

אוגוסט 2022 | מחקר מספר 135

# קידום שוק אגרות חוב ירוקות, חברתיות ובנות-קיימא בישראל

## חובב אלסטר

עמית מחקר מרכז מילקן לחדשנות, מכון ירושלים למחקרי מדיניות



מכון ירושלים למחקרי מדיניות Jerusalem Institute for Policy Research  
מרכז מילקן לחדשנות Milken Innovation Center

## תודות

ברצוני להודות לצוות מרכז מילקן לחדשנות על ההזדמנות הייחודית לבצע מחקר מדיניות יישומית כחלק מתוכנית העמיתים. לפרופ' גלן יאגו על שפתח לי צוהר לעולם הפיתוח הבינלאומי ולחדשנות פיננסית תוך יצירת שותפות ומתן אמון. לסטיבן זכר על שיתוף מעמיק בידע ובניסיון רב. ובייחוד, לאורלי מובשוביץ-לנדסקרונר על הליווי המקצועי והתמיכה בתהליך ההתפתחות האישית והמקצועית.

מאגף הכלכלנית הראשית במשרד האוצר, ברצוני להודות לד"ר שמואל אברמזון על שתרם רבות מניסיונו תוך מתן עצות מועילות לכל אורך השנה, ועל מתן הזדמנות להיות חלק אינטגרלי מהצוות בהובלתו.

תודה מיוחדת לשותפי בתוכנית העמיתים, נדב פלדי מאגף בנייה ירוקה במשרד להגנת הסביבה - יחד יצרנו צוות מנצח שחותר לתיקון עולם.

נוסף על כך, ברצוני להודות לכל מי שעסוק ביום-יום, באופן מקצועי או התנדבותי, בתחום החדשנות הפיננסית: לאלו שפגשתי לאורך הדרך ולאילו שטרם הספקתי לפגוש - רק בזכות סיעור מוחות משותף ושיתופי פעולה נוכל להצמיד את שוקי ההון לדרך חדשנית ומשופרת.

## על אודות תוכנית עמיתי מרכז מילקן לחדשנות

תוכנית עמיתי מרכז מילקן לחדשנות מקדמת את הצמיחה הכלכלית בישראל באמצעות התמקדות בפתרונות חדשניים, מבוססי שוק, לבעיות מתמשכות בתחומים חברתיים, כלכליים וסביבתיים. התוכנית מתמקדת באיתור פתרונות גלובליים והתאמתם למציאות הישראלית ובבניית ממשקים חיוניים המחברים בין משאבים ממשלתיים, פילנתרופיים ועסקיים, לטובת צמיחה ופיתוח לאומי בר-קיימא. התוכנית מעניקה מלגות שנתיות לישראלים מצטיינים, בוגרי מוסדות להשכלה גבוהה בארץ ובעולם, המתמחים במוקדי קבלת ההחלטות הלאומיים ומסייעים בפיתוח פתרונות באמצעות מחקר והתמחות. היקף הפעילות של עמיתי התוכנית הוא מקסימלי – התמחות, הכשרה ומחקר במשך חמישה ימים בשבוע.

במשך שנת התמחותם עוסקים עמיתי מכון מילקן במחקר המדיניות במשרדי הממשלה וברשויות שלטוניות אחרות, ומסייעים למקבלי ההחלטות ולמעצבי המדיניות בחקר ההיבטים השונים של סוגיות כלכליות, סביבתיות וחברתיות.

בנוסף עורכים העמיתים מחקר מדיניות עצמאי, שמטרתו לזהות חסמים לתעסוקה ולצמיחה בישראל ולאתר פתרונות אפשריים. מחקרי העמיתים מתבצעים בהדרכת צוות אקדמאי ומקצועי מנוסה ותומכים במחוקקים וברגולטורים, המעצבים את המציאות הכלכלית, חברתית והסביבתית בישראל.

