70</sup> נתונים אלו תואמים גם את התחזיות התאורטיות שהובאו בספרות, שהטילו ספק ביעילות של שימוש ב-proxy access למינוי דירקטורים מנקודת מבטם של המשקיעים המוסדיים בפרט, ובמידת הנכונות שלהם לאתגר את המינויים לדירקטוריון בכלל.<sup>71</sup> כמו כן, יש לעמוד על כך שמקדמות המאבק – קרנות הפנסיה המדיניות – זוכות לחשדנות בספרות עקב המעורבות של גורמים פוליטיים בניהול הקרנות, המחזיקים בסיכון פיננסי (stake) נמוך ברווחי הקרן, מה שמוביל לחשש מפני שימוש לרעה בקמפיינים למינוי דירקטורים.<sup>72</sup> חרף האמור, מחקר שבחן את השלכות הקמפיין הראה כי הייתה לו השפעה עקיפה על האופן שבו החברה עומדת במטרות של גיוון מגדרי.<sup>73</sup> זאת ועוד, מחקר אמפירי שעקב אחר החברות שהיו יעד למתקפה אקטיביסטית במסגרת הקמפיין מצא, כי החברות שסומנו לאור הביצועים הסביבתיים הנחותים שלהן שיפרו את ביצועיהן בעקבות הקמפיין, והפחיתו את סך הפליטות המזהמות שלהן.<sup>74</sup> עם זאת את תוצאותיו של מחקר זה – אשר טרם פורסם – יש לפרש בזהירות המתחייבת, בפרט לאור העובדה שחברות היעד לא נבחרו רנדומלית בידי NYCPS. לפיכך בהחלט ייתכן שגורמים אחרים המאפיינים את חברות היעד (למשל היותן חברות בולטות בתחומן ובעלות פרופיל תקשורתי גבוה) הם שהובילו לשיפור הביצועים הסביבתיים ולא איום הרקע של proxy access, שכאמור מעולם לא מומש בידי קרנות הפנסיה.

67 Naaraayanan et al., לעיל ה"ש 65, בעמ' 7-9.

68 Ho, לעיל ה"ש 20, בעמ' 650.

69 Naaraayanan et al., לעיל ה"ש 65, בעמ' 7-9.

70 Holly J. Gregory et. al., *The Latest on Proxy Access*, HARV. L. SCH. F. ON CORPORATE GOVERNANCE (Feb. 1, 2019), <https://corpgov.law.harvard.edu/2019/02/01/the-latest-on-proxy-access/>; Holly J. Gregory et. al., *Proxy Access: A Five-Year Review*, HARV. L. SCH. F. ON CORP. GOVERNANCE (Feb. 4, 2020), [/https://corpgov.law.harvard.edu/2020/02/04/proxy-access-a-five-year-review](https://corpgov.law.harvard.edu/2020/02/04/proxy-access-a-five-year-review)

71 Kahan & Rock, *Insignificance of Proxy Access*, לעיל ה"ש 64.

72 שם, בעמ' 1418-1414.

73 Michal Barzuza, *Proxy Access for Board Diversity*, 99 B.U. L. REV. 1279 (2019).

74 המחקר מזהה מתאם (קורלציה) מובהק סטטיסטית בין החברות שהיו יעד לקמפיין לבין הפחתה של 7.2% בפליטת מתאן ושל 7% בפליטת חמצן דו-חנקני (ראו Naaraayanan et al., לעיל ה"ש 65, בעמ' 15-17, 46).

## (ג) הידברות והצהרות כלליות

דרך נוספת שבעלי מניות יכולים לקדם פעילות אקלימית היא באמצעות הידברות מול ההנהלה בנוגע לנושאים אלו, וכן באמצעות מתן הצהרות לתקשורת שמטרתן לאותת לחברות מהם הצעדים שהמשקיעים מצפים להם מצד ההנהלה. ההידברות יכולה להיעשות כערוץ השפעה עצמאי, או כערוץ השפעה משני שמטרתו חיזוק הפעילות העיקרית שנעשית באמצעות הצעות בעלי מניות או יוזמות להחלפת הדירקטוריון.

המשקיעים המוסדיים נוטים לאמץ בשנים האחרונות רטוריקה חזקה שמדגישה את המחויבות שלהם לנושא האקלים. בדוחות השנתיים שלהם לשנת 2019 קראו Vanguard ו-BlackRock לחברות לערוך גילוי בנוגע לסיכונים של החברה מתחום האקלים.<sup>75</sup> במכתב השנתי שלו למנכ"לים של החברות שבהן BlackRock משקיעה לשנת 2022 הדגיש Larry Fink, יושב ראש ומנכ"ל BlackRock, את החשיבות שבפעילות של חברות לטובת רווחתם של בעלי העניין בהן ובמעבר לדפוס פעילות בני-קיימה. לשיטת Fink, מתן דגש לשיקולים סביבתיים אינו עניין של העדפה פרטית של קרנות ההשקעה, אלא הוא נדרש כחלק מעמידתן בחובות האמונים שהן חבות ללקוחותיהן.<sup>76</sup> לצד המשקיעים המוסדיים הגדולים, ארגוני החברה האזרחית שעוסקים בהעלאת הצעות בעלי מניות נוקטים במקביל ערוצי השפעה של דיאלוג עם ההנהלה, של פרסום מכתבים פתוחים, של עריכת קמפיילים ושל הפצת עצומות.<sup>77</sup>

בעוד שעבור ארגוני החברה האזרחית אסטרטגיית ההידברות היא אסטרטגיה משלימה, המתווספת לפעולות אחרות שננקטות מטעמם, נראה שעבור המשקיעים המוסדיים מדובר באפיק פעולה עיקרי. המשקיעים המוסדיים הגדולים מתנגדים כאמור פעמים רבות להצעות בעלי מניות הקשורות לאקלים.<sup>78</sup> כמו כן הם סופגים לעיתים ביקורת על כך שהצהרות שלהם הן כלליות, ועל כך שהם נמנעים מלהבהיר מהן ציפיותיהם מהחברות שבהן הם משקיעים ומהם המחירים שהם מצפים שהחברה

<sup>75</sup> Eli Kasargod-Staub, *Climate in the Boardroom*, HARV. L. SCH. F. ON CORPORATE GOVERNANCE (Oct. 7, 2019), <https://corpgov.law.harvard.edu/2019/10/07/climate-in-the-boardroom/>. לדיון רחב יותר ברטוריקה של Vanguard ו-BlackRock, בעיקר בנוגע לגילוי, ראו: Michal Barzuza et al., *Shareholder Value(s): Index Fund ESG Activism and the New Millennial Corporate Governance*, 93 S. CAL. L. REV. 1243, 1272-75 (2020).

<sup>76</sup> *Larry Fink's 2022 Letter to CEOs: The Power of Capitalism*, BLACKROCK, <https://www.blackrock.com/corporate/investor-relations/larry-fink-ceo-letter> (להלן: "We focus on sustainability not because we're environmentalists, (but because we are capitalists and fiduciaries to our clients" (Fink's 2022 Letter

<sup>77</sup> Tallarita, *Stockholder Politics*, לעיל ה"ש 31, בעמ' 1746-1748.

<sup>78</sup> ראו דיון לעיל ליד ה"ש 49.

תשלם עבור המעבר לדפוסי פעילות בני-קיימה.<sup>79</sup> גם כאשר ההצהרות נוגעות לפעולות ממוקדות יותר, הן בדרך כלל מנוסחות כך שהצעדים הנדרשים מהחברות הם "שמרניים" יחסית, ומדגישות את הצורך בגילוי מידע, להבדיל מקריאה לשינוי אסטרטגי בהתנהלות החברה. כך למשל, הקריאה של Vanguard ושל BlackRock לחברות לערוך גילוי בנוגע לסיכוני האקלים שלהן לא לוותה בקריאה ברורה לחברות לפעול לצמצום הסיכונים הללו, ולהציג אסטרטגיה ברורה לאופן שבו החברה מתכוונת לעשות זאת.<sup>80</sup>

בהינתן ההצהרות העמומות, מתעוררת השאלה אם הציפייה מהמשקיעים המוסדיים הגדולים להוביל את המאבק במשבר האקלים היא מבוססת. הצהרות שהגיעו מכיוונם של המשקיעים המוסדיים הגדולים מאותות על כך שהם אינם רואים בעצמם את מי שאמורים להוביל את המאבק. למעשה נראה שהם מביעים ציפייה מפורשת מהרגולטורים להיות מי שיובילו את המעבר לאפיקי פעילות וייצור בני-קיימה, ואילו הם יתמכו במאבק תמיכה רכה יותר. כך למשל התבטא Fink (BlackRock) במכתב הרשמי שלו למנכ"לים של החברות שבית ההשקעות משקיע בהן לשנת 2022:<sup>81</sup>

"Capitalism has the power to shape society and act as a powerful catalyst for change. *But businesses can't do this alone, and they cannot be the climate police.* That will not be a good outcome for society. *We need governments to provide clear pathways and a consistent taxonomy for sustainability policy, regulation, and disclosure across markets*".

הואיל וההידברות בין הגופים המוסדיים הגדולים בארצות הברית והנהלות של חברות ציבוריות מתנהלת לרוב מאחורי הקלעים, קשה לבודד את ההשפעה של ערוץ פעילות זה על שיפור המדיניות הסביבתית של חברות מזהמות. אומנם ישנן ראיות אמפיריות לכך ששלושת הגופים המוסדיים הגדולים בארצות הברית ממקדים את

<sup>79</sup> Vivek Ramaswamy, *BlackRock's Climate-Crusade Doubletalk*, WALL ST. J. (Feb. 6, 2022), [https://www.wsj.com/articles/blackrock-climate-change-doubletalk-larry-fink-esg-oxon-warrior-met-coal-sasb-stakeholder-capitalism-11644167948?reflink=mobilewebshare\\_permalink](https://www.wsj.com/articles/blackrock-climate-change-doubletalk-larry-fink-esg-oxon-warrior-met-coal-sasb-stakeholder-capitalism-11644167948?reflink=mobilewebshare_permalink).

<sup>80</sup> Kasargod-Staub, לעיל ה"ש 75.

<sup>81</sup> Fink's 2022 Letter לעיל ה"ש 76 (ההדגשות הוספו). ראו בהקשר זה גם את דבריו של בכיר לשעבר ב-BlackRock שצוטטו בעיתונות: "If I was on a panel and someone asked me what's the best way to tackle climate change? Should I buy an ETF or should I call my congressperson and demand legislation and a price on carbon? The truth is someone is better off calling their congressperson" (Dominic Rushe, *Green Investing 'Is Definitely not Going to Work', Says Ex-BlackRock Executive*, THE GUARDIAN (Mar. 30, 2021), <https://www.theguardian.com/business/2021/mar/30/tariq-fancy-environmentally-friendly-green-investing>).



מאמצי ההדברות שלהם בחברות גדולות ומזהמות, ושישנו מתאם בין העלייה בהיקף ההחזקות של המשקיעים המוסדיים בחברות הללו לבין הפחתה בפליטות הפחמן שלהן;<sup>82</sup> אולם ראיות אלו אינן מעידות על קשר סיבתי ישיר בין פעילות המשקיעים המוסדיים הגדולים להפחתת הפליטות, וכפי שעורכי המחקר האמור מעידים בעצמם, אין לצפות כי הירידות שתועדו במחקר יחולו רוחבית על כל החברות באינדקס מדי שנה.<sup>83</sup>

(ד) ניתוח תמריצי המשקיעים המוסדיים כ"מבט על"

בפתח הדיון עמדנו על כך, שכוחם העצום של המשקיעים המוסדיים אמור למצב אותם כגורמים משמעותיים בקידום נורמות שוקיות. כיצד אם כן ניתן להסביר את הפעילות הרכה שהם עורכים עד כה? האם סביר שבעתיד נחזה בפעילות אקטיביסטית של המשקיעים המוסדיים?

הספרות התאורטית הניבה תשובות מגוונות בכל הנוגע לניתוח התמריצים של המשקיעים המוסדיים לקידום מחויבות לצמצום סיכונים אקלימיים בקרב החברות שבהן הם משקיעים. כך למשל, יש מי שטוענים כי למשקיעים המוסדיים – ובפרט לקרנות האינדקס הגדולות – יש תמריץ לפעול לצמצום הסיכון שמשבר האקלים מציב לחברות שבהן הם משקיעים, לאור העובדה שמדובר בסיכון סיסטמטי שמאפיין את אינדקס ההשקעות שלהם כולו (או למצער חלק רחב ממנו). לכן ביזור ההשקעות בחברות שונות באינדקס אינו מסייע להקטנת החשיפה שלהן לסיכון האמור. לפי טיעון זה, הסיכון הסיסטמטי עתיד להביא את המשקיעים המוסדיים לפעול בצורה אקטיביסטית יותר כלפי חברות בכל הנוגע למחויבות שלהן לפעילות בת-קיימה, בדגש על קריאה לחברות המושקעות לגלות מידע רחב יותר על הסיכונים האקלימיים שלהן, על מנת לאפשר לקרנות האינדקס לקבל החלטות מבוססות ברמת אינדקס ההשקעה כולו.<sup>84</sup>

José Azar et al., *The Big Three and Corporate Carbon Emissions Around the World*, 142 J. FIN. ECON. 674 (2021) 82

שם. 83

John C. Coffee, *The Future of Disclosure: ESG, Common Ownership, and Systematic Risk* (ECGI Law Working Paper no. 541/2020, 2021), [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=3678197](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3678197); Madison Condon, *Externalities and the Common Owner*, 95 WASH. L. REV. 1 (2020); Jeffery Gordon, *Systematic Stewardship*, 47 J. CORP. L. 627 (2022). לשם ההבהרה נעיר, כי במונח "קרנות אינדקס" הכוונה היא לקרנות השקעה העוקבות אחר נתח של השוק על בסיס אמות מידה קבועות (דוגמת S&P 500 או Russell 3000), להבדיל מקרנות השקעה המנוהלות בצורה אקטיבית, באמצעות בחירה ממוקדת בחברות להשקעה, לפי רמת האמון שיש למשקיע בהן. עוד על כך ולמקורות רלוונטיים, ראו אצל: Bebhuk & Hirst, *Index Funds*, לעיל ה"ש 26, בעמ' 2044-2043. 84

לפי טיעון אחר, הפעילות של קרנות האינדקס בנושאים אקלימיים וחברתיים אינה נובעת מסיכונים לאינדקס, אלא מתוך רצון של המשקיעים המוסדיים הגדולים לזכות בחוסכים מדור ה-Y (Millennials) כלקוחות. לפי טיעון זה, אנשי דור ה-Y מייחסים חשיבות גבוהה יותר לכך שאפיקי ההשקעה שלהם יגלו מחויבות לעקרונות חברתיים ואקלימיים, והצעדים מצד קרנות האינדקס בכיוונים אלו הם למעשה תגובה להעדפות של הצרכנים וניסיון להצטייר כ"חברתיים" יותר מהקרנות המתחרות.<sup>85</sup> באשר לאופן ההתערבות וקידום עקרונות ה-ESG, היו מי שטענו ששימת הדגש מצד המשקיעים המוסדיים הגדולים על הידברות עם ההנהלה, חלף הצבעה בעד הצעות בעלי מניות, נובעת מתפיסה ולפיה זהו אפיק מבטיח יותר לקידום מחויבות מצד ההנהלה לפעילות בת-קיימה מאשר הצעות בעלי מניות, שהן לעומתיות להנהלה.<sup>86</sup>

מנגד, בספרות הועלו גם טיעונים שלפיהם התמריצים האמורים של קרנות האינדקס לפעול באופן שמעניק מקום משמעותי לשיקולים אקלימיים לא יביאו בפועל לשינוי בהתנהגות החברות הכלולות באינדקס. פעילות למען האקלים היא פעילות אקטיביסטית במסגרת התאגיד, ולכן דורשת מבנה תמריצי מתאים שיקדמה. בעלי המניות המוסדיים, חרף היותם שחקנים גדולים ומשמעותיים, מאופיינים גם הם בבעיות של "אדישות רציונלית" ובבעיות של פעולה משותפת. בעוד שההשקעה בפיקוח על ההנהלה היא עלות שישא בה המשקיע המפקח והוא בלבד, התועלת שבפיקוח תחלק בין כלל בעלי המניות בחברה. במצב דברים זה כל משקיע מוסדי יעדיף להמתין לכך שמשקיע מוסדי גדול אחר יהיה מי שיקדם את הפיקוח על ההנהלה.<sup>87</sup>

זאת ועוד, כללי הדיווח הפרדליים הנוהגים בארצות הברית יוצרים אפקט מצנן על מעורבות אקטיביסטית של המשקיעים המוסדיים בחברות. סעיף 13(d) לחוק ניירות ערך האמריקני מטיל חובות על בעלי מניות המחזיקים מעל 5% מכלל המניות בחברה להגיש לרגולטור דוח הנוגע לזהות המחזיקים והנהנים העקיפים מרכישת החזקה, כמו גם את פירוט התוכניות העתידיות של בעל המניות בנוגע לחברה, בתוך עשרה ימים מיום רכישת הפוזיציה העולה על 5%.<sup>88</sup> דיווח זה נדרש לצורך עדכון בכל פעם שהיקף החזקות של בעל המניות משתנה בשיעור של אחוז אחד או יותר, ועליו לכלול פירוט על כוונותיו של הרוכש כמו גם מידע על עסקאות קודמות שהוא ערך.<sup>89</sup> הדרך "להשתחרר" מעול הדיווח האמור ולזכות באפשרות לדווח על החזקה של מעל 5% ממניות החברה תחת משטר מקל יותר (הקבוע בסעיף 13(g) לחוק ניירות ערך

<sup>85</sup> Barzuza et al., לעיל ה"ש 75, בעמ' 1303-1306.

<sup>86</sup> Reiser & Tucker, לעיל ה"ש 48, בעמ' 1969; Jan Fichtner et al., *Hidden Power of the Big Three? Passive Index Funds, Re-Concentration of Corporate Ownership, and New Financial Risk*, 19 BUS. & POL. 298, 317-19 (2017).

<sup>87</sup> אסף חמדני וקובי קסטיאל "בעלות מבוזרת, שליטה ושיתופי פעולה בין גופים מוסדיים במינני דירקטורים" המשפט כו' 265, 271-272 (2020).

<sup>88</sup> 15 U.S.C. § 78m(d).

<sup>89</sup> שם; 17 C.F.R. § 240.13d-2; John D. Morley, *Too Big to Be Activist*, 92 S. CAL. L. REV. 1407, 1427 (2019).

האמריקני), הדורש את עדכון הדיווח פעם בשנה בלבד ואינו כולל דרישה לפירוט עסקאות קודמות או לפירוט כוונותיו של הרוכש, היא באמצעות אי-הפעלת שליטה בחברה.<sup>90</sup>

ככלל, המשקיעים המוסדיים מנסים להימנע מהנטל האדמיניסטרטיבי הכבד שסעיף 13(d) מטיל, ולכן הם נוטים להתרחק מהפעלת סממני שליטה בחברה (כולל קידום שינויים בהרכב הנהלת החברה), שתדחוק אותם אל עבר משטר הגילוי המחמיר יותר. על כן מקובל לחשוב שסעיף 13(d) מביא בפועל לחיזוק הפסיכיות של המשקיעים המוסדיים, ושהוא קובע מחיר כבד בגין מעורבות אקטיביסטית שלהם בענייני החברה.<sup>91</sup>

לסיבות אלו, הנוגעות לתמריצי המשקיעים המוסדיים בהיותם בעלי מניות בחברה ולחובות הדיווח החלות עליהם, מצטרפים הסברים נוספים. מינוי דירקטורים מטעם הגופים המוסדיים עשוי לחשוף אותם לחבות בגין סחר במידע פנים, אם הדירקטור הממונה הוא עובד הגוף המוסדי. כמו כן, המשקיעים המוסדיים בארצות הברית חוששים שהפעלת סממני שליטה בחברות תחזק טיעונים המופנים נגדם בשנים האחרונות, שלפיהם השוק האמריקני לוקה בריכוזיות גבוהה של כמה גופים מוסדיים דומיננטיים, אשר צריכה לקבל מענה רגולטורי. החשש מפני תגובת נגד, אם כן, מביא לכך שהמשקיעים המוסדיים יעדיפו ככלל להצניע את מעורבותם בניהול ענייני התאגיד.<sup>92</sup>

באופן ממוקד, בהקשר של המאבק במשבר האקלים, היו מי שאפיינו את ההתנהלות של המשקיעים המוסדיים הגדולים ב"צביעות רציונלית": המשקיעים המוסדיים טוענים שהם פועלים למען צמצום הפגיעות האקלימיות שהחברות הכלולות באינדקסים שלהן מבצעות על מנת לזכות בתועלות המוניטינריות הצומחות מפעילות "חברתית"; ואולם בפועל הם יימנעו מפעילות אקטיביסטית בנושאי אקלים על מנת שלא לשאת בעלויות שיווצרו בעקבות מעבר לדפוסי פעילות בני-קיימה (עלויות בדמות ירידה בתשואה וכן עלויות מוניטינריות עקב התערבות גסה מדי בניהול החברה).<sup>93</sup>

זאת ועוד, מבט ממוקד על אינדקס ההשקעה של הגופים המוסדיים הגדולים מעלה כי האינדקס אינו באמת מבוזר לחלוטין. חלק מהקרנות משקיעות בנתחים מהשוק שהם חשופים פחות לסיכונים אקלימיים (ולכן לא יפעלו בנושא); חלק אחר, דוגמת שלושת בתי ההשקעות הגדולים, מחזיקים בנתח גדול ממניות חברות הדלק הגדולות בארצות

<sup>90</sup> 17 C.F.R. § 240.13d-1(b)(1)(i); 15 U.S.C. § 78m(g)

<sup>91</sup> Morley, לעיל ה"ש 89, בעמ' 1423-1430.

<sup>92</sup> חמדני וקסטיאל, לעיל ה"ש 87, בעמ' 286-287; Assaf Hamdani & Sharon Hanes, *The Future of Shareholder Activism*, 99 B.U. L. REV. 971, 998-99 (2019).

<sup>93</sup> Anna L. Christie, *The Agency Costs of Sustainable Capitalism* (Legal Studies Research Paper Series, University of Cambridge Faculty of Law, Paper No. 7/2021, Jan. 2021) (manuscript at 22-23), [https://www.lawfin.uni-frankfurt.de/fileadmin/user\\_upload/A\\_Christie\\_-\\_The\\_Agency\\_Costs\\_of\\_Sustainable\\_Capitalism.pdf](https://www.lawfin.uni-frankfurt.de/fileadmin/user_upload/A_Christie_-_The_Agency_Costs_of_Sustainable_Capitalism.pdf)

הברית, מה שדווקא עשוי לתמרץ אותם להתנגד ליוזמות אקלימיות. לפיכך קשה לאפיין את הסיכונים הקשורים לאקלים כסיכון סיסטמטי לקרנות האינדקס, ולגזור מאופי הפורטפוליו תמריצים ברורים לצמצם את ההשפעות האקלימיות השליליות שהחברות הכלולות בפורטפוליו יוצרות.<sup>94</sup>

כמו כן יש לעמוד על אתגר אינהרנטי חשוב המתגבש בימים אלה לאקטיביזם של בעלי מניות באפיקי אקלים, בדגש על פעילותן של קרנות האינדקס. חרף העובדה שהפורטפוליו של קרנות אלו הוא מגוון יחסית, רוב מובהק מהחברות הכלולות בפורטפוליו הן חברות ציבוריות.<sup>95</sup> אחת התופעות המתגבשות בשנים האחרונות היא מעבר של חברות בתחום האנרגיה מדגם של בעלות ציבורית לבעלות פרטית, ולחלופין מכירת פעילות מחברות ציבוריות לחברות פרטיות, שלאחר מכן משתפות פעולה עם החברות הציבוריות המוכרות כספקיות שירותים.<sup>96</sup> תהליך זה של מעבר לבעלות פרטית (brown spinning) מציב אתגרים גדולים לאפשרות להשתמש בטכניקות אקטיביסטיות של בעלי מניות בכלל ובאקטיביזם מצד המשקיעים המוסדיים בפרט.

בניגוד לחברות ציבוריות, חברות פרטיות אינן חייבות בחובות דיווח כבדות, מה שמביא לכך שפעילותן אינה שקופה לציבור. באופן ממוקד, העובדה שהן אינן כלולות באינדקסים שהגופים המוסדיים הגדולים מרכיבים לצורכי השקעה משמעותה שהן "חומקות" מהשפעה אפשרית של משקיעים גדולים. לכן, גם אם הגופים המוסדיים הגדולים ישתמשו בכוחם על מנת להשפיע על חברות ציבוריות המוכרות פעילות מזהמת לידיים פרטיות,<sup>97</sup> הצלחתן צפויה להיות חלקית בלבד; הסיבה לכך היא העובדה שהמעבר של פעילות מזהמת לידיים פרטיות – לצד עלייה כללית בנתח שחברות פרטיות תופסות בשוק – הוא כבר עובדה מוגמרת באשר לחלק נכבד מהחברות שפעילותן מזיקה לסיביבה.

94 Roberto Tallarita, *The Limits of Portfolio Primacy*, 76 VAND. L. REV. 511, 555-58 (2023).

שם, בעמ' 530.

95 אקונומיסט "כבר לא משקיעים באנרגיה מזהמת? כך עוברים הנכסים המזהמים לצללים" <https://www.themarket.com/wallstreet/premium-> (15.2.2022) **TheMarker**  
Wolf-George Ringe & Alperen A. Gözlüglöl, *Private Companies, Brown- ; 1.10611070 Spinning, and Climate-Related Disclosures in the U.S.*, HARV. L. SCH. F. ON CORP. GOVERNANCE (Apr. 14, 2022), <https://corpgov.law.harvard.edu/2022/04/14/private-companies-brown-spinning-and-climate-related-disclosures-in-the-u-s/>

97 ראו למשל את הצעתו של ג'ון קופי, שלפיה על המשקיעים המוסדיים הגדולים ללחוץ על חברות ציבוריות שמוכרות פעילות מזהמת לידיים פרטיות שהן יגרמו לחברה הרוכשת להתחייב לתוכנית אקלימית. אם החברה הציבורית המוכרת לא תעשה זאת, קופי מציע שהמשקיעים המוסדיים יצביעו נגד מינוי הדירקטורים שהנהלה מציעה.  
ראו: John C. Coffee, Jr., *Climate-Risk Disclosures and "Dirty Energy" Transfers: "Progress" Through Evasion*, THE CLS BLUE SKY BLOG (Jan. 25, 2022), <https://clsbluesky.law.columbia.edu/2022/01/25/climate-risk-disclosures-and-dirty-energy-transfers-progress-through-evasion/>

## 3. קרנות גידור אקטיביסטיות

סוג פעילות נוסף לקידום דפוסי התנהגות בני-קיימה שניתן לזהותו קשור לניהול קמפיינים אקטיביסטיים בידי קרנות גידור. בשנת 2021 הזניקה קרן גידור קטנה בשם Engine No. 1 קמפיין לצמצום פליטות הפחמן של ענקית הנפט ExxonMobil, באמצעות מינוי חברים חדשים לדירקטוריון החברה לארבעת המושבים שהיו פנויים בו במועד הזנקת הקמפיין. חרף העובדה שהחזקותיה של הקרן לא עלו על 0.02% ממניות החברה, היא הצליחה לעשות את הלא-ייאמן והביאה למינוי של שלושה חברי דירקטוריון חדשים שבהם היא תמכה מתוך ארבעת המושבים הזמינים.<sup>98</sup> היא עשתה זאת באמצעות שיתוף פעולה עם CalSTRS, קרן הפנסיה האקטיביסטית של מדינת קליפורניה, ותוך קבלת תמיכתם של שלושת בתי ההשקעות הגדולים בקמפיין, המחזיקים יחד בכ- 20% ממניות ExxonMobil.<sup>99</sup> הקמפיין נתמך גם בידי Glass Lewis - ISS, שתיים מחברות יועצי ההצבעה החשובות והמשפיעות בארצות הברית.<sup>100</sup> האירוע האקטיביסטי ב- ExxonMobil "נחגג" כהישג משמעותי לתנועת ה- ESG. קרנות גידור אקטיביסטיות הוכיחו בעבר הצלחה בהקשרים אקטיביסטיים מסורתיים, שמטרתם חתירה לשינוי בניהול של חברות שמאופיינות בביצועים תת-אופטימליים.<sup>101</sup> לכן פעילותן בהקשרים אקלימיים עשויה על פניו להתפרש כמסר מעודד בדבר האופי שהמאבק במשבר מקבל בהקשר של אקטיביזם של בעלי מניות. עם זאת מבט מעמיק על הנסיבות הספציפיות של הקמפיין האקטיביסטי ב- ExxonMobil, כמו גם על מבנה המנגנון התמריצי של קרנות הגידור באופן כללי, עשוי להעלות את החשש שמדובר במקרה ייחודי, שלפחות לעת עתה אינו מסמן שינוי כיוון בכל הנוגע לפעילות אקטיביסטית בנושאי אקלים בתאגיד.<sup>102</sup>

<sup>98</sup> Melissa Sawyer et al., *2021 Trends in Shareholder Activism*, HARV. L. SCH. F. ON CORP. GOVERNANCE (Feb 19, 2022), <https://corpgov.law.harvard.edu/2022/02/19/2021-trends-in-shareholder-activism/>, Christie ; trends-in-shareholder-activism/ , לעיל ה"ש 93, בעמ' 33.

<sup>99</sup> שם ; Sawyer et al., לעיל ה"ש 98. ראו בהקשר זה גם את מסמך ההצבעה של BlackRock, המציינת שהצבעתה לטובת מועמדי Engine no. 1 לדירקטוריון נובעת מדאגה לכך ש-ExxonMobil טרם גיבשה אסטרטגיה מספקת לשמירה על יציבות פיננסית לטווח הארוך לאור המעבר לכלכלה דלת-פחמן: BLACKROCK INVESTMENT STEWARDSHIP, VOTE BULLETIN: EXXONMOBIL CORPORATION 4 (May 26, 2021), <https://www.blackrock.com/corporate/literature/press-release/blk-vote-bulletin-exxon-may-2021.pdf>.

<sup>100</sup> Casey et al., לעיל ה"ש 41. ISS תמכה בשלושה מתוך ארבעת המועמדים של Engine no. 1 לדירקטוריון, ואילו Glass Lewis תמכה בשניים מהם: Tomas Ball et al., *Was the Exxon Fight a Bellwether?*, HARV. L. SCH. F. ON CORP. GOVERNANCE (Jul. 24, 2021), <https://corpgov.law.harvard.edu/2021/07/24/was-the-exxon-fight-a-bellwether/>.

<sup>101</sup> Lucian A. Bebchuk et al., *Dancing with Activists*, 137 J. FIN. ECON. 1, 34 (2020) יש מי שטוענים, כי האקטיביזם בתחום האקלים בפרט ובתחומי ESG בכלל יתקשה לצמוח ככל שיבקשו להמשיך ולנסות לקדם אותו דרך השחקנים הנוכחיים הפועלים

ראשית, חברת ExxonMobil הפגינה בשנים האחרונות ביצועי חסר,<sup>103</sup> מה שככל הנראה הקל על יצירת קואליציה להחלפת ההנהלה. במובן זה המתקפה האקטיביסטית ב-ExxonMobil דומה למתקפות אקטיביסטיות "קלאסיות", שהתמקדו בשיפור מהיר של ביצועי החברות. על כן מתעורר ספק כבד אם גם חברות שאינן מאופיינות בביצועי חסר, ועל כן הן יעד מועדף פחות על משקיעים אקטיביסטיים מסורתיים, יהיו בעתיד מטרה למתקפות אקטיביסטיות בנושאי סביבה וחברה. שנית, כמה חודשים לאחר הניצחון בהצבעה השיקה Engine No. 1 קרן סל (Exchange Traded Fund), הנושאת את הסימול הסימבולי VOTE, שלטענתה תפעל על מנת לקדם אחריותיות של הנהלות החברות שבאינדקס בהקשרים חברתיים.<sup>104</sup> בפתח שנת 2022 השיקה Engine No. 1 קרן סל נוספת.<sup>105</sup> בהקשר זה עלתה הטענה, כי האירוע האקטיביסטי נועד להגביר את הפרופיל התקשורתי של Engine No. 1 ולסייע לה לגייס לקוחות חדשים לקרנות הסל שהקימה, ומכל מקום לא ברור אם אפשר לראות בפעילותה משום "שינוי כיוון" כללי שעתידי להתרחש ברמת השוק כולו.<sup>106</sup>

במישור העקרוני יש ספק רב אם קרנות גידור ינקטו פעולה משמעותית לקידום המאבק במשבר האקלים. קרנות גידור מטבען שואפות להשיא רווחים שיאפשרו להן לצאת מההשקעה תוך שנים בודדות בתשואה עודפת.<sup>107</sup> הדבר בא לידי ביטוי, למשל, במודל השכר של מנהלי קרנות הגידור, המדגיש את בחירות הפורטרפוליו של ההנהלה ואת ביצועי החברות שבהן הקרן מושקעת; הוא מתבטא גם במודל ההתקשרות של הקרן מול המשקיעים בה, שמאפשר למשקיעים למשוך את כספם זמן קצר לאחר מועד ההשקעה (שישה חודשים עד שנתיים), ובתורו מביא לכך שהם בעלי יכולת גבוהה

---

בשוק ההון (ההנהלות, המשקיעים המוסדיים וקרנות הגידור). לכן נדרש שימוש במכשירים עסקיים באופן חדשני, דוגמת חברות ספאק או קרנות אינדקס שמתחילת דרכן יעוצבו כך שהאסטרטגיה העסקית שלהן תמוקד בגיוס הגוף העסקי לקידום ה-ESG. להרחבה על הצעות אלו, ראו: Sharon Hannes et al., *SPACtivism*, 100 WASH. UNIV. L. REV. 661 (2023); Sharon Hannes et al., *The ESG Gap* (Hebrew University of Jerusalem Legal Studies Research. Paper Series No. 23-4, 2023), Hannes et al., (להלן: [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=4293914](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=4293914)); *The ESG Gap*

Tom Braithwaite, *The Activist Antidote to ESG Guff*, FIN. TIMES (Jul. 16, 2021), <https://www.ft.com/content/67c04fd2-3be4-4c50-be4f-1b48de88e818>, 103

Bernice Napach, *Engine No. 1 Introduces a New Kind of Purpose-Driven ETF*, THINK ADVISOR (Jun. 25, 2021), <https://www.thinkadvisor.com/2021/06/25/engine-no-1-introduces-a-new-kind-of-purpose-driven-etf/>, 104

Evie Liu, *A New ESG Fund Launches Today. Why Its Top Holdings Are GM and Occidental.*, BARRON'S (Feb. 3, 2022), <https://www.barrons.com/articles/engine-no-1-transform-climate-etf-51643896022>, 105

Bernard S. Sharfman, *The Illusion of Success: A Critique of Engine No. 1's Proxy Fight at ExxonMobil*, 12 HARV. BUS. L. REV. ONLINE, 1, 18-21 (2021), 106

Hannes et al., *The ESG Gap*, לעיל ה"ש 102, בעמ' 24-25. 107

להביע את מורת רוחם מביצועים לא-מספקים.<sup>108</sup> לעומת זאת, הנימוקים בעד המעבר לפעילות בת-קיימה נוגעים בדרך כלל לא לנזק המיידית שהפעילות המזיקה גורמת, אלא לעלויות ארוכות הטווח שהיא כופה על החברה ועל דור העתיד. באופן ממוקד, העלויות של אירועים אקטיביסטיים בחברה ספציפית הן גבוהות, ודורשות לערוך מחקר מקדים על מצב החברה, לצבור פוזיציה בחברה, ובמקרה הצורך לנהל מאבקי proxy עיקשים מול ההנהלה. מנגד, הרווחים הצפויים מקמפינים פרו-סביבתיים אינם ודאיים ויתגבשו רק בטווח הארוך, הרבה אחרי שהאקטיביסטים ידרשו למכור את הפוזיציה שלהם.<sup>109</sup> לכן הציפייה לאקטיביזם של קרנות גידור שיפעל למען צמצום עלויות בטווח הארוך נדמית כציפייה שאינה עולה בקנה אחד עם אופיין של הקרנות (במובן של המודל העסקי שלהן) ועם המבנה התמריצי של הנהלותיהן. במישור המעשי ניסיונות אקטיביסטיים ללכת בדרכה של Engine No. 1 התקשו לשחזר את ההצלחה שהקרו זכתה לה, וייתכן שיש בהם כדי לחזק את הסברה כי צירוף הנסיבות הייחודי של חברת ExxonMobile, ששילב קרן גידור צעירה ושפתנית, מטרה אקלימית ראויה וברורה ובעלי מניות לא-מרוצים הוא צירוף שקשה לשחזר. כך למשל, בתחילת שנת 2022 השמיע אחד המשקיעים האקטיביסטיים המוכרים בוול סטריט, Carl Icahn, ביקורת פומבית על האופן שבו McDonald's, שבה Icahn משקיע, דואגת לרווחת החזירים הגדלים לצורכי מאכל שהיא רוכשת. לצד הביקורת Icahn הודיע על כוונתו לפעול למינוי שני דירקטורים חדשים לדירקטוריון החברה, אחד מהם בעל אוריינטציה ברורה להשקעה מכוונת ESG.<sup>110</sup>

חברות ההצבעה לא מיהרו להביע תמיכה במתקפה של Icahn. חברת הייעוץ ISS הביעה "תמיכה זהירה" במהלך, וקראה לבעלי המניות בחברה לשקול אם ההנהלה הנוכחית שמה דגש מספק על נושאי ESG. מנגד, חברת Glass Lewis הביעה את התנגדותה למהלך, בטענה שהמאבק של Icahn הוא אומנם "אצילי", אך לוקה בראייה פשטנית של הסוגיה. ב-Glass Lewis הדגישו את העלויות הצפויות לחברה בעקבות המהלך, שהיו צפויות לעלות עלייה ניכרת, ולטענת McDonald's לגרום לעלייה ישירה

Eric L. Talley & Michal Barzuza, *Long-Term Bias*, 2020 COLUM. BUS. L. REV. 104, 122-24.

חמדני וקסטיאל, לעיל ה"ש 87, בעמ' 276-277.

Edward Helmore, *Carl Icahn Pressuring McDonald's to Improve Welfare of Pigs Raised for Meat*, THE GUARDIAN (Feb. 22, 2022), <https://www.theguardian.com/business/2022/feb/22/carl-icahn-pressuring-mcdonalds-improve-welfare-pigs>.

במחיר הקצה ללקוח.<sup>111</sup> ואכן, כמה חודשים אחר כך נחלה המתקפה האקטיביסטית כישלון חרוץ, והדירקטורים שהציע Icahn לא נבחרו לדירקטוריון.<sup>112</sup> על רקע כישלונה של המתקפה האקטיביסטית ב-McDonald's, יש לתת את הדעת לשני נתונים חשובים על אודות ביצועי החברה – הן בתחום רווחת בעלי החיים והן בתחום הפיננסי – בשנים שקדמו למתקפה של Icahn. ראשית, החברה עשתה מאמץ ניכר בשנים האחרונות לשיפור רווחת החזירים לצורכי מאכל שהיא מגדלת, וטענה כי הסיבה שהיא לא תעמוד ביעדים שהיא הציבה לעצמה נוגעת לעלויות הגבוהות של השלמת המהלך.<sup>113</sup> שנית, חברת McDonald's הפגינה ביצועים טובים בשנה שקדמה להצעה של Icahn, מה שמחזק את הסברה שבעלי המניות בה היו שבעי רצון – יחסית לפחות – מביצועי ההנהלה.<sup>114</sup>

לסיכום, אקטיביזם של קרנות גידור, ובפרט קמפיינים הכוללים איומים להדחת הדירקטוריון, אכן יכולים לשמש מנגנון המתמרץ את ההנהלה לפעול אקטיבית לשיפור המחויבות של התאגיד לסטנדרטים סביבתיים. עם זאת אסטרטגיה זו נתקלת בקשיים לא-מבוטלים בחיי המעשה; שכן יש צורך בתמריץ כלכלי משמעותי לקרנות הגידור האקטיביסטיות על מנת לשכנען לפעול לטובת הסוגיה האקלימית, בעוד שההשפעות הכלכליות של שינויים אלו נוטות להיות ארוכות טווח, ולכן אינן מתאימות לדפוס הפעילות הקלאסי של קרנות אלו.

#### 4. סיכום ביניים

בפרק זה סקרנו בצורה מעמיקה את המגמות המרכזיות שבארצות הברית בכל הקשור לפעילות אקטיביסטית של בעלי מניות למען הידוק המחויבות של חברות ציבוריות לדפוסי פעילות וייצור בני-קיימה, כמו גם את ערוצי ההסדרה הפרטית השונים העומדים לרשות בעלי המניות ואת האופן שבו הם משתמשים בהם. כפי שאפשר לראות, פעילות אקטיביסטית למען האקלים נמצאת במגמת עלייה ברורה בשנים האחרונות והיא עשויה ללבוש צורות שונות. בין היתר דנו בנושאים הבאים:

<sup>111</sup> Amelia Lucas, *McDonald's Shareholders to Vote on Proxy Fight With Carl Icahn Over Animal Welfare Practices*, CNBC (May 25, 2022), <https://www.cnbc.com/2022/05/25/mcdonalds-shareholders-vote-on-carl-icahn-proxy-fight-over-animal-welfare.html>; Amelia Lucas, *Carl Icahn Loses Proxy Fight With McDonald's Over Animal Welfare*, CNBC (May 26, 2022), <https://www.cnbc.com/2022/05/26/carl-icahn-loses-proxy-fight-with-mcdonalds-over-animal-welfare.html>.

<sup>112</sup> שם.

<sup>113</sup> שם.

<sup>114</sup> Julie Creswell, *McDonald's, Now With Higher Prices, Topped 23\$ Billion in Revenue in 2021*, N.Y. TIMES (Jan. 27, 2022), <https://www.nytimes.com/2022/01/27/business/mcdonalds-earnings.html>; Lauren Hirsch, *Carl Icahn Gets Only 1 Percent of McDonald's Investors to Support His Campaign on Pigs*, N.Y. TIMES (May 26, 2022), <https://www.nytimes.com/2022/05/26/business/carl-icahn-mcdonalds-pigs.html>.



הגשת הצעות בעלי מניות שעניינן מחויבות החברה לפעילות פרו-אקלימית; שימוש במנגנוני ממשל תאגידי על מנת להשפיע על ההנהלה, דוגמת ההצעות לאימוץ proxy access בחברות מזהמות ואיום בהצבעות נגד מינוי דירקטורים בחברות שסטנדרט הדיווח שלהן אינו מספק; פרסום הצהרות פומביות וניהול מגעים עם הנהלות החברות בכל הנוגע למחויבותן למאבק במשבר האקלים; וכן מקרים יוצאי דופן (לפחות לעת עתה) של ניהול קמפינים אקטיביסטיים בידי קרנות גידור.

מהסקירה שערכנו אפשר לזהות שלשחקנים השונים בהקשר התאגידי יש העדפה לאפיקי פעולה שונים: הצעות בעלי מניות הנוגעות ישירות למחויבות של החברה לתחום האקלים הן תוצר של שיתופי פעולה של ארגונים חברתיים עם בעלי מניות יחידים וקרנות קטנות; קרנות פנסיה יוזמות הצעות לאימוץ proxy access בחברות שמאופיינות בפליטות פחמן גבוהות כדי ליצור אמצעי לחץ עתידי על אותן חברות; הצעות (בודדות) למינוי אקטיבי של דירקטורים מוגשות בידי קרנות אקטיביסטיות וזכות לעיתים לתמיכת המשקיעים המוסדיים הגדולים ויועצי ההצבעה שלהם, אך יועצי ההצבעה מעדיפים ככלל לנקוט אסטרטגיה של קיום דיאלוג עם הנהלת החברות ופרסום הצהרות פומביות הנוגעות לחשיבות שבאימוץ סטנדרטים סביבתיים נאותים. עם זאת בעוד הפעילות האקטיביסטית בנושאים של ממשל תאגידי וגיוון מגדרי זכתה להצלחה מסוימת, נדמה כי כאשר מדובר באקטיביזם לטובת מטרות אקלימיות האפקט (לפחות לעת עתה) הוא מוגבל ביותר: הצעות בעלי מניות מתמקדות בעיקר בהגברת חובות דיווח של חברות ציבוריות; קמפינים של קרנות גידור אקטיביסטיות הם עדיין בגדר חריגים לאור בעיית התמריצים של הקרנות; וההצהרות של הגופים המוסדיים הגדולים הן כלליות, עמומות ומותירות מרווח תמרון גדול מאוד להנהלות של חברות ציבוריות.

אף אם היקף ההשפעה של פעילות הגופים המוסדיים למען האקלים הוא מוגבל, כפי שעולה מניתוח המצב בארצות הברית, יש מי שטוענים כי פעילות זו עדיפה מאפס מעשה. בפרט נטען, כי בשלה העת להמשיך ולרתום את מנגנוני הממשל התאגידי כדי למנוע את האסון האקלימי המשמש ובא,<sup>115</sup> על רקע הימנעותם של גופי הממשל והרגולציה מלהדק את הפיקוח על חברות מזהמות בשל קיפאון פוליטי ולחצים שמופעלים עליהם מצד התאגידים הגדולים וקבוצות אינטרס מאורגנות.<sup>116</sup> עוד נטען, כי לחצים המגיעים מכיוונם של בעלי המניות עשויים בסופו של דבר להכשיר את הדרך למהלך חקיקתי, דוגמת רפורמת הגילוי החדשה שהרשות לניירות ערך האמריקנית מובילה בימים אלו.<sup>117</sup> מנגד, מלומדים העלו חשש כי האמונה שלפיה אפשר לקדם

<sup>115</sup> ראו למשל Andrew Johnston et al., *Corporate Governance for Sustainability* (2019), [https://scholarship.law.columbia.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=3611&context=faculty\\_scholarship](https://scholarship.law.columbia.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=3611&context=faculty_scholarship).

<sup>116</sup> ראו למשל Hart & Zingales, לעיל ה"ש 1; Admati, לעיל ה"ש 1.

<sup>117</sup> ראו למשל U.S. Securities and Exchange Commission, *SEC Proposes Rules to Enhance and Standardize Climate-Related Disclosures for Investors* (Press Release 2022-46, Mar. 21, 2021), <https://www.sec.gov/news/press-release/2022-46>.

סוגיות הנוגעות לשמירת על איכות הסביבה באמצעות מנגנוני אסדרה עצמית ולחצים שיופעלו מכיוונים של בעלי המניות היא בבחינת מסיח, המפחית את הלחצים שצריכים להיות מופעלים על המחוקק ועל הרגולטור על מנת לפתור בעיות אקוטיות אלו.<sup>118</sup> בתוך כך ישנו חשש שהלחץ במישור התאגידי ייתרגם לא לרפורמות משמעותיות באופי הפעילות של התאגיד, העשויות גם להביא לאובדן רווחים, אלא לפעולות אקספרסיביות שעיקר מטרתן הוא לצייר את התאגיד כ"חברתי", ובכך להפחית מהלחץ המופעל עליו ולעכב שינוי אפשרי.<sup>119</sup>

הכרעה בדיון חשוב זה חורגת מהיקף היריעה של רשימתנו. מכל מקום, מהניתוח המובא בפרק זה עולה בבירור כי ישנה פעילות אקטיביסטית ערה של בעלי מניות בארצות הברית בכל הנוגע לסוגיות אקלימיות; פעילות זו מעוררת במלוא עוזה את השאלות מדוע בעלי המניות בישראל נוקטים עד כה גישה כה פסיבית בכל הנוגע לסוגיות איכות סביבה ואלו חסמים אפשריים עומדים בדרכם. בפרק הבא נבקש לערוך השוואה בין מה שמתואר כאן על אודות המגמות האחרונות בארצות הברית לבין הפעילות החסרה של בעלי מניות למען האקלים בישראל, תוך עמידה על ההבדלים בדיון ובמאפייני השוק בין השוק הישראלי לשוק האמריקני.

## ב. חידת היעדר האקטיביזם למען האקלים בישראל: מבט תאורטי ומעשי

בעוד שאקטיביזם של בעלי מניות בנושאי אקלים צובר תאוצה בארצות הברית, בישראל אקטיביזם מסוג זה כמעט שאינו קיים. במבט ראשוני הדבר מעורר פליאה, שכן דווקא חוק החברות הישראלי מעניק לבעלי מניות כלים משמעותיים כדי להשפיע על קבלת החלטות בתאגיד, ובכלל זה האפשרות להגיש הצעות בעלי מניות המחייבות את מנהליו. לצד הכלים הללו, שינויים במבנה שוק השליטה בישראל בעשורים האחרונים והמעבר מבעלות ריכוזית לבעלות מבוזרת ברבות מהחברות הציבוריות בישראל הביאו לחיזוק כוחם של המשקיעים המוסדיים ולהגדלת פוטנציאל ההשפעה שלהם על נורמות שוק. מדוע אם כן בעלי מניות בכלל והמשקיעים המוסדיים הישראליים בפרט אינם משתמשים בכלים שהחוק מעניק להם ובכוח השוק שלהם על מנת לקדם מעבר של החברות הציבוריות לדפוסי פעילות וייצור בני-קיימה? פרק זה יוקדש לבחינתה של שאלה זו.

בתחילת הפרק נבחן את הכלים שחוק החברות הישראלי מעניק לבעלי המניות בתאגיד לצורך השפעה על ענייניו, ולעליית כוחם של המשקיעים המוסדיים בכל הנוגע להשפעה על התנהלות התאגיד. לאחר מכן נעמוד על הסברים אפשריים לכך שחרף המאפיינים שהוצגו קודם לכן, שלכאורה מציבים את ישראל כסביבה אופטימלית לפעילות אקטיביסטית, אי-אפשר לאתר סימנים לפעילות אקטיביסטית בסוגיות

<sup>118</sup> Bebuch & Tallarita, לעיל ה"ש 1.

<sup>119</sup> Lucian A. Bebchuk, Kobi Kastiel & Roberto Tallarita, *Does Enlightened Shareholder Value Add Value?*, 77 BUS. LAW. 731, 754 (2022) (להלן: Bebuch, Kastiel & Tallarita, *Enlightened Shareholder Value*).

אקלימיות או חברתיות בישראל. לבסוף נזקק את התוכנות המרכזיות שעלו מראיונות שערכנו עם בכירים בגופים מוסדיים שונים בניסיון להציג תשובות אותנטיות "מן השטח" לחידת היעדר האקטיביזם בנושאי אקלים בשוק הישראלי.

### 1. הפיכתה של ישראל למוקד נוח לפעילות אקטיביסטית של בעלי מניות

פעילות אקטיביסטית של בעלי מניות נעוצה כאמור ביכולתם להשפיע על התנהלותה של החברה, בין אם דרך מכירת מניותיהם ובין אם דרך מימוש זכויותיהם כבעלי מניות.<sup>120</sup> לכן, ככל שהחוק או תקנון החברה יעניקו לבעלי המניות כוח רב יותר, כך תתאפשר פעילות אקטיביסטית רחבה יותר מצידם. כמו כן, בעלי מניות שנהנים מכוח שוק משמעותי, דוגמת משקיעים מוסדיים, נמצאים לכאורה בפוזיציה טובה להתנהג בצורה אקטיביסטית ולהשפיע על אופן ההתנהלות של התאגיד.<sup>121</sup> כפי שיוסבר להלן, שני מרכיבים אלו – מנגנוני ממשל תאגידי מפותחים והימצאותם של בעלי מניות מוסדיים בעלי כוח לעצב נורמות שוק – מאפיינים במידה רבה את הסביבה שבה פועלים תאגידיים ציבוריים בישראל.

חוק החברות מעניק כוחות משמעותיים לבעלי המניות להשפיע על אופן ניהול התאגיד. למעשה, רבים מהכלים שבנוגע אליהם ניהלו בעלי מניות בארצות הברית מאבק בעשורים האחרונים הם כלים העומדים לרשות בעלי המניות בחברות הציבוריות בישראל כברירת מחדל מכוח חוק.

#### (א) זכויות הצבעה באספה הכללית

לפי הדין הישראלי, בעלי מניות שמחזיקים ב- 5% מההון המונפק או מזכויות ההצבעה רשאים לדרוש מהדירקטוריון לכנס אספה מיוחדת של בעלי המניות.<sup>122</sup> כמו כן, בכל אספה כללית רשאי בעל מניה שיש לו לפחות 1% מזכויות ההצבעה לבקש מהדירקטוריון לכלול נושא בסדר יומה של האספה (דהיינו לבקש שהנושא יידון

<sup>120</sup> Broccardo et al., לעיל ה"ש 3; לאון אנידג'ר "אקטיביזם של בעלי מניות: דיון תיאורטי והשוואתי" **מחקרי משפט** ל' 191, 192 (2015).

<sup>121</sup> ראו לעיל ה"ש 24 לעיל, ואת הטקסט סביבה.

<sup>122</sup> ס' 63(ב) לחוק החברות. ס' 64 לחוק החברות קובע כי אם הדירקטוריון לא זימן אספה מיוחדת שנדרשה לפי הוראות ס' 63(ב), רשאים בעלי המניות המבקשים לכנסה בעצמם. במקרים אלו בעלי המניות המכנסים את האספה הכללית יזכו לשיפוי על הוצאותיהם מהחברה, והחברה תהיה זכאית לשיפוי על הוצאות אלו מהדירקטורים האחראים לכך שהאספה לא כונסה (ראו גם על כך את הוראות ס' 64 לחוק החברות).

באספה)<sup>123</sup> וסמכות הדירקטוריון להסיר הצעה מסדר היום מוגבלת ככלל למצבים שבהם נושא ההצעה אינו מתאים לדיון באספה הכללית.<sup>124</sup> נקודה קריטית נוספת להבנת הכוח המשמעותי שחוק החברות מעניק לבעלי המניות להשפיע על מדיניות החברה קשורה להליך קבלת ההחלטות באספה הכללית. להבדיל מהדין הנהוג במדינת דלוור, בישראל לא נדרש אישור מקדים של הנהלת החברה לצורך שינוי תקנון החברה.<sup>125</sup> כמו כן, הצעות בעלי מניות ובכללן הצעות לתיקון התקנון מתקבלות בהצבעת רוב רגיל מקרב *המשתתפים* באספה הכללית, אלא אם נקבע רוב אחר בחוק או בתקנון.<sup>126</sup> בדלוור, לעומת זאת, הרוב הנהוג לשינוי התקנון הוא כלל של רוב מקרב כלל *בעלי המניות*, ואין די ברוב מקרב בעלי המניות המשתתפים באספה. מצב משפטי זה הביא לכך שישנו קושי בשינוי התקנונים של חברות ציבוריות בארצות הברית, לאור העובדה שבעלי מניות קטנים מנעו מלהשתתף בהצבעות.<sup>127</sup> כלל ההצבעה הישראלי מונע קיפאון מסוג זה בשינוי התקנון, ומחזק את מנגנון תיקון התקנון כמנגנון משמעותי לביטוי רצונותיהם של בעלי המניות בחברה.

חיזוק נוסף לזכויות ההצבעה של בעלי המניות קשור לכך שחברות ציבוריות הנסחרות בבורסה הישראלית אינן רשאיות ליצור גיוון בזכויות ההצבעה שלהן, מכוח

<sup>123</sup> ס' 66(ב) לחוק החברות.

<sup>124</sup> שם; ה"פ (מחוזי ת"א) 28096-01-10 ב.א.ת. (הנהלה) 2004 בע"מ נ' קווינוק להזיר אינטרנשיונל בע"מ, פס" 5(ב) (נבו 30.6.2013) (להלן: עניין ב.א.ת.) ("הנוסח של סעיף 66(א) סיפא מצביע על כך כי די שהנושא התבקש כדי שהאסיפה הכללית תדון בו, אין למעשה לדירקטוריון שיקול דעת בעניין הבקשה ודי בכך שהיא עומדת בתנאי שהנושא מתאים להידון באסיפה הכללית"). ייתכן שסמכות זו של הדירקטוריון כוללת שיקול דעת נוסף, אך גם הוא מצומצם מאוד ונדרש להיות מופעל רק במקרים חריגים. בהקשר זה, ראו בש"א (מחוזי נצ') 2489/05 כרדוש נ' חברת קרדוש ושות' בע"מ (נבו 28.9.2005) ("סעיף 66(ב) אינו שולל שיקול דעת הדירקטוריון לגבי סדר היום, ומכאן ששיקול דעת כזה מסור גם לאסיפה הכללית שזומנה שלא ע"י הדירקטוריון, אולם הדעת נותנת שברגיל יש להענות לדרישות החבר לגבי סדר היום, למעט מקרים חריגים – חוסר סמכות, קנטרנות, חוסר סבירות קיצוני וכדומה").

<sup>125</sup> Albert H. Choi, *Amending Corporate Charters and Bylaws*, HARV. L. SCH. F. ON CORP. GOVERNANCE (Oct. 31, 2017), <https://corpgov.law.harvard.edu/2017/10/31/amending-corporate-charters-and-bylaws/>. באשר לתיקון חוקי העזר של החברה (bylaws), הן הנהלה והן בעלי המניות יכולים לתקנם בצורה חד-צדדית.

<sup>126</sup> כלל ההצבעה באספה הכללית הוא כלל רובני (ראו ס' 85 לחוק החברות). המסקנה שנדרש רוב רגיל מקרב הנוכחים ולא מקרב כלל בעלי המניות נלמדת למשל מהוראת ס' 78(א) לחוק החברות, הקובעת כי "המנין החוקי לקיום אסיפה כללית הוא נוכחות של לפחות שני בעלי מניות שלהם עשרים וחמישה אחוזים לפחות מזכויות ההצבעה". באשר להקשר הממוקד של תיקון התקנון, ראו הוראת ס' 20(א) לחוק החברות: "חברה רשאית לשנות את תקנונה בהחלטה שהתקבלה ברוב רגיל באסיפה הכללית של החברה, אלא אם כן נקבע בתקנון כי דרוש רוב אחר או אם נתקבלה החלטה כאמור בסעיף 22". ראו בהקשר זה גם הדרה בר-מור דיני תאגידים כרך ג, חלק רביעי 205 (2009).

<sup>127</sup> לניתוח מקיף של התופעה, ראו: Scott Hirst, *Frozen Charters*, 34 YALE J. ON REG. 91 (2017).

הוראת סעיף 46 לחוק ניירות ערך, התשכ"ח-1968; הסעיף קובע כי תנאי לרישומה של חברה בבורסה הישראלית הוא שבחברה יש סוג מניות אחד בלבד, המקנה זכויות הצבעה שוות באשר לערכן הנקוב.<sup>128</sup> המשמעות היא חיזוק ניכר של כוח ההצבעה של בעלי המניות מהציבור, שאינם נמנים עם מייסדי החברה או עם בעלי השליטה בה, אשר נהנים פעמים רבות מכוח הצבעה עודף תחת מערכות דין (כמו זו שבארצות הברית) המאפשרות גיוון בזכויות הצבעה.

### (ב) מינוי והדחת דירקטורים ו- proxy access מובנה

זכויות בעלי המניות שנקבעו בחוק החברות נוגעות גם במישרין לשאלת היכולת של בעלי המניות להשפיע על מינוי דירקטורים. כך, פועל יוצא של הזכות הרחבה שהחוק הישראלי מעניק לבעלי המניות להגיש הצעות לסדר יומה של האספה הכללית הוא קיומה של זכות לבעלי המניות המחזיקים ב-1% ומעלה מזכויות ההצבעה, שהם במקרים רבים בעלי מניות מוסדיים, להעלות הצעות למינוי דירקטורים.<sup>129</sup> משמעות הדבר היא שהמחוקק הישראלי אימץ מעין proxy access מובנה ואפשר לבעלי המניות השתתפות פעילה במינוי הדירקטורים, מבלי לחייבם לשאת בעצמם בהוצאות מיוחדות לקראת ההצבעה.<sup>130</sup> כאמור, בעוד שבארצות הברית בעלי מניות נאבקים על מנת לאמץ מנגנון שכזה, בישראל מדובר בזכות הנתונה לבעלי המניות מכוח החקיקה.

חוק החברות אימץ את כלל ההכרעה על פי רוב (majority voting) ככלל ההצבעה הנדרש למינוי דירקטורים.<sup>131</sup> אימוץ כלל זה כברירת מחדל משמעותו תלות גדולה הרבה יותר של הדירקטוריון בתמיכת בעלי המניות לצורך הארכת כהונת חבריו. לצד זאת יש לציין את העובדה, שחוק החברות אוסר על מנכ"ל בחברה ציבורית לכהן גם כיושב ראש הדירקטוריון שלה, אלא אם המינוי לתפקיד יושב ראש הדירקטוריון זכה לאישור רוב מקרב בעלי מניות המיעוט בחברה, אישור שיש לחדשו אחת לשלוש

<sup>128</sup> כך חרף העובדה שחוק החברות עצמו מכיר בחופש של חברה ליצור מניות עם גיוון בזכויות ההצבעה (ס' 82 לחוק החברות).

<sup>129</sup> סדר היום של האספה הכללית יכול שיכלול מינוי דירקטורים, לצד כל נושא אחר שהועלה על סדר היום מכוח ס' 66 לחוק החברות (ראו ס' 60(ב) לחוק החברות). מינוי דירקטורים נעשה באספה הכללית השנתית, אלא אם נקבע אחרת בתקנון (ס' 59 לחוק החברות). בהקשר זה, ראו גם את ההוראה המיוחדת להארכת כהונת דירקטורים חיצוניים, המאפשרת לבעל מניות המחזיק ב-1% ממניות החברה להציע את הארכת כהונתו של הדירקטור החיצוני (ס' 245(א1)(1) לחוק החברות).

<sup>130</sup> אסף אקשטיין וקובי קסטיאל "מינוי דירקטורים: תאוריה, ראיות, מדיניות" משפטים נב 1, 17-18 (2022) (צפוי להתפרסם).

<sup>131</sup> ראו ס' 85 לחוק החברות. חריג לכך הוא בכלל ההצבעה במינוי דירקטורים חיצוניים, הדורש הן תמיכה של רוב רגיל מהאספה הכללית במינוי והן תמיכה של רוב מבעלי מניות המיעוט בחברה (ס' 239(ב) לחוק החברות). עם זאת הרציונל לכלל הצבעה זה הוא הבטחת ודאות שהדירקטורים החיצוניים מקובלים גם על בעלי מניות המיעוט, ולא נתונים אך ורק להשפעתו של בעל השליטה. ראו אקשטיין וקסטיאל, לעיל ה"ש 130, בעמ' 6.

שנים.<sup>132</sup> גם בהוראה זו יש כדי לחזק את כוחם של בעלי המניות – ולו בעקיפין – באמצעות הגברת עצמאותו של הדירקטוריון בפיקוח על פעולות המנהל הכללי.<sup>133</sup>

(ג) ירידת כוחם של בעלי השליטה ועליית המשקיעים המוסדיים

נוסף על זכויות משמעותיות ועל מנגנוני ממשל תאגידי מפותחים המתחייבים מכוח החוק, שינויים שעבר השוק הישראלי בעשור האחרון מביאים גם הם להפיכתה של ישראל למוקד נוח לפעילות אקטיביסטית. השוק הישראלי, שהתאפיין בעבר בבעלות ריכוזית, הדיינו בהחזקה של חברות בידי בעלי שליטה דומיננטיים שמכתיבים את פעילות התאגיד ובפרט את בחירת הדירקטורים לחברה, הפך ברבות השנים לשוק מבוזר הרבה יותר.

אל מול היעלמותם של חלק מבעלי השליטה, גופי החיסכון הפנסיוניים הפכו בשנים האחרונות לשחקני מפתח בשוק הישראלי. כיום המשקיעים המוסדיים מנהלים קרוב למחצית מתיק הנכסים של הציבור, מה שהופך אותם לבעלי השפעה עצומה על עיצוב נורמות שוק.<sup>134</sup> הם אף מציעים מועמדים להתמנות לדירקטוריון מטעמם,<sup>135</sup> ובמקרים מסוימים אף משתפים פעולה אחד עם האחר בהצבעות על מינוי דירקטורים בחברות ציבוריות.<sup>136</sup> נעיר כי שיתוף פעולה זה קיבל "רוח גבית" מרשות התחרות, שקבעה כי שיתוף פעולה בין משקיעים מוסדיים שלא בתחום התחרות, ובפרט שיתוף פעולה נקודתי הנוגע לקבלת החלטות באספה הכללית של תאגיד מסוים, לא יראו בו הסדר כובל האסור לפי סעיף 2 לחוק התחרות הכלכלית, התשמ"ח-1988.<sup>137</sup>

בישראל אם כן המשקיעים המוסדיים הגדולים אכן מראים נכונות לעסוק ישירות במינוי דירקטורים. נכונות המשקיעים המוסדיים לפעול בצורה אקטיביסטית, לצד העובדה שחוק החברות מספק כלים משמעותיים לבעלי המניות להשפיע על

<sup>132</sup> ראו ס' 95 ו-121 (ג) לחוק החברות.

<sup>133</sup> אירית חביב-סגל דיני חברות כרך א 427-428 (2007). אפשר לעמוד כמובן על קיומם ועל היעדרם של מנגנונים נוספים הקשורים ליכולת הבחירה של חברי הדירקטוריון, המחזקים את כוחם היחסי של בעלי המניות בממשל התאגידי בישראל. הכולט ביותר בהם הוא מנגנון הדירקטוריון המדורג, המגביל את יכולתם של בעלי המניות להחליף במהירות את הדירקטורים המכהנים. הדירקטוריון המדורג אינו פופולרי במיוחד בישראל (יוסף גרוס דירקטורים ונושאי משרה בעידן הממשל התאגידי 142 (מהדורה חמישית 2018)), בין היתר לאור המתח האפשרי של מנגנון זה עם ס' 46 לחוק ניירות ערך, האוסר על גיוון בזכויות הצבעה (ראו על כך אצל שרון חנס "הצורך בהגנות משפטיות מפני השתלטויות עויינות על חברות בישראל" עיוני משפט כו 819, 855-856 (2003)). גם בהיעדרו של מנגנון זה מנוף הממשל התאגידי של ישראל יש כדי לחזק משמעותית את כוחם של בעלי המניות בבחירת ובהדחת דירקטורים.

<sup>134</sup> חמדני וקסטיאל, לעיל ה"ש 87, בעמ' 266-269.

<sup>135</sup> אקשטיין וקסטיאל, לעיל ה"ש 130, בעמ' 4.

<sup>136</sup> חמדני וקסטיאל, לעיל ה"ש 87, בעמ' 266-267.

<sup>137</sup> גילוי דעת 1/19 של הממונה על התחרות "שיתופי פעולה בין משקיעים מוסדיים שלא בתחום התחרות" (17.6.2019) (להלן: גילוי דעת 1/19).

הנהלת התאגיד ועל היכולת להחליפה, יכולה לעורר ציפייה סבירה לכך שהם יפעלו בצורה אקטיביסטית בתחומים נוספים, דוגמת איכות הסביבה.

## 2. חידת היעדר האקטיביזם בענייני אקלים

חרף הציפייה שתוארה בסעיף הקודם, ישראל נעדרת פעילות אקטיביסטית אמיתית בנושאי אקלים. למיטב ידיעתנו, בעלי מניות בישראל בכלל ומשקיעים מוסדיים בפרט אינם מגישים הצעות בעלי מניות לתיקון התקנון במטרה להדק את מחויבות החברות לדפוס פעילות בני-קיימה. גם מעורבות המשקיעים המוסדיים במינוי דירקטורים אינה נעשית על רקע שיקולים אקלימיים, אלא על רקע שיקולים שאפיינו פעילות אקטיביסטית מסורתית. כך למשל, הניסיון האקטיביסטי המוצלח של המשקיעים המוסדיים במינוי דירקטורים לדירקטוריון חברת הדלק פז<sup>138</sup> התבסס על נימוקים הקשורים לביצועי החסר שאפיינו את החברה ולגישה השמרנית של הנהלתה, ולא לשיקולים אקלימיים.<sup>139</sup> זהו שוני בולט אל מול הקמפיין האקטיביסטי ב-ExxonMobil, שגם אם היו מי שפקפקו בכך שהוא נועד באמת ובתמים להביא לקידום מחויבות של החברה לדפוס פעילות בני-קיימה, אין ספק שהמאבק במשבר האקלים מילא בו תפקיד משמעותי מבחינה הצהרתית.<sup>140</sup>

הפעילות שמתחילה להיווצר מכיוונם של המשקיעים המוסדיים בתחום האקלים מתמקדת דווקא יותר באסטרטגיות של "יציאה" (exit), אם כי גם היא נותרה מצומצמת, ובמישור ההצהרתי. כך למשל, בשנת 2020 השקיעו הגופים המוסדיים הגדולים בממוצע 7.9% מסך ההשקעות שלהם בחברות דלקים מאובנים.<sup>141</sup> פרסומם של נתונים אלו הביאו להופעתן של מחאות קטנות של פעילים למען האקלים במשרדי המשקיעים המוסדיים הגדולים.<sup>142</sup> התבטאויות של בכירי בתי ההשקעות וגופי החיסכון מאז שנת 2020 מלמדות שהמשקיעים המוסדיים מתחילים להפנות תשומת לב גדולה יותר לנושאי האקלים בעקבות אותו לחץ ציבורי. גילעד אלטשולר, המנכ"ל ומבעלי בית

<sup>138</sup> יורם גביוזן "הקרב על דירקטוריון פז: ניצחון לאליעזר שקדי ואריק שטיינברג – ולמוסדיים" **TheMarker** (16.10.2018)

<https://www.themarker.com/markets/1.6568937>

<sup>139</sup> רחלי בינדמן ויניב רחימי "המוסדיים רוצים לעשות מהפך בדירקטוריון פז" **כלכליסט** ; <https://www.calcalist.co.il/markets/articles/0,7340,L-3746420,00.html> (25.9.2018)

אסא ששון ומיכאל רוכוורגר "אילן רביב מצטרף לקרב על פז: יש לאזן את עוצמתו של פוגל עם דירקטוריון חזק" **TheMarker** (11.10.2018)

<https://www.themarker.com/markets/1.6547913>

<sup>140</sup> ראו לעיל ה"ש 98 והטקסט סביבה.

<sup>141</sup> שני אשכנזי "25 מיליארד שקל מושקעים בגופים היוצרים סיכון אקלימי. האם השינוי בדרך?" **גלובס** (30.3.2021)

<https://www.globes.co.il/news/article.aspx?did=1001365046>

<sup>142</sup> עומר כביר "לתנועת המרד בהכחדה יש מטרה חדשה: בתי ההשקעות" **כלכליסט** ; <https://www.calcalist.co.il/local/articles/0,7340,L-3840980,00.html> (22.7.2020)

ההשקעות אלטשולר שחם, הודיע כי בכוונת בית ההשקעות להוסיף שיקולים אקלימיים לסל השיקולים בבניית פורטפוליו ההשקעות שלו, ואף להפסיק להשקיע בתחומים שלמים שמגלמים נזק גבוה לסביבה.<sup>143</sup> גם האסטרטג הראשי של בית ההשקעות פסגות התבטא בשנת 2021 בעד מעבר להשקעות באנרגיה ירוקה,<sup>144</sup> ואילו מגדל הצהירה שהיא תפסיק להשקיע בדלקים מאובנים עד שנת 2030.<sup>145</sup> עם זאת ההתבטאויות הפומביות של רובם המוחלט של המשקיעים המוסדיים טרם התפתחו לצעדים פרקטיים של משיכת השקעות. כך, אף על פי שהבורסה השיקה מדד הנקי ממזהמים (מדד ת"א-125 אקלים נקי מדלקים פוסיליים), מרבית הגופים המוסדיים התעלמו ממנו, ורק אחד מהם (מגדל) הקים קרן שעוקבת אחר המדד.<sup>146</sup> שילוב הגורמים שנסקרו עד כה יוצרים את החידה של היעדר הפעילות האקטיביסטית בישראל: חוק החברות מעניק כלים משמעותיים לבעלי המניות להשפיע על התנהלות התאגיד, והשוק הישראלי עבר למבנה בעלות מבוזר יותר, שהמשקיעים המוסדיים תופסים בו חלק ניכר בהנהגת נורמות שוק ובמינוי דירקטורים; וחרף כל אלה המשקיעים המוסדיים (ובמידה רבה גם בעלי המניות האחרים) נמנעים מלהשתמש בהשפעה שהתנאים החוקיים והשוקיים מעניקים על מנת לקדם מחויבות של החברות הציבוריות לרפואי פעילות בני-קיימה. כיצד ניתן להסביר את האנומליה הזו בפעילות המשקיעים המוסדיים בישראל?

#### (א) מבנה הבעלות הייחודי למשק הישראלי

הסבר אפשרי ראשון להיעדר הפעילות האקטיביסטית בנושאי חברה ואקלים נוגע לריכוזיות השליטה. חרף מגמת הביזור המאפיינת את השוק הישראלי בעשורים האחרונים, רבות מהחברות הישראליות עדיין מוחזקות בידי בעלי שליטה.<sup>147</sup> ככל שקיים בעל שליטה חזק יותר בחברה, ערכה של ההצבעה של בעלי המניות האחרים

<sup>143</sup> שני אשכנזי "נפסיק להשקיע בתחומים שלמים": ההודעה הדרמטית של מנכ"ל בית ההשקעות הגדול בישראל "גלובס" (26.5.2021) <https://www.globes.co.il/news/article.aspx?did=1001372347>; נדן פלדמן ואבנר גרוס

"השתגעתם? קחו את הכסף שלכם, ותעיפו אותו משם עכשיו" **TheMarker** <https://www.themarker.com/blogs/aklimistim/BLOG-1.10409537> (23.11.2021).

<sup>144</sup> חזי שטרנליכט "העולם הולך לכיוון של השקעות בתחום האנרגיה הירוקה" **כלכליסט** <https://www.calcalist.co.il/conferences/article/hjgxcgfff> (29.11.2021).

<sup>145</sup> "היחס לדלקים פוסיליים במסגרת מדיניות השקעות ESG של מגדל" **מגדל** <https://www.migdal.co.il/investments/fossil-gas>; שני אשכנזי "חברת הביטוח מגדל תפסיק להשקיע בדלקים פוסיליים עד 2030" **גלובס** (19.12.2020) <https://www.globes.co.il/news/article.aspx?did=1001355135>.

<sup>146</sup> שני אשכנזי "הבורסה השיקה מדד נקי ממזהמים, אבל רק חברה אחת הרימה את הכפפה" **גלובס** <https://www.globes.co.il/news/article.aspx?did=1001377065> (6.7.2021).

<sup>147</sup> מיכאל רוכוורגר "20% מהחברות בבורסה מתנהלות ללא גרעין שליטה. מי הצליחה יותר ומי פחות?" **TheMarker** (28.7.2021) <https://www.themarker.com/markets/premium-> 1.10042514.



יורד. הירידה בערך ההצבעה היא חריפה במיוחד כאשר מדובר בבעל שליטה המחזיק מעל למחצית ממניות החברה.<sup>148</sup> שכן, בהינתן כלל ההכרעה ברוב רגיל השלט באספה הכללית (להוציא חריגים בחוק או בתקנון), המשמעות היא שבעל השליטה יכול לסכל כל הצעה של בעלי המניות לקידום יוזמות פרו-סביבתיות. עם זאת טיעון המבקש להיבנות על ריכוזיות השליטה הוא מוגבל בכמה מובנים, ואינו מספק מענה מושלם לחידת היעדר האקטיביזם. ראשית, גם אם חברות רבות עדיין מאופיינות בשליטה ריכוזית, אין ביכולתו של נימוק זה להסביר את היעדר הפעילות האקטיביסטית החברתית בחברות שאין בהן גרעין שליטה. שנית, גם בחברות שיש בהן גרעין שליטה, בעלי מניות המיעוט יכולים להשפיע באמצעות מינוי דירקטורים חיצוניים. למינוי דירקטור חיצוני נדרש רוב מקרב בעלי מניות המיעוט בחברה,<sup>149</sup> מה שמזכה אותם בזכות וטו על המינוי. לכן, גם אם הימצאותו של בעל שליטה בחברה עשויה להסביר מדוע בעלי המניות אינם מנסים להביא למינוי דירקטורים חיצוניים בעלי רקע פרו-סביבתי (שכן המינוי כפוף גם לאישורו של רוב רגיל מקרב בעלי המניות, ומכאן שהוא תלוי בדרך כלל בשלב הראשוני ברצונותיו של בעל השליטה), היא אינה יכולה להסביר את היעדרם של ניסיונות שלא לאשר המשך כהונה של דירקטורים בשל התנהלות שאינה מקדישה די מקום לשיקולים אקלימיים.

*(ב) מגבלות משפטיות על זכויות ההצבעה ועל מנגנון ההסדרה העצמית (private ordering)*

הסבר אפשרי שני לחידת היעדר האקטיביזם נוגע למבנה הייחודי של מנגנון הצעות בעלי המניות הישראלי, ולנקודת האיזון השונה שנקבעה בו לעומת הדין האמריקני. שיעור ההחזקות המינימלי הנדרש לצורך העלאת הצעת בעלי מניות בארצות הברית הוא נמוך במיוחד, ומנגד – הצעות בעלי מניות אינן מחייבות את החברה. כמו כן, שינויים מחייבים לתקנון נערכים רק בהסכמת ההנהלה וברוב מקרב כלל בעלי המניות (ולא מקרב הנוכחים באספה). הדין הישראלי קובע נקודת איזון שונה. בעלי המניות זוכים לתנאים נוחים במיוחד לשינוי התקנון: ניתן לתקנו בתמיכת רוב רגיל מקרב בעלי המניות הנוכחים באספה, ואין נדרשת הסכמת של ההנהלה לתיקון. מנגד, בעלי מניות בישראל נדרשים להחזיק ב-1% לפחות ממניות החברה על מנת להעלות הצעה על

<sup>148</sup> ראו בס' 1 לחוק ניירות ערך את הגדרת "שליטה" ("שליטה" – היכולת לכונן את פעילותו של תאגיד, למעט יכולת הנובעת רק ממילוי תפקיד של דירקטור או משרה אחרת בתאגיד, וחזקה על אדם שהוא שולט בתאגיד אם הוא מחזיק מחצית או יותר מסוג מסוים של אמצעי השליטה בתאגיד), וכן את הגדרת "אמצעי שליטה" ("אמצעי שליטה", בתאגיד – כל אחד מאלה: (1) זכות ההצבעה באסיפה כללית של חברה או בגוף מקביל של תאגיד אחר; (2) הזכות למנות דירקטורים של התאגיד או את מנהלו הכללי).

<sup>149</sup> ס' 239(ב) לחוק החברות.

סדר יומה של האספה הכללית בהתאם לסעיף 66 לחוק החברות – רף החזקות לא-מבוטל.<sup>150</sup>

ה-trade-off שקובע החוק הישראלי, בין האפשרות של בעל מניות לבקש מהנהלת החברה לכלול נושא בסדר היום של האספה לבין דרישת ההחזקות המינימלית הגבוהה (רק בעל מניות שיש לו 1% מהזכויות ההוניות רשאי לעשות זאת), יוצר למעשה הסתמכות של המנגנון על פעילותם של בעלי המניות הגדולים יותר בחברה, ולא על השחקנים הקטנים. בעניין זה השיעור שנלמד מהניסיון שנצבר בארצות הברית נחזה להיות תקף גם לישראל: קידום של דפוסי פעילות בני-קיימה של התאגיד נעשה דווקא בידי השחקנים הקטנים (ובפרט ארגונים חברתיים), ואילו המשקיעים המוסדיים הם פסיביים ונוטים שלא לזוז בעצמם הצעות לתיקון התקנון הנוגעות לנושאים אלו, ביחוד כאשר מדובר ביוזמות ש"נוגסות" בשיקול הדעת של הנהלת החברה. מנגד, תחת המנגנון הישראלי השחקנים הקטנים "חסומים" משימוש במנגנון האמור. כמו כן יש לזכור את הלקח השני הנלמד מהפעילות למען קידום ESG בארצות הברית. גם אם ניתן לחשוב שבעלי מניות המחזיקים ביותר מ-1% ממניות החברה יעלו הצעות למען הגברת מחויבות של החברה להתמודדות עם משבר האקלים או שבעלי מניות קטנים המחזיקים יחד 1% מהמניות יתאחדו לצורך קידום הנושא, יכולתם לקדם את ההצעות ללא שיתוף פעולה מצד המשקיעים המוסדיים (או בעל השליטה) היא נמוכה מאוד. כפי שהוסבר, ההישגים המשמעותיים בארצות הברית שנבעו משימוש במנגנון הצעות בעלי המניות נוצרו מתוך שילוב בין פעילות של בעלי מניות קטנים ובין הצהרות חזקות של המשקיעים המוסדיים בנושאי ממשל תאגידי. במקרים שהמשקיעים המוסדיים נמנעו מהצהרות שכאלו, דוגמת ההקשר של משבר האקלים, ההישגים היו מועטים וצנועים. על כן, גם אם חוק החברות לא סתם את הגולל לחלוטין על פעילותם של בעלי מניות קטנים להעלאת הצעות בעלי מניות, הוא בהחלט הקשה עליהם לעשות כן.

### (ג) מגבלות על תוכן ההצעות שניתן להעלות להצבעה

הסבר שלישי לחידת היעדר האקטיביזם בישראל נוגע לסוגי ההצעות השונים שביכולתם של בעלי המניות להעלות על סדר יומה של האספה הכללית. הגם שהצעות המועלות בידי בעלי מניות הן מחייבות (ככל שהן זוכות לאישור האספה הכללית, בהתאם לרוב הדרוש) ואפשר להעלותן לאישור האספה גם ללא אישור הנהלה, הרי ישנן מגבלות על סוג הנושאים שאפשר להעלות לסדר היום. כך, סעיף 57 לחוק החברות קובע מהן סמכויות האספה הכללית, דהיינו באילו נושאים האספה היא האורגן המוסמך לקבלת ההחלטות בחברה. בנושאים אלו הסעיף מונה, למשל, את אישור שינוי תקנון החברה, מינוי דירקטורים חיצוניים ואישור עסקאות מיזוג.<sup>151</sup> זאת

<sup>150</sup> ס' 66(ב) לחוק החברות.

<sup>151</sup> ס' 57 לחוק החברות.

ועוד, סעיף 66(ב) לחוק, הקובע את הזכות להעלות הצעות לסדר היום, קובע שעל נושא ההצעה להיות נושא "מתאים להיות נדון באסיפה כללית". לנוכח האמור מתעוררת השאלה, אם בעלי מניות בישראל רשאים לאמץ החלטות הקובעות כי החברה מחויבת לצמצום פליטות הפחמן של מפעליה לאפס עד לשנת 2025 וכי היא תפסיק להתקשר עם חברות שלא יסכימו לקבל על עצמן מחויבות להחלטה מעין זו. לטעמנו, הצעות מסוג זה עשויות לעורר קשיים משפטיים בהינתן הוראות חוק החברות, ולמצער קשיים מעשיים שיביאו לכך שהסתברות שהמשקיעים המוסדיים הישראלים ישתמשו בהן אינה גבוהה.<sup>152</sup>

ראשית, גם אם נושאים הקשורים לפעילות למען האקלים עשויים להיות נושאים המתאימים להידון באספה הכללית – בהתאם להקשר שבו הם מועלים לדיון – ישנה אי-בהירות מסוימת בכל הנוגע לטיבו של מבחן ההתאמה לדיון באספה שקובע סעיף 66(ב) לחוק החברות בשל כך שהמבחן האמור טרם הובהר בפסיקה.<sup>153</sup> במצב דברים זה יש חשש שהעמידות תרתיע משקיעים מלהתנסות באקטיביזם באמצעות העלאת הצעות מכוח הסעיף.

<sup>152</sup> נעיר כבר עתה כי הניתוח בסעיף זה יתמקד בכלים שנותנים כוח לבעלי המניות להשפיע על צעדים שהחברה נוקטת באמצעות אקטיביזם של בעלי מניות, ולא בסעיפים אחרים בחוק החברות העוסקים בהבניית שיקול הדעת של האורגנים בנושא זה. כך, לו הייתה ההנהלה מעוניינת ביוזמתה לצמצם את פליטות הפחמן, הרי על פניו ס' 11 לחוק החברות, המנחה את האורגנים בכל הנוגע לתכלית החברה, היה מאפשר לה לעשות כן אם ניתן להראות שלפעולות אלו יש רציונל עסקי. לעמדה הגורסת כי יש לערוך התאמות בס' 11 כדי לחייב את קברניטי החברה להביא בחשבון שיקולים סביבתיים וחברתיים, ראו עלי בוקשפן "עשרים ומאה שנים לשאלת תכלית החברה – הצעה להתאמת סעיף 11 לחוק החברות לעידן התאגידי המודרני" המשפט כו 141 (2020).

<sup>153</sup> למיטב ידיעתנו ישנם פסקי דין מעטים המתייחסים לס' 66(ב) לחוק החברות, וגם אלו אינם כוללים קביעות ברורות בכל הנוגע לטיב ההצעות שניתן להעלותן לסדר יומה של האספה. ראו בין היתר פסקי דין והחלטות הנוגעים לסוגיות שונות המתעוררות עקב יישום ס' 66 לחוק: עניין ב.א.ת., לעיל ה"ש 124 (שיקול דעת הדירקטוריון בהסרת הצעה); עניין כרדוש, לעיל ה"ש 124 (שיקול דעת הדירקטוריון בהסרת הצעה); ה"פ (מחוזי מר') 10-02-2018 שלמה אליהו אחזקות בע"מ נ' בנק לאומי לישראל בע"מ, פס' 3 (ה) (נבו 3.3.2010). (להלן: עניין אליהו אחזקות) (היחס בין ס' 66 לחוק החברות לסעיפים אחרים המגבילים אפשרות להעלות הצעות למינוי דירקטורים); הפ"ב (כלכלית ת"א) 5009-12-12 רויכמן נ' ביומדיקס אינקובטור בע"מ (נבו 10.12.2012). (שאלת השפעתן של הבקשות להעלות הצעות על מועד זימון האספה הכללית, וניתוח יחסי הכוחות בחברה באשר לקביעת סדר יומה של האספה); ת"א (כלכלית ת"א) 55916-02-18 Payne ו' Collinson (נבו 13.5.2018). (התערבות הדירקטוריון בהצעות על סדר היום שלא בטענת אי-התאמה לדיון באספה); ת"א (כלכלית ת"א) 6310-09-19 בלוטרייך נ' שניידר, פס' 227 (נבו 16.8.2020). (ניתן להשתמש בס' 66(ב) לצורך הצעת מועמד לדירקטוריון); ה"פ (מחוזי ת"א) 62111-11-20 מבנה נול'ין (כ.ד.) בע"מ נ' סלע קפיטל נד"ל בע"מ, פס' 7-1 (נבו 2.1.2021). (התערבות הדירקטוריון בהצעות על סדר היום, שלא בטענת אי-התאמה לדיון באספה).

שנית, וגם בהנחה שהנושא בעל ההקשר האקלימי שבעלי מניות מבקשים להעלותו על סדר היום עומד בדרישות סעיף 66(ב) לחוק, לטעמנו פרשנות סבירה של ההוראות הנוספות שבחוק החברות בנוגע להצעות בעלי מניות מגבילה את האפשרות להגיש הצעות בעלי מניות *מחייבות* למען פעילות אקלימית. הסיבה לכך היא שבכך תיתכן פגיעה בסמכותו הכללית של הדירקטוריון להתוות את מדיניות החברה, המעוגנת בסעיף 92 לחוק החברות.

נקודת המוצא היא שככל שישנה סמכות ברורה בחוק החברות לאספה הכללית לקבל החלטות בעניין מסוים, מדובר בנושא שאין מניעה להעלות הצעות בעניינו לדין באספה.<sup>154</sup> בהקשר זה הקושי מתעורר כאשר יש חשש ל"פלישה" של האספה הכללית לסמכותו של הדירקטוריון, ובין היתר לסמכותו להתוות את מדיניות החברה.

אומנם לפי סעיף 58(ב) לחוק החברות "חברה רשאית להוסיף בתקנון נושאים שהחלטות בהם יתקבלו באסיפה הכללית", ותיקון התקנון עצמו מסור לסמכות האספה לפי סעיף 57 לחוק; אך לפי הוראת סעיף 58(ב) לחוק, העברת סמכויות בתקנון לאספה הכללית בנושאים שבהם הוקנתה הסמכות בחוק לאורגן אחר – כגון הסמכות הכללית של הדירקטוריון להתוות את מדיניות החברה – צריכה לעמוד בהוראות סעיף 50 לחוק החברות. סעיף זה עוסק בהעברת סמכויות בין אורגנים באמצעות התקנון, ולפיו העברת סמכויות מעין זו יכולה שתיעשה אך ורק "לענין מסוים או לפרק זמן מסוים". גם אם ייקבע כי יוזמות אקלימיות עשויות לעלות כדי "ענין מסוים" כמשמעותו בסעיף 50 לחוק, המאפשר העברת סמכויות, ישנה סבירות נמוכה כי הגופים המוסדיים יתמכו בשימוש בסעיף זה על מנת לחייב את החברה לנקוט פעילות מסוימת למען האקלים. ראשית, מהלך של נטילת סמכויות הוא מהלך "אגרסיבי" כלפי הדירקטוריון, המפקיע ממנו את היכולת להתוות את מדיניות החברה באותו העניין. על כן, המשקיעים המוסדיים, המונעים מתפיסה פסיבית בהנהלת נכסיהם, ככל הנראה יימנעו משימוש בסעיף כאמור. שנית, אם האספה הכללית מחליטה ליטול סמכויות הנתונות לדירקטוריון, הרי על בעלי המניות יחולו החובות והאחריות החלות על דירקטורים לעניין הפעלת אותה הסמכות, בשים לב להחזקותיהם בחברה, לאופן השתתפותם באספה ולאופן הצבעתם.<sup>155</sup> בנסיבות אלו, לאור החשיפה לחבות אפשרית, לא סביר כי הגופים המוסדיים הגדולים בישראל ייזמו הצעות בעלי מניות המחייבות את החברה לנקוט פעילות מסוימת למען האקלים.

מנגד, אכן אפשר לחשוב על אפשרות של בעלי המניות בחברה לאמץ הוראות "רכות" יותר, שלא ייתפסו כפוגעות בסמכות הדירקטוריון, בין אם במסגרת תיקון תקנון החברה ובין אם באמצעות שימוש בסעיף 58 לחוק והוספת נושאים לקבלת החלטות באספה הכללית. סעיף 19(3) לחוק החברות מאפשר לחברה לקבוע בתקנון

<sup>154</sup> לצד הדברים נעיר, כי גם העלאת הצעות בעלי מניות בנושאים שבסמכות האספה הכללית עשויה להיות מוגבלת מכוח סעיפים אחרים בחוק החברות, וראו בעניין **אליהו אחזקות**, לעיל ה"ש 153, בעמ' 12-15 (היכולת להעלות הצעות למינוי דירקטורים באספה כללית מיוחדת).

<sup>155</sup> ס' 50(ב) לחוק החברות.

הוראות בנוגע לכל נושא שראו בעלי המניות לנכון להסדיר בתקנון. לכן, פרשנות המבקשת לקיים את סעיף 19(3) לחוק (ולחלופין לצמצם את המקרים שבהם יחול הסייג הקבוע בסעיף 58 לחוק לעניין העברת הסמכויות) עשויה לתמוך בקביעת הוראה כללית בתקנון החברה הנוגעת למחויבות שלה לשיקולים אקלימיים. דוגמה לכך היא הוראה ולפיה החברה תפרסם מדי שנה דוח פומבי על אודות האסטרטגיה שלה למעבר לדפוסי פעילות וייצור בני-קיימה. נדמה כי ככל שיהיה מדובר בצעדים "רכים", הנטייה תהיה שלא לראות בכך פגיעה בסמכותו הכללית של הדירקטוריון להתוות את מדיניות החברה ו"מעקף" אסור של הוראות סעיף 58 לחוק.<sup>156</sup>

עם זאת גם להצעה פרשנית זו ישנה מגבלה ברורה: היא דורשת מבעלי המניות לנהוג בזהירות מיוחדת, ולבחור באמצעים רכים ככל הניתן על מנת לקדם את המאבק במשבר האקלים. החיסרון בנקיטת צעדים רכים הוא ברור – הם אינם צפויים להביא לשינוי משמעותי בקידום המאבק למען האקלים.

כלי עזר נוסף שיש בידי בעלי המניות ושיכול לסייע להם בעריכת אקטיביזם אפקטיבי באספה הכללית הוא משלוח "הודעות עמדה", בהתאם להסדר הקבוע בסעיף 88 לחוק החברות. לפי דרישות הסעיף, הדירקטוריון או בעל המניות הדורש את כינוס האספה מכוח סעיף 63 לחוק רשאי לשלוח הודעה לבעלי המניות בחברה ובה הוא מבחיר את עמדתו בנוגע לנושא ההצבעה.<sup>157</sup> כמו כן, כל בעל מניות יכול לפנות לחברה ולבקש ממנה לשלוח הודעת עמדה מטעמו לקראת הצבעה באספה הכללית.<sup>158</sup> באמצעות הודעות העמדה יכול בעל מניות הדורש את כינוס האספה לא רק להביא לכינוסה, אלא גם לקנות יתרון בחשיפת מידע על עמדתו בנוגע להצעה. כך מתאפשר לבעל המניות להקדים את ניסיונות השכנוע בעד ההצעה עוד לפני פתיחת האספה, ולהתנגד במקרים המתאימים לעמדה שהנהלה מייצגת.<sup>159</sup> עוד יצוין, כי לפי חוק החברות והתקנות שהותקנו מכוחו הפצה של הודעת העמדה נעשית בידי החברה

<sup>156</sup> בשולי הדברים נעיר, כי ניתן לחשוב על אפשרות להוסיף מגבלות הנוגעות לקיום פעילות מזהמת גם למטרות החברה ולהגדרת תחומי העיסוק שלה. לפי ס' 32 לחוק החברות, "חברה תציין את מטרותיה בתקנונה על ידי קביעה של אחת ממטרות אלה: (1) לעסוק בכל עיסוק חוקי; (2) לעסוק בכל עיסוק חוקי למעט בסוגי עיסוקים שפורטו בתקנון; (3) לעסוק בסוגי עיסוקים שפורטו בתקנון". לכאורה נראה כי בעלי המניות יכולים ליצור מגבלות באמצעות הגדרה של מטרת החברה וקביעת מגבלות על עיסוקיה בתקנון, כך שהן ישקפו סדר יום בר-קיימה. חרף זאת נדמה כי הסבירות שבעלי מניות ישתמשו בסעיף האמור היא נמוכה יחסית. בניגוד לצעדים האקטיביסטיים שתוארו בגוף רשימה זו, ס' 32 לחוק מבוסס על פסילה קטגורית של תחומי עיסוק של החברה, ולא על קידום מחויבות לפעילות בת-קיימה באמצעות צעדים קונקרטיים. לכן, כשמדובר בחברות שתחום עיסוקן הוא מזהם (כמו חברות דלקים פוסיליים), הסבירות שיאומץ סעיף מעין זה היא נמוכה במיוחד; ובאשר לחברות שתחום עיסוקן אינו מזהם מטבעו, לא ברור אם יהיה בו כדי להביא לשינוי ממשי באופן פעילות התאגיד.

<sup>157</sup>

ס' 88(א) לחוק החברות.

<sup>158</sup>

ס' 88(ב) לחוק החברות.

<sup>159</sup>

ראו עוד על הודעות העמדה אצל בר-מור, לעיל ה"ש 126, בעמ' 195-196.

ובמימונה (אם מדובר בבעל המניות המבקש את כינוס האספה), או תוך גביית סכום סמלי בלבד מצידה.<sup>160</sup>

עם זאת השימוש בהודעות עמדה הוא אפשרי רק בהצבעות שבענייני בעלי המניות מורשים להצביע באמצעות כתב הצבעה. כך למשל, שימוש זה אפשרי בנוגע להצבעות על מינוי דירקטורים, אך לא בנוגע לתיקון התקנון, שההצבעה עליו איננה באמצעות כתב הצבעה (אלא אם קבעה החברה הוראה מיוחדת בתקנון לעניין זה).<sup>161</sup> כמו כן ההודעות נדרשות להיות קצרות, ולכן היכולת להביע באמצעותן עמדה בנוגע לנושא שעל סדר היום היא מוגבלת.<sup>162</sup> מכל מקום, בדיקה אמפירית הראתה שהיקף השימוש במנגנון הודעת העמדה בישראל הוא מצומצם מאוד.<sup>163</sup>

<sup>160</sup> באשר להודעות עמדה המוגשות בידי מי שביקש את כינוס האספה לפי ס' 63 לחוק החברות, ס' 88(א) לחוק החברות קובע כי "החברה תשלח לבעלי המניות את הודעות העמדה לפי סעיף קטן זה, על חשבונה, יחד עם כתב ההצבעה לאותה אסיפה". באשר להודעות עמדה המוגשות בידי בעל מניות לפי ס' 88(ב) לחוק החברות, ס' 88(ב) עצמו מסמיך את השר לקבוע בתקנות המותקנות לפי ס' 89 לחוק החברות אם משלוח הודעת עמדה מכוח הסעיף תהיה על חשבוננו של בעל המניה המבקש או על חשבונה של החברה. השרה אכן התקינה תקנות בעניין, ונקבעו הוראות בנוגע לגביית התמורה בידי החברה בגין הפצת הודעת העמדה (ראו תק' 6(ז) לתקנות החברות (הצבעה בכתב והודעות עמדה), התשס"ו-2005 (להלן: תקנות הצבעה בכתב)). יצוין כי לפי הוראות ס' 88(ב) לחוק החברות, החברה אף רשאית לקבוע בעצמה כי כל הודעות העמדה המומצאות לה לפי אותו הסעיף יהיו על חשבונה.

<sup>161</sup> ס' 88 לחוק החברות מפנה לנושאים המנויים בס' 87 לחוק, העוסק בהצבעה באספה הכללית באמצעות כתב הצבעה, וקובע כי רק בנסיבות אלה ניתן להשתמש במנגנון הודעת העמדה. תיקון התקנון אינו נמנה בס' 87 כאחד הנושאים שבעניינם בעלי המניות רשאים להצביע באמצעות כתב הצבעה. ס' 189(1) לחוק החברות מסמיך אומנם את השר לקבוע נושאים נוספים שבעניינם ניתן להצביע באספה באמצעות כתב הצבעה, אך כפי שניתן ללמוד מעיון בתק' 2 לתקנות הצבעה בכתב, לעיל ה"ש 160, השרה נמנעה מלהוסיף את תיקון התקנון לנסיבות שבהן ניתן להשתמש בכתב הצבעה. עם זאת ס' 87(א)(4) מסמיך את האספה הכללית לקבוע בתקנון החברה, כי תיערך הצבעה בכתב בנוגע ל"כל נושא אחר שנקבע לגביו בתקנון או לפיו, כי החלטות האספה הכללית יתקבלו גם בדרך של כתב הצבעה". לכאורה אין מניעה לראות בתיקון התקנון "נושא" לצורך ס' 87(א)(4) לחוק, וממילא האספה יכולה לקבוע שהצבעה בנושאים נוספים, דוגמת נושאים שבהם היא קנתה סמכות לפי ס' 58 לחוק, ייערכו באמצעות כתבי הצבעה.

<sup>162</sup> תק' 8(א) לתקנות הצבעה בכתב, לעיל ה"ש 160, קובעת כי "הודעת העמדה תיערך בשפה בהירה תמציתית פשוטה ומובנת, היא תכלול לא יותר מ- 500 מילים לכל נושא שעל סדר היום".

<sup>163</sup> ראו דב סלומון "אדישות רציונלית של בעלי מניות: כיצד לעורר את ציבור המשקיעים מתרדמתו?" עיוני משפט לט 317, 358 (2016) ("אכן, היקף השימוש במנגנון הודעות העמדה בישראל מצומצם מאוד: בשנת 2012 שלחו בעלי מניות רק 14 הודעות עמדה מטעם; בשנת 2013 ניצלו בעלי המניות את מנגנון הודעות העמדה 10 פעמים בלבד; ובשנת 2014 ירד היקף השימוש של בעלי המניות במנגנון זה לשפל של 7 הודעות עמדה"; יובהר כי בנתונים אלה נכללות לא רק הודעות בעניין מינוי או פיטורין של דירקטורים, אלא הודעות העוסקות במכלול הנושאים שחוק החברות מאפשר לכלול בהודעות מסוג זה).

הנה כי כן, חרף העובדה שהחוק הישראלי מעניק זכויות רבות לבעלי המניות, הרי מערך האיזונים והבלמים הקבוע בחוק מציב חסמים משמעותיים בפני הגשת הצעות בעלי מניות *מחייבות* בנושאי אקלים. אולם גם אם המשקיעים המוסדיים חוששים מהתערבות גסה מדי בענייני החברה בכל הנוגע לטיפול בהתמודדות עם משבר האקלים, עדיין אין בכך כדי למנוע מהם מלהביע את רצונותיהם בצורה לא-מחייבת ובדומה למודל האמריקני להצעות בעלי מניות. כפי שהסביר פרופ' אוריאל פרוקצ'יה, שמילא תפקיד מפתח בכתיבתו של חוק החברות החדש, עצם העובדה שהאספה הכללית אינה האורגן המוסמך לקבלת ההחלטות בחברה אין בה כדי למנוע מבעלי מניות להעלות הצעות לא-מחייבות בעניינים הקשורים לניהול התאגיד על סדר יומה של האספה הכללית.<sup>164</sup> עמדה זו עולה בקנה אחד עם הוראות חוק החברות, משום שאין בהעלאת הצעות לא-מחייבות משום פגיעה מצד האספה הכללית בסמכותו של אורגן אחר, ובלבד שההצעות עוסקות בנושא המתאים להיות נדון באספה, כמצוות סעיף 66 לחוק החברות.

חרף האמור, איננו מודעים לשימוש בהצעות לא-מחייבות מצד הגופים המוסדיים בישראל על מנת לקדם נושאי אקלים.<sup>165</sup> אנו אף איננו מודעים לשימוש בכלי של הצבעות נגד מינויי דירקטורים כדי לדחוף חברות לעבר אימוץ אפיקי פעילות וייצור בני-קיימה, או לקמפיינים למינוי מועמדים לדירקטוריון המזוהים עם פעילות "ירוקה".<sup>166</sup> כמו כן, יש לציין כי אין בישראל נוהג של התדיינות באספה הכללית (ייתכן שהדבר נובע בין היתר מהדומיננטיות של בעלי השליטה בישראל שאפיינה את השוק הישראלי עד לשנים האחרונות, דומיננטיות שהיתרגמה גם לשליטה חזקה באספה הכללית), ואף לא של העלאת הצעות לסדר היום שאינן כוללות הצבעה. ובכל זאת, הימנעות מניסיונות להגיש הצעות לא-מחייבות או לנהל דיון בנושאי אקלים מעוררת תמיהה, לנוכח הראיות מן העת האחרונה על הפעילות האקטיביסטית של הגופים המוסדיים הגדולים בישראל בכל הנוגע למינוי דירקטורים (להבדיל למשל ממקביליהם בארצות הברית, המאופיינים בפסיביות והנמנעים לחלוטין מליזום מינויים לדירקטוריון).<sup>167</sup> אם הגופים המוסדיים מביעים נכונות להיות פעילים במינוי חברים לדירקטוריון, החלטה שהיא קריטית בחיי התאגיד, מדוע הם נרתעים משימוש בכלים רכים יותר להשפעה על ההנהלה לטובת קידום פעילות פרו-סביבתית?

הסבר מרכזי שבו דנו בהרחבה בהקשר האמריקני נוגע להיעדר התמריצים של הגופים המוסדיים הגדולים לפעול באופן שמעניק מקום משמעותי לשיקולים אקלימיים, ובכלל זה היעדר נכונות של הגופים המוסדיים לשאת בעלויות שייצורו עקב מעבר לדפוסי פעילות בני-קיימה. עלויות אלו כוללות בין היתר ירידה אפשרית

<sup>164</sup> אוריאל פרוקצ'יה דיני חברות **חודשים לישראל** 263 (1989).

<sup>165</sup> ממצא זה מקבל חיזוק משמעותי נוסף משורה של ראיונות שערכנו עם בכירים בגופים המוסדיים, שממצאיהם מתוארים בהרחבה בסעיף הבא.

<sup>166</sup> לניתוח הממצאים האמפיריים הנוגעים לסוגיה זו, ראו אקשטיין וקסטיאל, לעיל ה"ש 130.

<sup>167</sup> ראו חמדני וקסטיאל, לעיל ה"ש 87.

בתשואות (לפחות בטווח הקרוב), עלויות הקשורות להתעמקות במודל העסקי הספציפי של כל חברה (מהלך שהוא יקר ומורכב עבור גופים מוסדיים בעלי החזקות משמעותיות רבות, ואשר עשוי בתורו להביא לעלייה בפרמיה הנגבית מן העמיתים) וכן עלויות מוניטין שהן תוצאה של התערבות גסה מדי בניהול החברה. כפי שנראה מיד, חששות אלו מתעוררים – וביתר שאת – גם בקונטקסט הישראלי.

### 3. הסברי הגופים המוסדיים להיעדר האקטיביזם בענייני אקלים

כדי לבחון לעומק את חידת היעדר האקטיביזם של גופים מוסדיים ישראלים בענייני אקלים ערכנו שמונה ראיונות עומק עם בכירים העובדים (או שעבדו בעבר) בגופים מוסדיים שונים (ובכלל זה קרנות פנסיה, חברות ביטוח וקרנות נאמנות) או שיעצו לגופים אלו, ולהם היכרות מעמיקה עם עולם שוק ההון והדינמיקות המאפיינות אותו. המרואיינים שעימם שוחחנו הם בעלי תפקידים מגוונים, ובכלל זה בתחומי ניהול השקעות, ייעוץ משפטי וייעוץ בענייני ממשל תאגידי. כמו כן, אחד המרואיינים עומד בראש ארגון חברתי, העוסק בין היתר במחויבות של תאגידים לעקרונות ה-ESG. מחצית מן הראיונות נערכו מאמצע חודש יולי ועד אמצע חודש אוגוסט 2022, והשאר נערכו בחודש מרץ 2023. על מנת ליצור שיח חופשי, נאמר למרואיינים בתחילת השיחות כי שמותיהם ותפקידיהם לא יצוינו ברשימה זו.

הגם שאין מדובר במדגם רחב של מרואיינים, עלו בשיחות כמה תמות חוזרות המעידות בבירור על שורה של חסמים בולטים להיעדר אקטיביזם בנושאי אקלים, שאף עלולות בקנה אחד עם מה שמוכר לנו מהספרות התאורטית שעסקה בנושא. כמו כן, מובן שהניתוח שלנו כאן מכיר במגבלות של מחקר איכותני בכלל,<sup>168</sup> ודאי כאשר מדובר בראיונות הנערכים עם גורמים שלהם אינטרס בהצגת בתי ההשקעות שבהם הם מועסקים כמי שנוהגים בצורה אחראית ונאותה בנוגע לפעילות (או היעדר הפעילות) שלהם בהקשרי סביבה ואקלים. כדי לצמצם את החשש באשר לאמינות הממצאים וכדי לאפשר למרואיינים להתבטא בצורה חופשית, בחרנו כאמור לראיין בעלי תפקידים שונים בבתי ההשקעות, כמו גם בעלי תפקידים לשעבר, וכן בחרנו שלא לציין את שמותיהם במאמר. זאת ועוד, אנו מבקשים לעמוד על המקומות שבהם דברי המרואיינים עולים בקנה אחד עם הספרות התאורטית המוכרת שנסקרה ועם התפתחויות עדכניות המוכרות לנו מהמעקב אחר שוק ההון. יתר על כן, גם בהינתן המגבלות של המחקר האיכותני, אנו סבורים כי בהיודעות לעמדות הגופים המוסדיים בעניין קיום פעילות אקטיביסטית בנושאי אקלים (או היעדרה) והסיבות לכך יש ערך לא-מבוטל, והיא מאפשרת למעצבי המדיניות לגזור מסקנות על השינויים המבניים הנדרשים בשוק ההון. על כן, ניגש עתה לדון במסקנות המרכזיות שעלו מהראיונות.

<sup>168</sup> לניתוח המגבלות הללו, ראו למשל אשר שקדי מילים המנסות לגעת: מחקר איכותני – תיאוריה ויישום 242-227 (2004); דפנה הקר "מחקר אמפירי של המשפט: הערות-אזהרה אוהדות על המגמה העכשווית" עיוני משפט לד' 327, 339-340 (2011).



## (א) היעדר מנדט מהחוסכים לשינוי אסטרטגיית ההשקעות

כפי שהוסבר בפתח הרשימה, אפשר להבחין בין פעילות אסטרטגית של משקיעים המתנהלת באמצעות יציאה מהשקעה (exit) לבין פעילות המתנהלת באמצעות שימוש בזכויותיהם כבעלי מניות בחברה הספציפית (voice).<sup>169</sup> באשר לאסטרטגיה של משיכת השקעות, שיחות שערכנו עם בכירים בגופים המוסדיים הישראליים העלו כי הם חשים אי-נוחות ממתן משקל לשיקולים פרו-סביבתיים במסגרת עיצוב תיקי ההשקעות. תפיסה זו, כך עלה, אינה נובעת מאדישות של הגופים המוסדיים למשבר הסביבתי, אלא מתפיסה שלפיה הם אינם השחקנים המתאימים להוביל את המאבק החברתי בנושא זה לאור השלכות הרוחב המשמעותיות שלו.

מהשיחות עולה בבירור, כי הגופים המוסדיים תופסים את תפקידם כתפקיד המחייבם לשים דגש עיקרי – ואולי בלעדי – על מקסום תשואות לחוסכים כדי לוודא שהם יוכלו לפרוש לפנסיה בכבוד. לשיטתם, מומחיותם של הגופים המוסדיים בניהול כספים וההבטחה למקסום התשואה מהם בעתיד היא שהובילה את ציבור החוסכים להפקיד את כספו בידי בתי ההשקעות, ולא היכולת שלהם לקדם ערכים חברתיים. לכן, החלטה להתמקד בהשקעות חברתיות יוצרת דילמות קשות עבור הגופים המוסדיים, ובראשן השאלה אם הם יכולים לוותר על תשואות עבור החוסכים שלהם כדי לקדם סוגיות אקלימיות.<sup>170</sup> כך למשל, היציאה של משקיעים אמריקניים ואירופיים מהשקעות מסוימות יכולה ליצור הזדמנויות להשקעה בתחום הדלקים המאובנים. לאלו נוספים גם תהליכי הפרטת תחנות הכוח שעוברת חברת החשמל הישראלית,<sup>171</sup> היוצרים הזדמנויות עסקיות חדשות בתחום החשמל. האם על הגופים להימנע מהשקעות אלו לחלוטין "ולשלם" בתשואות החוסכים לפנסיה?

הדגש ששמים הגופים המוסדיים על הצורך לאפשר לחוסכים לפנסיה לפרוש בכבוד (ודאי על רקע החששות הגוברים מהעלייה ביוקר המחיה בישראל) הוא מעניין במיוחד, ומעיד על מורכבות הסוגיה. בפרט, טיעון זה ממסגר את הדילמה שמולה ניצבים הגופים המוסדיים לא ככזו המחייבת אותם לבחור בין ערכים כלכליים (או תשואות) לערכים חברתיים, אלא כדילמה המחייבת אותם לאזן בין ערך חברתי חשוב מסוג אחד (שמירה על האקלים) לבין ערך חברתי חשוב אחר (הזכות להזדקן בכבוד). עוד עולה מהשיחות שערכנו עם נציגי המשקיעים המוסדיים, כי ככל שהשיקולים האקלימיים מוצאים את דרכם לסל השיקולים של ועדת ההשקעות של הגוף, הם עולים

<sup>169</sup> ראו דיון לעיל ליד ה"ש 3.

<sup>170</sup> במאמר מוסגר נעיר, כי שקילת שיקולים סביבתיים במסגרת הרכבת הפורטפוליו, מבלי שהדבר ייעשה לאחר קבלת הסכמה מפורשת מצד מפקידי כספי החיסכון, אכן מעוררת שאלות מורכבות בכל הנוגע לעמידה של הגופים המוסדיים בחובות האמון שהם חייבים לחוסכים. לדיון מעמיק בסוגיה זו ובעמדות שונות שהובעו בספרות בעניינה, ראו בן ציון, לעיל ה"ש 2.

<sup>171</sup> אבי בר-אלי "הרפורמה החדשה בחברת החשמל: 3,500 יפוטרו, 60% מהתחנות יופרטו" *TheMarker* (11.12.2016) <https://www.themarket.com/dynamo/2016-12-11/ty-article/0000017f-ef2a-d8a1-a5ff-ffaa9aaa0000>.

לדיון בעיקר בהקשר של מדיניות בקרת הסיכונים של הגוף המוסדי. חברות מזהמות נתפסות כחברות מסוכנות יותר. בנוגע לרבות מהן יש חשש מפני סיכונים שיפגעו במחיר המניה, דוגמת אירועי דליפה של דלק מחד גיסא או תגובה רגולטורית שתגביל את פעילותן של חברות מזהמות מאידך גיסא. התממשות סיכונים אלו צפויה להשפיע ישירות על מידת הסחירות של המניה או על יכולתה לגייס חוב בזול, ובכך לפגוע במשקיעים המחזיקים במניות החברות הללו. ואולם ההתייחסות לשיקול האקלימי נובעת כאמור מתוך הערכת הסיכונים הכלכליים שבהשקעה, דהיינו ממניע אינסטרומנטלי, ולא מתוך תפיסה שלפיה קידום סוגיות הנוגעות לאיכות הסביבה הן בעלות ערך עצמאי.<sup>172</sup> על כך יש להוסיף, שככל שהסיכוי להתערבות רגולטורית שתגביל את פעילות החברות הוא נמוך יותר (לפחות בטווח הזמן הקרוב או הבינוני), כך גדלה הנטייה של הגופים המוסדיים להעניק משקל מצומצם יותר לחשיפות הנובעות מסיכונים אלו.

חשש נוסף שחלק מנציגי המשקיעים המוסדיים מעלים הוא מריכוז הכוח והשלכות הרוחב שעשויות להיווצר בעקבות פעילות משמעותית יותר שלהם בתחומי האקלים. השוק של בתי השקעות בישראל מובל ברובו בידי כעשרה שחקנים עיקריים, המרכזים בידיהם כוח שוק גדול במיוחד.<sup>173</sup> בהיעדר אסדרה ברורה של אמות מידה שלפיהן יש לשקול שיקולים סביבתיים בבניית הפורטפוליו, פעילות הגופים המוסדיים בנושא זה תביא בפועל לריכוז כוח משמעותי ביותר בידיהם. שינויים הקשורים למשבר האקלים יגררו אחריהם בהכרח תמורות גדולות בעולמות הצריכה והתעסוקה – מוצרים מסוימים יעלמו מן המדפים, ומפעלים מזהמים יידרשו לסגור את שעריהם. אם כלל הגופים המוסדיים ינקטו דפוסי פעולה דומים, דוגמת נטישת השקעות בתחום הדלק, האפקט על התעשייה עתיד להיות חריף אף יותר. לכן יש חשש פרקטי כי הגופים המוסדיים אינם מוצבים בנקודה טובה מספיק על מנת לקבל את ההחלטות הללו, לאור היעדר המומחיות שלהם בנושאי אקלים; כמו כן נטען – מהבחינה הנורמטיבית – שלא ראוי שהם יהיו מי שיובילו תהליכים חברתיים בעלי השלכות רחב כה משמעותיות.

### (ב) חששות הנוגעים לתחרות בין גופים מוסדיים

מרבית המרוויינים הדגישו כי שוק הפנסיה וקופות הגמל בישראל הוא תחרותי במיוחד, לאור יכולת הניוד המהירה בין הקרנות והעובדה שבשוק פועלות כמה חברות המאמצות אסטרטגיה תחרותית אגרסיבית. זאת ועוד, הקרנות נוהגות למסור דיווחים על ביצועי הקופה ועל התשואות שהיא הניבה לחוסכים, ונתונים אלו מפורסמים

<sup>172</sup> לניתוח מקיף של התפיסה האינסטרומנטלית של קפיטליזם של בעלי עניין, המראה כי היא אינה שונה מהותית מהתפיסה הקלאסית הדוגלת במיקסום רווחי בעלי המניות, ראו *Bebchuk, Kastiel & Tallarita, Enlightened Shareholder Value*, לעיל ה"ש 119.

<sup>173</sup> רשות ניירות ערך, המחלקה הכלכלית התפתחויות בניהול כספי הציבור בישראל בעשור האחרון והשלכותיהן על שוק ההון 19-14 (2020) [https://www.isa.gov.il/GeneralResearch/179/Documents/Institutional\\_Developments\\_Heb.pdf](https://www.isa.gov.il/GeneralResearch/179/Documents/Institutional_Developments_Heb.pdf).

בעיתונות הכלכלית וזוכים לחשיפה ניכרת.<sup>174</sup> דיווחים אלו, שמבוססים על נתונים כלכליים (ולא למשל על פעילות למען האקלים או על מדדים חברתיים אחרים), רק מעצימים את התחרות שבין הקרנות. כפי שניסח זאת אחד המרואיינים, "כל מה שמעניין את התעשייה זה להיות מקום ראשון בתשואות". תשואות גבוהות יותר משמעותן יכולת שיווק אפקטיבית יותר של הקרן, וכך גם פנייה לקהל רחב יותר של לקוחות.

לדיווחים החודשיים על ביצועי הקרנות ועל הניידות הרבה של החוסכים בהעברת הפנסיות יש השפעה חריפה במיוחד על התמריץ של הגופים המוסדיים לפעול למען דפוסי פעילות בני-קיימה. הצורך במתן דיווחים תכופים על תשואות ההשקעות מביא לכך שהגופים המוסדיים בוחנים יותר את הצמיחה בהשקעה לטווח הקצר, ומייחסים משקל מופחת לסיכונים לטווח הארוך. משבר האקלים הוא כידוע סיכון "נבנה", המתעצם לאורך הזמן, והוא יורגש בצורה חריפה יותר בעתיד ולא במועד הדיווח הבא של המשקיעים. על כן, הערך העכשווי של המשבר הוא זניח יחסית בעיני הגופים המוסדיים, ולכן החשש מהתממשות הסיכון אינו מתמרץ אותם לפעול משמעותית נגדו.

היחס הפחות של הגופים המוסדיים לסיכונים אקלימיים נובע לא רק מהטיה, ששמה דגש חזק יותר על סיכונים קרובים, אלא בעיקר מהעובדה שהם אינם מזהים ביקוש גדול לשינוי התנהגות מצד החוסכים. אחד הבכירים שעימם שוחחנו אף ציין בפנינו, כי בית ההשקעות שבו הוא עובד ערך סקרים מול לקוחות שבהם הם התבקשו לדרג את העדפות ESG מול תשואות, והתוצאות העידו על העדפות זניחות לקידום ESG. מסקנות אלו עולות במידה רבה בקנה אחד גם עם ניסוי שערך אחד מכותבי רשימה זו בארצות הברית, שממנו עלה כי שיעור של 44%-55% מהמשתתפים בניסוי מעדיפים להשקיע בפורטפוליו "רגיל" ומבוזר, ואינם מוכנים לוותר ולו על סכום קטן מאוד כדי להשקיע בפורטפוליו המדיר חברות שאינן עומדות בסטנדרטים של ESG.<sup>175</sup> המסקנות עולות בקנה אחד גם עם ניסויים קודמים אחרים, שמהם עולה כי ישנן קבוצות "עקשניות" של צרכנים שמסרבים לשלם כל פרמיה עבור רכישת מוצרים שהסטנדרט הסביבתי שלהם גבוה יותר.<sup>176</sup>

הביקוש המוגבל מחזק את החשש לתועלות מצומצמות שלהן יזכו בתי השקעות שכן יבחרו לפעול בצורה אקטיביסטית בנושאי סביבה. לכן נדמה, כי בעת הנוכחית

<sup>174</sup> ס' 35 לחוק הפיקוח על שירותים פיננסיים (קופות גמל), התשס"ה-2005 (דיווח לעמיתים). כן ראו למשל מיכל פלטי "אלטשולר שחם חזר להוביל – ומי בתחתית? אלה תשואות קרנות ההשתלמות לחודש יולי" **TheMarker** (15.8.2022) <https://www.themarker.com/markets/2022-08-15/ty-article/premium/00000182-a1c7-d2ee-a1f6-fdfff80b0000?its=1660745208513>

<sup>175</sup> Scott Hirst, Kobi Kastiel & Tamar Kricheli-Katz, *How Much Do Investors Care About Social Responsibility* (ECGI Law Working Paper No. 674/2023, 2023) (manuscript at 33-35), [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=4115854](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=4115854)

<sup>176</sup> Jeffrey R. Blend & Eileen O. van Ravenswaay, *Measuring Consumer Demand for Ecolabeled Apple*, 81 AMER. J. AGRIC. ECON. 1072 (1999)

ספק רב אם התרחש תנועה משמעותית של צרכנים אל עבר בתי השקעות שישקיעו בפעילות אקטיביסטית בנושאי אקלים, תוך נטישה של בתי השקעות שלא יעסקו בפעילות שכזו, כך שהפעילות תהפוך למוצדקת מהבחינה הכלכלית.

מעניין לציין, כי הן נציגי הגופים המוסדיים והן נציג הארגון החברתי שעמם שוחחנו טוענים שבישראל עדיין אין רואים ביקוש משמעותי לתיקי השקעות שבניהולם מעורבים שיקולים סביבתיים מצד משקיעי הקצה, אשר עדיין נוטים לייחס את מרב המשקל לשורת הרווח. סקר עדכני מראה כי אף על פי ששיעור לא-מבוטל מהציבור בישראלי מוטרד ממשבר האקלים, נכונותו לבצע פעולות בעצמו לצורך שיפור איכות הסביבה פוחתת משמעותית כאשר פעולות אלו כרוכות בהוצאה כספית ישירה.<sup>177</sup> ייתכן שהדבר נובע מהעובדה שהציבור בישראל חשוף לאיומים קיומיים, דוגמת האיום הביטחוני, שנתפסים בעיניו כמידיים יותר מאשר משבר האקלים, או לאור טרדות כלכליות הנוגעות ליוקר המחיה בישראל.<sup>178</sup> סיבה נוספת היא שישיראל מרוחקת ממדינות מפתח שמקדמות נושא זה, והיא לכאורה מדינה קטנה שתרומתה לבעיית האקלים זניחה (אף על פי שכמות הפליטות העולמיות של ישראל גבוהה פי שלושה משיעורה באוכלוסיית העולם).<sup>179</sup>

חיזוק נוסף לחששות התחרותיים של הגופים המוסדיים נובע מכך שמשיכת השקעות מסקטור רווחי דורשת שתהיה פעולה משותפת בין הגופים המוסדיים. ללא פעולה משותפת ותיאום כאמור – דהיינו בהיעדר הבטחה מצד כל משקיע למשיכת ההשקעות מחברות מזהמות (שמעלה קושי מהזווית של דיני ההגבלים העסקיים)<sup>180</sup> או

<sup>177</sup> דפנה אבירם-ניצן והילה שואף-קולביץ ישראל 2050 כלכלה משגשגת בסביבה מקיימת – סקרי עמדות הציבור בנושא משבר האקלים 10-11 (המשרד להגנת הסביבה והמוכון הישראלי לדמוקרטיה, 2021) <https://www.idi.org.il/media/16434/surveys-of-public-opinion-on-climate-change.pdf>. עוד עלה מהסקר, כי טווח ההתייקריות שהמשיבים מוכנים לספוג על מנת להפחית פליטות מזהמות עומד על 9%-12%, אם כי עורכי הסקר הבהירו כי "יש להתייחס לשיעורי ההתייקריות שהצרכנים היו מוכנים לספוג בזהירות, מאחר שלרוב יש פער בין הצהרה בסקר לבין המציאות בפועל" (שם, בעמ' 12).

<sup>178</sup> ראו למשל נדן פלדמן "אקלים? כאילו שחסרות לנו צרות" TheMarker (7.10.2019) <https://www.themarker.com/magazine/2019-10-07/ty-article-magazine/premium/0000017f-dc26-df62-a9ff-dcf701dd0000?lts=1681475195488>; ליטל סמט "אקונומיסט: תל אביב היא העיר היקרה ביותר בעולם" כלכליסט [https://www.calcalist.co.il/world\\_news/article/b1wgx5ety](https://www.calcalist.co.il/world_news/article/b1wgx5ety) (1.12.2021) פלדמן, לעיל ה"ש 178.

<sup>179</sup> ראו ס' 2 (א) לחוק התחרות הכלכלית, התשמ"ח-1988, הקובע כי "הסדר כובל הוא הסדר הנעשה בין בני אדם המנהלים עסקים, לפיו אחד הצדדים לפחות מגביל עצמו באופן העלול למנוע או להפחית את התחרות בעסקים בינו לבין הצדדים האחרים להסדר, או חלק מהם, או בינו לבין אדם שאינו צד להסדר". אפשר בהחלט לטעון כי הימנעות של משקיעים מוסדיים מהשקעה בסקטור מסוים עשויה לעלות כדי "הגבלה עצמית" כמשמעותה בחוק התחרות הכלכלית, ועל כן עריכתה במסגרת הסכם עשויה לעורר קשיים מתחום ההגבלים העסקיים. מובן שתחולת הסעיף תצטרך להיבחן תוך מתן משקל בין היתר לאופי הכבילה, למידת התיאום בין הגופים באשר למשיכת ההשקעות

אסדרה של נושא משיכת ההשקעות והשיקולים המנחים בהם – יש חשש בקרב כלל המשקיעים המוסדיים כי אחד מהם יסטה מדפוס ההשקעה החברתי על מנת לזכות ברווחים ייחודיים על חשבון מתחריו.<sup>181</sup> בשוק תחרותי, שהצרכנים החוסכים בו מונעים בעיקר מתוך רצון למקסם את התשואות שבהן הם יזכו, הפסד זה הוא משמעותי במיוחד ולכן מכתוב התנהגות אסטרטגית טבעית שבמסגרת שיקוליה שמה דגש רב על מקסום רווחים.

כך למשל, בית ההשקעות אלטשולר שחם החליט בסוף שנת 2021 להפחית את החשיפה שלו בסקטור הנפט הגז, ומנגד להגדיל את השקעותיו בתחום האנרגיה המתחדשת. בפועל, כבר באמצע שנת 2022 היה אפשר לומר כי החלטה זו גררה תשואות נמוכות יותר עבור אלטשולר שחם לעומת בתי השקעות אחרים שהחזיקו במניות של חברות מסקטור האנרגיה המזהמת, עם עלייה של יותר מ-36% בשווי של מדד ת"א-נפט וגז.<sup>182</sup> התשואות השליליות של בית ההשקעות, שבחלקן נבעו ממדיניות ההשקעה שתוארה לעיל, הביאו לפדיונות של עשרות מיליארדי שקלים מאלטשולר שחם, שהגיעו לשיא שלילי של 5.5 מיליארד שקל ביוני 2022.<sup>183</sup> ברבעון הראשון של שנת 2023 חזרו באלטשולר שחם להשקיע גם בחברות העוסקות בדלקים פוסיליים, תוך נימוק ש"החרמה גורפת של חברות או סקטורים אינה מסייעת בהכרח לחולל שינוי חיובי".<sup>184</sup> ניסיון זה מסייע להבנת החשש של הגופים המוסדיים, שגם אם הם יבחרו למשוך השקעות מסקטורים מזהמים, ההשפעה של משיכת ההשקעות על ידם תשפיע השפעה מוגבלת בלבד על שחקנים אחרים – מתחרים וצרכנים – ועשויה להותיר אותם עם תשואות נמוכות מבעבר.

ולהשפעתה בפועל על היקף התחרות בין המשקיעים שמשכו את השקעותיהם, ואף על התחרות שבין המשקיעים שמשכו את השקעותיהם לבין בתי השקעות שאינם צד להסדר. נעיר כי גילוי דעת 1/19, לעיל ה"ש 137, נוגע רק לשיתופי פעולה שאינם בתחום התחרות, דוגמת שיתופי פעולה במסגרת האספה הכללית, ולכן נראה ששיתופי פעולה בנוגע לבחירת החברות שבהן ישקיעו הגופים המוסדיים חורג מגילוי הדעת – שכן הוא מהווה הסכם "בתחום התחרות" (בחירת החברות להשקעה).

זהו למעשה ביטוי של הבעיה הקלאסית שבניתוח הכלכלי של הפעולה המשותפת, וראו  
181 MANCUR OLSON, THE LOGIC OF COLLECTIVE ACTION – PUBLIC GOODS AND THE THEORY OF GROUPS 5-8, 21, 41-42 (2nd ed. 1971).

רועי ויינברגר ובר לביא "אלטשולר שחם מציג: הבחירה באנרגיה ירוקה לא השתלמה, וגם לא המעבר מסין לארה"ב. כך נמחקו כל רווחי 2021" **גלובס** (18.7.2022) [https://www.globes.co.il/news/article.aspx?did=1001418295#utm\\_source=Apps&utm\\_medium=SharedTo](https://www.globes.co.il/news/article.aspx?did=1001418295#utm_source=Apps&utm_medium=SharedTo)

183 מיכל פלטי "אחרי הפדיונות ונטישת הלקוחות: אלטשולר השיג תשואה גבוהה ביולי" **TheMarker** (1.8.2022) <https://www.themarker.com/markets/2022-08-01/ty-article/premium/00000182-557f-d9b3-a1a2-55ff0e3e0000>

184 אסא ששון "אלטשולר שחם כבר לא ירוק: השינוי בתיק של בית ההשקעות – והסיבות לו" **TheMarker** (16.5.2023) <https://www.themarker.com/markets/2023-05-16/ty-article/highlight/00000188-23a3-df77-afe9-6be7b80e0000>

## (ג) חששות הנוגעים לצורך בביזור השקעות

סיכון נוסף הקיים במשיכת השקעות המטריד את הגופים המוסדיים הוא ההפיכה של תיק ההשקעות שלהם למבוזר פחות. ביזור ההשקעות על פני סקטורים שונים מגן על הגופים המוסדיים ועל החוסכים שכן הוא מצמצם את הסיכון שהם חשופים לו בכל סקטור וסקטור, כך שגם אם מחיר המניות מסקטור אחד ייפול, ההשפעה שלו על שווי התיק הכולל תהיה נמוכה יחסית. ההשפעה הישירה של משיכת השקעות היא צמצום הביזור של הגופים המוסדיים וחשיפה גבוהה יותר לסיכון בסקטורים מסוימים: נטישת חברות מזהמות משמעותה שהגופים המוסדיים אינם חשופים אליהן, וכן בסקטורים אחרים הנמצאים בתיק ההשקעות מקבלים משקל רב יותר בשווי התיק הכולל. המשמעות היא חשיפה גבוהה יותר לסיכונים של הסקטורים הקיימים, לאור צמצום הסקטורים שבהם הגוף המוסדי מעורב. בכך ההשקעה האסטרטגית מנוגדת כמוכן לרפוס הפעילות הרגיל של הגופים המוסדיים.<sup>185</sup>

תימוכין נוספים לחשש מירידה בביזור תיקי ההשקעה מצאנו דווקא בריאיון עם נציג הארגון החברתי. הנציג מיקד את דבריו בין היתר בכך שמבנה המשק הישראלי כולל כ- 125 חברות גדולות, ואילו החברות האחרות הן קטנות יותר מבחינת היקף הפעילות שלהן. לכן יש קושי ניכר להתבסס על תיק המורכב אך ורק מחברות גדולות שאימצו אסטרטגיית ESG באופן מובהק. עובדה זו מחריפה את הקושי שבהיעדר גיוון בתיק, וחושפת את הגופים המוסדיים לסיכונים ייחודיים גבוהים יותר.

לבסוף, אפשר לתהות אם ההסברים השונים שהוצעו עד כה בדבר היעדר הביקוש מצד המשקיעים הישראליים, הסיכון לביזור התיק וגודל השוק אינם קשורים זה בזה. בהינתן ההשפעה המצומצמת יחסית של החברות הישראליות על משבר האקלים, כאשר היא מושווית להשפעה של חברות הענק הפועלות בשווקים הגדולים של ארצות הברית (ומדינות נוספות) – נראה שיהיה קשה יותר לרתום את המשקיעים ליצירת לחץ אקטיבי לעריכת פעילות אקטיביסטית בחברות הללו. ייתכן שיש בכך כדי להסביר, לצד ההסברים האחרים שהועלו, מדוע המשקיעים המוסדיים ממאנים לקדם משיכת השקעות והצעת אפיקי השקעה "ירוקים" ללקוחותיהם.

<sup>185</sup> ריאיון שהעניק גילעד אלטושולר, מנכ"ל משותף ומייסד של בית ההשקעות אלטושולר שחם, לדה-מרקר הציף קושי נוסף הכרוך בהסטה מסיבית של השקעות למדרת ת"א קלינטק. לשיטתו, מאחר שהשוק הישראלי הוא קטן ולאור הסחירות הנמוכה של מדרת ת"א קלינטק, יש חשש שקניית כמות משמעותית של מניות אלה בשוק הסחיר תקפיץ את מחיר המניות, וגם המימוש בבוא העת יעלה לבית ההשקעות בצניחת המחיר ובמחיקת חלק מהתשואה. ראו איתי פת-יה ואס ששון "גילעד אלטושולר: "אם חלילה 70% מהחיסכון הפנסיוני יימחק – אולי תגידו שהיה זקן אחד שהזהיר" *TheMarker* (21.8.2022) <https://www.themarker.com/markets/2022-08-21/ty-article-.magazine/.highlight/00000182-bc02-d018-adae-bd1e61050000>

(ד) תפיסת השקעה פסיבית, ניגודי עניינים והיעדר תמריצים כלכליים לאקטיביזם אקלימי

הנימוקים שהובאו עד כה להיעדר האקטיביזם של הגופים המוסדיים בתחומי האקלים הם רלוונטיים בעיקר לאסטרטגיה מסוג משיכת השקעות מחברות מזהמות. אך למעט הנימוק הנוגע להיעדר הביקוש לפעילות אקלימית מצד המשקיעים, הם אינם יכולים לספק הסבר מלא מדוע הגופים המוסדיים נמנעים מעריכת פעילות מסוג "קול" (voice) במסגרת התאגידים שבהם הם משקיעים. על פניו אימוץ אסטרטגיה מסוג זה אינה חושפת את המשקיעים לסיכון שבצמצום הביזור של השקעותיהם. כמו כן, אפיק זה אף עשוי להיות אפקטיבי יותר בכל הנוגע להשפעתו על התנהלות חברות, לאור היכולת של הגופים המוסדיים ליצור אפיקי הידברות מול הנהלות החברות. אולם מהשיחות שניהלנו עלה כי המשקיעים המוסדיים הישראליים אינם פעילים גם במישור ההשפעה הפנים-תאגידי. כך למשל, אחד המרואיינים התייחס לכך שהגוף המוסדי שבו הוא עובד יצביע נגד מינוי דירקטורים בעיקר בהקשר של היעדר גיוון מגדרי (אמירה שנתמכת בהצהרות שנופקו מצד משקיעים מוסדיים בתקשורת),<sup>186</sup> של כהונה במקביל בכמה דירקטוריונים או כאשר נמצאו פגמים בעבודת ועדות האיתור. עם זאת לא נראה שהמשקיעים המוסדיים ידחפו בצורה אקטיבית למינוי של דירקטורים בעלי רקע בתחום הגנת הסביבה. נוסף על הימנעות מהצעת מועמדים פרו-סביבתיים לדירקטוריון, מרבית הגופים המוסדיים מגבילים את האינטראקציה עם התאגידים הנסחרים לנושאים העולים באספות הכלליות, ונמנעים מפנייה לחברות בנושאים שאינם עולים לאספה הכללית וכן מהעלאת אקטיביות של נושאי אקלים לסדר יומה של האספה, כאמור לעיל.

כיצד ניתן להסביר את המגמות האמורות, המצביעות על פסיביות של המשקיעים המוסדיים? ראשית, משקיעים מוסדיים נוטים להתאפיין בהעדפה כללית שלא להתערב יתר על המידה בניהול החברה, ואין כוונתם ליזום פעולות הכוללות כבילה משמעותית מדי של שיקול דעת ההנהלה או הדירקטוריון. הדבר נובע כאמור בעיקר מתפיסה כללית שלפיה יש הבחנה ברורה בין ניהול השקעות לבין הניהול השוטף של החברה. תחת חלוקת העבודה האמורה, המשקיעים המוסדיים תופסים את עצמם כמי שלא ראוי ואף לא רצוי שיתערבו בעניינים הנוגעים לניהול משאביה ומהלכיה העסקיים הקונקרטיים של החברה, ובכלל זה מידת המחויבות שהיא מאמצת לסוגיות אקלימיות.<sup>187</sup>

בהמשך לכך, מינוי דירקטורים בעלי מומחיות מתחום האקלים – ולא מהתחום העסקי בהכרח – עשוי להביא לפגיעה במוניטין של בית השקעות אם הדירקטור לא

<sup>186</sup> ג'נייה וולניסקי "מהפכה בפסגות: יתגדד לאישור דירקטורים בחברות בלי לפחות 20% נשים בדירקטוריון" TheMarker (5.1.2021) <https://www.themarker.com/markets/2021-01-05/ty-article/premium/0000017f-dbd5-db22-a17f-fff59e620000>.

<sup>187</sup> ראו דיון לעיל בפרק ב.3(א).

יפעל לשביעות רצונה של האספה הכללית. פעילותו של דירקטור שכזה עתידה להיות מיוחסת למשקיע שמינה אותו, ובכך היא מסכנת את בית ההשקעות. לכן, דבקות במועמדים שעליהם המליצה החברה או לחלופין הצעת מועמדים בעלי רקע בעולם העסקי או בתחום העיסוק של החברה – אלו לכאורה דרכי פעולה עדיפות מנקודת המבט של המשקיעים המוסדיים.

זאת ועוד, יש לזכור כי גם בתי ההשקעות עצמם הם חברות ציבוריות. לכן, הובלת מהלכים במסגרת החברות שבהן הם מושקעים עשויה להביא גם להעלאה של דרישות דומות בנוגע להתנהלותם שלהם, מה שמחזק את הרתיעה שלהם מקידום אקטיבי של הנושאים הללו.

שנית, המשקיעים המוסדיים, ככל גוף, פועלים במסגרת מוגבלת של משאבים. לטענת המרואינים, הלחץ התחרותי שבו נתונים בתי ההשקעות וקופות הגמל מוביל להשקעת משאבים גדולה מצידם במקסום רווחים לחוסכים. לעומת זאת, קיום הידברות או ניהול אירועים אקטיביסטיים בחברות שבהן בתי ההשקעות מחזיקים מניות דורשים השקעת משאבים בפיתוח התמחות בנושאי אקלים וביישומם בהקשרי החברות הספציפיות. שינוי זה במסגרת השקעת המשאבים מעלה כמה אתגרים באשר לדרישה ליצור קמפיינים אקטיביסטיים בהקשרי אקלים.

במונחים אסטרטגיים, ניהול של קמפיין אקטיביסטי בחברה בידי בית השקעות דורש ממנו השקעת עלויות גדולות כאמור לעיל. מנגד, התועלת שתיווצר לחברה שנוקטת אמצעים פרו-סביבתיים תחלק בצורה שווה בין כלל בעלי המניות שלה (לפי גובה החזקותיהם). התוצאה היא החצנה חיובית משמעותית של בית ההשקעות האקטיביסטי על בעלי המניות האחרים, הנהנים מהתועלת של הקמפיין מבלי לשאת בעלויותיו. החצנה זו תגרום לכך שבפועל בתי ההשקעות יעדיפו להמתין שמשקיעים אחרים יפעלו בנושאי אקלים במסגרת החברה. כפי שסיכם אחד המרואינים, המרוץ לתשואות יוצר בעיית שיתוף פעולה. גם אם יהיו עוד כמה משקיעים שיפעלו בכיוון, רוב המשקיעים לא יעשו זאת, ורק יצביעו באספות וכדומה.<sup>188</sup> זאת ועוד, הצלחת הקמפיין האקטיביסטי בחברה אינה מובטחת, ולעיתים אף צפויה לזכות בהתנגדות מצד ההנהלה ואף לפגוע במערכת היחסים שבין הגוף המוסדי להנהלת החברה; לאור עובדה זו, הסיכון שבנשיאת העלויות בלבד, מבלי שהמשקיע האקטיביסטי יזכה לראות פירות כלשהם מהקמפיין, הוא חמור במיוחד ומחריף את האפקט האמור.

כפועל, קרנות נוהגות לערוך קמפיינים אקטיביסטיים כאשר הן מזהות חוסר יעילות משמעותית של החברה, וכן אפשרות ממשית "לטלטל" את מדיניות הדירקטוריון וההנהלה, כך שהעלייה בערך המניה הצפויה לאחר הקמפיין תצדיק את ההשקעה בו גם בהינתן ההחצנה החיובית על שאר בעלי המניות. אך כפי שהוסבר, נדמה שאין בכך משום בשורה עבור מי שמעוניינים לרתום את האפיק התאגידי למלחמה במשבר

<sup>188</sup> ניתוח זה מהדהד את הניתוח הקלאסי המסביר את האדישות הרציונלית של בעלי המניות, וראו את ההפניות ואת הדיון לעיל בה"ש 13.



האקלים, שכן קבוצת החברות הלא-יעילות (שההסתברות שיפלו קורבן למתקפה אקטיביסטית היא גבוהה יותר) אינה חופפת בהכרח לקבוצת החברות המזהמות.<sup>189</sup> כמו כן, גם אם בתי השקעות יחליטו לנהל קמפיינים אקטיביסטיים בחברות, מהשיחות שערכנו עולה כי הדבר ילווה בעלייה של דמי הניהול. לטענת המשקיעים המוסדיים שוק ההשקעות וקרנות הפנסיה בישראל הוא תחרותי במיוחד, ולכן עתיד להיות רגיש לעלייה בעלויות הנדרשות לבניית התיקים והפיקוח על החברות הכלולות בהם. אכן, עיסוק אינטנסיבי ב-ESG ידרוש משאבים נוספים מצד המשקיעים המוסדיים כאמור, ועשוי להביא לעלייה של דמי הניהול שהלקוחות של בתי ההשקעות ייאצו לספוג.

לאור כל האמור, נראה כי האפיק היחידי שבאמצעותו המשקיעים המוסדיים מקדמים את נושא האקלים הוא באמצעות הידברות עם ההנהלה. בכירי המשקיעים המוסדיים ציינו כי הם אכן מקיימים הידברות מסוג זה, אך מיהרו לסייג ולומר שגם במסגרת זו הם אינם דורשים פעולה מיידית מצד החברות. הדרשה ה"רכה" לפעולה נובעת מהצורך לאפשר לשוק להסתגל לסטנדרטים החדשים הנהוגים בתחום האקלים, לאחר שנים של הזנחה של הנושא מצד האנושות כולה. כמו כן, וזהו הסבר משכנע יותר לטעמנו, היא נובעת מחוסר רצון להיגרר לעימות ישיר עם ההנהלה. השוק הישראלי הוא שוק קטן, ולכן היחסים בו בין המשקיעים המוסדיים לבין החברות הם רגישים יותר מאשר בשווקים גדולים. צעדים לא-זהירים של המשקיעים המוסדיים עשויים להביא בתורם לתגובת נגד מצד החברות, ולניסיונות להתנגד ליוזמות אחרות שחשובות יותר למשקיעים המוסדיים.

#### (ה) חוסר במידע והיעדר מומחיות בתחום האקלים

מגבלה נוספת שעלתה בראיונות שערכנו עם בכירי המשקיעים המוסדיים קשורה להיעדר מידע ומומחיות מספקים בנושאי אקלים בקרב המשקיעים המוסדיים. ראשית, סוגיות אקלימיות אינן חלק מתחומי המומחיות והעניין המסורתיים של המשקיעים המוסדיים. לכן, למידת הנושא תדרוש מהם השקעה לא-מבוטלת במשאבים הנדרשים לצורך ביצוע הערכות מבוססות בדבר גובה הסיכון המשתקף מהשקעה בסקטורים שונים. השקעה זו, גם אם היא אפשרית, עשויה לגרור לעלייה בדמי הניהול שהגוף המוסדי גובה מלקוחותיו, על כל החששות התחרותיים הנובעים מכך. שנית, רוב החברות כיום כלל אינן כוללות בדוחות שלהן התייחסות לביצועים בתחום האקלים. זאת ועוד, בעוד שבארצות הברית חברות מקימות מחלקות מיוחדות הממוקדות ב-ESG, בישראל גם בחברות המצהירות על קווי פעולה חברתיים, הדבר נעשה מבלי שיוקמו מחלקות ייעודיות לעיסוק בנושא, אשר יוכלו לספק את כל המידע הדרוש למשקיעים המוסדיים. היעדר הגילוי מקשה על המשקיעים המוסדיים לקבל החלטות

<sup>189</sup> לעניין זה, ראו את הדיון לעיל בפרק א.3.

מבוססות בעניין סיכוני האקלים שכל חברה יוצרת, ולהשוותם לסיכונים שחברות אחרות יוצרות.

טענות אלו של המשקיעים המוסדיים מקבלות משנה תוקף לאור הביקורת שהועלתה לאחרונה על אופן התפקוד של חברות העוסקות בדירוג תאגידים לפי מחויבותם לעקרונות ה-ESG. כך למשל, נחשף כי חברת MSCI, המציעה את אחד המדדים המוכרים והמובילים לאימוץ טקטיקות ESG בידי חברות, התבססה על נתונים חלקיים ולא-רלוונטיים בקביעת הדירוגים שלה בנושאי אקלים,<sup>190</sup> מה שמביא בפועל לעיוות תפריט ההשקעות שמי שמעוניינים להרכיב לעצמם תיק "ירוק" בוחרים. מקרים מסוג זה מחדדים את הקושי שעיצמו המשקיעים המוסדיים מתמודדים בהפעלת פיקוח רציף ואפקטיבי על המחויבות של החברות שבהן הם מושקעים לפעילות בת-קיימה.

בהקשר זה לקח חשוב נוסף העולה מהשוואה לשוק האמריקני הוא, כי אי-אפשר לקדם פעילות אקטיביסטית של בעלי מניות בנושאים אקלימיים-חברתיים ללא בניית מערכת גומלין (ecosystem) מתאימה, המסייעת להעברת מידע בין השחקנים השונים בשוק ההון והמהווה מנגנון לתיאום בין בעלי מניות לצורך הפעלת לחץ על הנהלות של חברות. כפי שהסברנו בהרחבה בפרק הראשון, בארצות הברית המגמה של שיתוף פעולה בין שחקנים שונים לקידום הצעות פרו-אקלימיות בולטת הרבה יותר.<sup>191</sup> כך נוצרת אותה מערכת גומלין של העברת ניסיון וידע, הבאה לידי ביטוי גם ברמת התאגיד הספציפי. בשוק קטן כמו השוק הישראלי יקר יותר לפתח מערכת גומלין שכזו, לאור הכמות המצומצמת יחסית של השחקנים הפעילים בשוק ומגבלות המשאבים של החברות הציבוריות הפועלות בו (ודאי כאשר מדובר בחברות בינוניות או קטנות).

### (1) תפיסה שלפיה הדרך המתאימה להתמודדות עם משבר האקלים היא חקיקה

לבסוף – ואולי הנימוק החשוב מכולם – הנציגים שעמם שוחחנו תולים את האחריות לקידום הסביבתיות במדינה וברשויותיה. לטעמם הדרך המתאימה ביותר לקידום הנושאים הללו היא באמצעות חקיקה מסודרת, שיכולה להתייחס גם לדפוסי השקעה מותרים ואסורים, אך תהיה בנויה כך שתגדיר אמות מידה ברורות לפעילות בנושאי אקלים במסגרת שוק ההון. מובן שהחקיקה יכולה להתייחס גם לסטנדרט הסביבתי המהותי הרצוי, דוגמת הגבלת השימוש בחומרים מסוכנים או קביעת הגבלות על זריקת פסולת. ממילא לרגולטורים יש נגישות למידע בתחומים אלו, ולהם הלגיטימציה לקבל החלטות בעלות השלכות רוחב בנושאים הללו. כך למשל הציע אחד המרואיינים, כי אם רשות שוק ההון מעוניינת בפעילות של המשקיעים המוסדיים בהקשרי אקלים, מומלץ שהיא תפרסם טבלה ברורה של יעדי ESG ותשקול גם לקיים פיקוח על עמידה של חברות בסטנדרטים אלה. זאת ועוד, ככל שהמדינה

<sup>190</sup> קאם סימפסון ואח' "חוסר אחריות: הבלוף של דירוגי הקיימות" TheMarker (23.1.2022) <https://www.themarker.com/magazine/2022-01-23/ty-article->

[.magazine/.premium/0000017f-f512-d044-adff-f7fb321e0000](https://www.themarker.com/magazine/2022-01-23/ty-article-magazine/.premium/0000017f-f512-d044-adff-f7fb321e0000)

<sup>191</sup> ראו דיון בכך לעיל ליד ה"ש 38.

תפעיל לחץ אקטיבי יותר לעמוד באמות מידה ראיות בנושאי אקלים, כך גם המשקיעים המוסדיים יוכלו לבצע פעילות משמעותית יותר למען האקלים ולהטמיע סטנדרטים של התנהלות ראויה בחברות שבהן הם מושקעים, אפילו מעבר לדרישות מכוח הרגולציה הקשיחה (beyond compliance).

המרוויינים אף קשרו את הצורך בחקיקה לחלק מההסברים שהובאו לעיל. כך, נציג הארגון החברתי שעיימו שוחחנו הביע את העמדה שלפיה לאור קוטנו של השוק הישראלי, הצורך שלו ב"דחיפה מהרגולטורים" היא משמעותית יותר מזו הנדרשת בחוץ לארץ. מרוויינים אחרים מיקדו את הדיון דווקא ברגולציה הסביבתית ולא ברגולציה הפיננסית, וטענו שהדרך המתאימה ליצור תמריצים לחברות לעבור לדפוסי פעילות בני-קיימה היא באמצעות רגולציה המגבילה את פעילותן המזדהמת, דוגמת מס פחמן, או במילותיה של אחת המרוויינות: "אם אנרגיה מזהמת זה לא חוקי, אז תוציא את זה מהחוק, ואל תשים את זה על הכתפיים של המוסדיים". המשקיעים המוסדיים מציינים כי הדרישה מהם להיות "סוכני השינוי" היא מוגזמת, ואף עשויה להביא לתגובת נגד, שתביא שוב בתורה לחוסר רצון של המשקיעים המוסדיים להתערב בענייני החברות שבהן הם משקיעים.

ואכן, לאור הפסיביות של המשקיעים המוסדיים בענייני אקלים, נראה שהרגולטורים בישראל הם מי שיוזמים בשנים האחרונות יוזמות רכות, המתמקדות לעת עתה ברגולציה לא-כופה או ברגולציית גילוי, הנוגעות לקידום מחויבותן של החברות הציבוריות הישראליות לעקרונות ה-ESG. כך למשל, רשות ניירות ערך הקימה את "פורום +35", פורום שמטרתו לקדם את שילובן של נשים בעמדות מפתח בדירקטוריונים בחברות הציבוריות. הפורום משתמש במנגנונים רכים, המבקשים לעודד התגייסות של התאגידים הגדולים ושל המשקיעים המוסדיים למהלך, מבלי להשתמש במנגנון רגולטורי שיכפה מינוי של נשים למספר מושבים קבוע בדירקטוריון.<sup>192</sup> כמו כן, הרשות הודיעה בחודש נובמבר 2022 על כך שבכוונתה לקדם חובת גילוי לעניין מספר הנשים המכהנות בדירקטוריונים של תאגידים מדווחים, קרנות נאמנות וחברות ניהול תיקים גדולות.<sup>193</sup>

למהלכים אלו של רשות ניירות ערך מתווסף צעד נוסף, מכיוונה של רשות שוק ההון, ביטוח וחסכון: פרסום חוזר הקובע כי על ועדות ההשקעות של הגופים

<sup>192</sup> "יו"ר רשות ניירות ערך, ענת גואטה, מקימה את פורום +35 לקידום איוון מגדרי בדירקטוריונים של תאגידים מדווחים, מנהלי קרנות נאמנות וחברות לניהול תיקים" (24.10.2021) **רשות ניירות ערך**  
<https://www.isa.gov.il/%D7%94%D7%95%D7%93%D7%A2%D7%95%D7%AA%20%D7%95%D7%A4%D7%A8%D7%A1%D7%95%D7%9E%D7%99%D7%9D/175/2.021/Pages/porom35241021.aspx>

<sup>193</sup> רשות ניירות ערך "רשות ניירות ערך מקדמת חובת גילוי בנושא גיוון מגדרי בדירקטוריון" (הודעה לעיתונות) (16.11.2022)  
<https://www.isa.gov.il/%D7%94%D7%95%D7%93%D7%A2%D7%95%D7%AA%20%D7%95%D7%A4%D7%A8%D7%A1%D7%95%D7%9E%D7%99%D7%9D/175/2.022/Pages/eitonot161122.aspx>

המוסדיים לקבוע מדיניות השקעה בנוגע לשיקולי ESG במסגרת מדיניות ההשקעה הכללית שהן מחילות. הרגולציה חלה על הגופים המוסדיים המפוקחים מכוח חוק הפיקוח על שירותים פיננסיים (ביטוח), התשמ"א-1981 או מכוח חוק הפיקוח על שירותים פיננסיים (קופות גמל), התשס"ה-2005, ונכנסה לתוקף החל מחדש יולי 2022.<sup>194</sup> עם זאת החוזר שפורסם כופה על הגופים המוסדיים רק לפרט את התייחסותם לשיקולי ESG (דהיינו הוא כופה חובות גילוי), אך אין בו קביעה מהותית הכופה על המשקיעים המוסדיים לנהל את תיקי ההשקעות שלהם לפי עקרונות אלו ולנטוש השקעות מזהמות.

ואכן, מאחד הראיונות עלה כי בעקבות אותם מהלכים שנקטה הרשות לאחרונה, השיקולים הסביבתיים-חברתיים נמצאים הרבה יותר תחת עיניהן של ועדות ההשקעות של הגופים המוסדיים. הם אולי עדיין אינם משפיעים על יציאה מהשקעות קיימות, אך נטען כי הם ללא ספק עולים במסגרת הבחירה בהשקעות חדשות. היום, בניגוד לפעם, קשה להביא בפני ועדת ההשקעות הצעה להשקיע בחברה שנחשבת למזהמת במיוחד. חרף החשיבות של יוזמות רגולטוריות אלו, נדמה שההסתמכות על היוזמות במתכונתן הנוכחית אינה צפויה להביא לשינוי משמעותי במצב הקיים, לאור אופיין הלא-מחייב והתמקדותן באסטרטגיות גילוי על פני שינוי מהותי באופן ניהול מדיניות ההשקעות של הגופים המוסדיים. מעניין לציין, כי ההתמקדות באסטרטגיות של רגולציה רכה אינה נובעת בהכרח מהיעדר יכולת לכפות רגולציה בנושאי ESG על התאגידים, אלא גם מאידאולוגיה שלפיה יש מקום לתת לשוק להניע את התהליכים הללו בצורה עצמאית, ללא התערבות רגולטורית.<sup>195</sup>

<sup>194</sup> חוזר גופים מוסדיים 2021-9-13 "תיקון הוראות החוזר המאוחד – פרק 4 לשער 5 ניהול נכסי השקעה" (שיקולי השקעה הנוגעים להיבטים סביבתיים, חברתיים והיבטי ממשל תאגידי ולסיכונים מתפתחים מהותיים (כגון סיכונים סייבר וסיכונים טכנולוגיים))" <https://www.gov.il/BlobFolder/dynamiccollectorresultitem/notice-2021-18.11.2021-9-13/he/chozer-2021-9-13-pdf.pdf>; רון שטיין "רשות שוק ההון רוצה שהמוסדיים יתייחסו ל-ESG בניהול ההשקעות" **גלובס** (2.2.2021) <https://www.globes.co.il/news/article.aspx?did=1001359339>

<sup>195</sup> ראו למשל את דבריה של יו"ר רשות ניירות ערך, ענת גואטה, שנאמרו בהקשר של קידום גיוון מגדרי בדירקטוריון אך יפים גם לענייננו, ולפיהם "לחקיקה יש מקום כשיש כשל שוק, אבל במקום שהשוק מרים ועושה את זה לבד, הוא מבורך וטוב יותר מכל חקיקה. זו מגמה שצריך לעודד ולחזק" (ענת גואטה "בעקבות מדד הוועדה לייצוג נשים בחברות ציבוריות: חברת מגדל אישרה נהל שיחייב ייצוג נשים בדירקטוריון" **הכנסת** (1.2.2021) <https://main.knesset.gov.il/News/PressReleases/pages/press01.02.21a.aspx>).

## סיכום

בשנים האחרונות, עם החרפת משבר האקלים והתחושה כי אסון אקלימי ממשמש ובא, החלו מלומדים לתלות תקוות בבעלי מניות ובמנגנוני הסדרה עצמית של התאגיד, כמי שיכולים לבוא להצלת הפלנטה. רשימה זו מציעה מבט מפוכח על רעיון זה. *ראשית*, סקירה השוואתית מקיפה של הפעילות האקטיביסטית הענפה של בעלי מניות בארצות הברית לטובת מטרות אקלימיות מראה, כי ההשפעה שלה (לפחות לעת עתה) היא מוגבלת: הצעות בעלי מניות מתמקדות בעיקר בהגברת חובות דיווח; קמפיינים של קרנות גידור אקטיביסטיות הם עדיין בגדר חריג; וההצהרות של הגופים המוסדיים הגדולים הן עמומות, ומותירות מרווח תמרון רחב להנהלות של חברות ציבוריות.

*שנית*, גם אם תתקבל הטענה כי אקטיביזם של בעלי מניות מהסוג שמתנהל בארצות הברית יכול בסופו של דבר לעודד חברות לאמץ דפוסי פעילות בני-קיימה, הרי בישראל הוא כמעט שאינו קיים, חרף העובדה שחוק החברות הישראלי מעניק לבעלי מניות כלים משמעותיים כדי להשפיע על קבלת החלטות בתאגיד. ברשימה אנו עומדים על הסברים אפשריים לחידת היעדר האקטיביזם למען האקלים בישראל, ומראים כי הוא נובע מכמה גורמים: מבנה הבעלות הייחודי למשק הישראלי; תנאי רקע משפטיים המגבילים את פעילות מנגנון ההסדרה העצמית (בדגש על חסמים הקיימים במנגנון הצעות בעלי מניות שבו יש שימוש תדיר בארצות הברית כדי לקדם סוגיות ממשל תאגיד); בעיית תמריצים מובנית של הגופים המוסדיים בישראל; העדרה כללית של אותם גופים שלא להתערב יתר על המידה בהיבטים תפעוליים ובניהול החברה; ותפיסה ברורה ומושרשת של הגופים המוסדיים שלפיה הדרך המתאימה ביותר להתמודדות עם משבר האקלים היא באמצעות חקיקה.

לממצאים העולים מרשימתנו יש השלכות משמעותיות גם על דיון המדיניות הסוער שמתנהל בנוגע לשאלה אם משקיעים מוסדיים רשאים להתחשב בעת ניהול השקעותיהם בשיקולים סביבתיים, ואשר זכה להתייחסות נרחבת גם בכרך זה של כתב העת.<sup>196</sup> לדידנו, אף אם תאומץ הגישה הפרשנית המאפשרת לגופים מוסדיים להתחשב באינטרסים סביבתיים בעת ניהול השקעותיהם, הרי הלכה למעשה אין הדבר אמור להביא לשינוי משמעותי, בשל בעיית התמריצים המבנית של הגופים המוסדיים, ובשל שאר ההסברים שהוצפו באופן חד וברור בשיחות הרקע שערכנו עם בכירים בגופים אלו. בהיעדר תמריצים מתאימים, יהיה קשה מאוד – שלא לומר בלתי-אפשרי – לרתום את הגופים המוסדיים לפעילות משמעותית להצלת הפלנטה.

האם משמעות הדבר שהקרב בחזית האקלימית הוא אבוד ועלינו לחשב את קיצנו לאחור? לא בהכרח. דווקא ההכרה בכוחם המוגבל של בעלי המניות, ההתפכחות מהאשליה שלפיה בכוחם להציל את הפלנטה וריכוז המאמצים והאנרגיות שלנו כחברה בפתרונות רגולטוריים לבעיית האקלים עשויים להביא לשינוי המיוחל. בהקשר זה

<sup>196</sup> ראו בן ציון, לעיל ה"ש 2.

הניסיון האמריקני מהעת האחרונה, ובפרט חוק האקלים ההיסטורי שאימץ ממשל ביידן זה עתה ושההפחתה בפליטות הצפויה ממנו תהיה שקולה לכ- 2.5% מהפליטה העולמית השנתית, משמש מקור חשוב לתקווה.<sup>197</sup> יובהר, כי מיקוד הלחץ דווקא באפיקים רגולטוריים בעלי ממד כופה צפוי לרתום מאליו את המשקיעים, אשר נראה שיימנעו מהשקעה בחברות שאינן עומדות בסטנדרטים הרגולטוריים מחשש ללחץ ציבורי עליהן וכן להפסדים כספיים לאור הסנקציות שיוטלו על החברות.

בהקשר זה אפשר לתהות, אם בהינתן כוחם של הרגולטורים ליצור רגולציה כופה אין מצופה מהמשקיעים המוסדיים לפעול דווקא להטמעת סטנדרטים לפעילות בת-קיימה עוד טרם יוחלט על התקנת רגולציה, על מנת לצמצם את החשיפה האפשרית לסנקציה וללחץ הציבורי כאמור עם כניסת הרגולציה לתוקפה. אך על מנת שטיעון זה יהיה בר-תוקף נדרש "איום אמין" בדבר כוונתם של הרגולטורים לשנות את המצב הנוהג. בהיעדר איום שכזה הציפייה לשינוי בהתנהגותם של בעלי המניות עשויה להביא לאכזבה.

אכן, מי שמיואשים מהפעולה באפיקים פוליטיים ורגולטוריים עשויים בהחלט לקרוא לפעילות דווקא באפיק התאגידי, אשר כפי שראינו מצליחה לעורר עניין מסוים בארצות הברית, בבחינת "עדיפה ציפור אחת ביד, משתיים על העץ". בדומה לכך, הפעילות הרגולטורית הרכה בישראל בנושאי גיוון מגדרי בדירקטוריון העלתה במידה לא-מועטה את המודעות של השחקנים בשוק ההון הישראלי לחשיבות הנושא, והיתרגמה גם להצהרות חזקות יותר מצד המשקיעים המוסדיים. ואולם לא רק שההשפעה של האפיק התאגידי נחזית היום להיות מוגבלת, היא עשויה להתגלות כחרב פיפיות למאבק, שכן היא גורמת להסתת משאבים של המחאה מהאפיק הרגולטורי לאפיק התאגידי.<sup>198</sup> בהינתן כל אלו נדרשת חשיבה מעמיקה על השאלה אם יש בכוחם של בעלי המניות להציל את הפלנטה. אנו מקווים שבמאמר זה הצלחנו להניח את היסודות, אשר יאפשרו את המשך הדיון בשאלה חשובה זו.

<sup>197</sup> בלומברג "ביל גייטס התחיל לחזור אחרי הסנאטור מנצ'ין עוד לפני שביידן נבחר. השבוע זה השתלם לכל העולם" TheMarker (18.8.2022)

<https://www.themarker.com/wallstreet/2022-08-18/ty-article/premium/00000182-aa72-d14a-abfb-fff629b40000>

<sup>198</sup> Bechuk & Tallarita, לעיל ה"ש 1.