במהלך השנה מוענקת לעמיתים הכשרה אינטנסיבית במדיניות כלכלית, ממשל ושיטות מחקר. במסגרת מפגשי ההכשרה השבועיים, העמיתים רוכשים כלים מקצועיים לכתיבת תזכירים, מצגות וניירות מדיניות, וכן כלי ניהול, שיווק ותקשורת. בנוסף, נפגשים העמיתים עם בכירים בממשל ועם אנשי אקדמיה מהשורה הראשונה בישראל ובעולם. בסמסטר הראשון, העמיתים משתתפים בקורס המתמקד בחידושים פיננסיים, במסגרת בית הספר למנהל עסקים באוניברסיטה העברית בירושלים. הקורס מקנה 3 נקודות זכות אקדמיות, ומלמד אותו פרופ' גלן יאגו, מנהל בכיר, ומייסד, המעבדות לחידושים פיננסיים<sup>™</sup> במכון מילקן.

את בוגרי התוכנית ניתן למצוא במגוון תפקידים בכירים במגזר הפרטי, כמרצים באקדמיה, במגזר הציבורי וכיועצים לשרים ולמשרדי הממשלה. ישנם בוגרים שנקלטו במשרדי הממשלה, ואחרים המשיכו ללימודים גבוהים באוניברסיטאות מובילות בישראל, ארצות הברית ובריטניה.

תוכנית עמיתי מרכז מילקן לחדשנות היא לא פוליטית ובלתי מפלגתית, ואינה מקדמת קו פוליטי או אידאולוגי.

למידע נוסף על אודות התוכנית: [www.milkeninnovationcenter.org](http://www.milkeninnovationcenter.org)

# תוכן עניינים

4	תקציר מנהלים
5	רקע
5	2.1 אקלים, תעשייה מקומית וזרימת הון
7	2.2 כלכלת אימפקט 1-ESG (Environment, Social, Governance)
9	2.3 שאלת המחקר
10	2.4 מבוא לאג"ח
11	סוגי אגרות החוב למטרות סביבתיות או חברתיות
13	3.1 אג"ח שאינן תלויות תוצאות (Green, Social, Sustainable)
15	3.2 אג"ח תלויות תוצאות בנות-קיימא – Sustainability Linked Bond
16	3.3 סטנדרטיזציה עבור הנפקות אג"ח ח"ב
17	סקירה: שוק אג"ח ח"ב קונצרני וממשלתי בישראל ובעולם
17	4.1 שוק אג"ח ח"ב קונצרני וממשלתי בישראל
18	4.2 שוק אג"ח ח"ב קונצרני וממשלתי בעולם
19	סיכונים
21	הזדמנויות
24	בחינה והערכה של חלופות מדיניות לתמרוץ שוק אג"ח ח"ב בישראל
25	7.1 תמריצי מיסוי ותמיכה תקציבית: רשות המסים ומנהל הכנסות המדינה במשרד האוצר
	7.2 רגולציה פיננסית על משקיעים מוסדיים וחברות ציבוריות:
29	רשות שוק ההון, ביטוח וחיסכון ורשות ניירות ערך
33	7.3 סטנדרטיזציה וכללים: רשות ניירות ערך
35	7.4 אג"ח ח"ב ממשלתית: החשב הכללי במשרד האוצר
38	האינטרס הכלכלי של משקיעים ומנפיקים
41	איתות לשוק
42	המלצות מדיניות
43	סיכום
44	ביבליוגרפיה
49	נספח 1: Stakeholder vs. Shareholder Debate
50	נספח 2: מודל Social Impact Bond

## 1. תקציר מנהלים

למגזר העסקי תפקיד חשוב בניסיון של מדינות לעמוד ביעדי אקלים: על-ידי פיתוח, אימוץ והטמעה של טכנולוגיות ופתרונות ייעודיים. אלה דורשים השקעות נרחבות ויצירת דרכים להזרים הון לעבר מחקר ופיתוח ייעודיים. שוק ההון הוא אחת הפלטפורמות המרכזיות והמובילות להעברת הון ולגיוס כספים בסדר הגודל הנדרש.

אחד המכשירים הפיננסיים הצומחים בשוקי ההון בשנים האחרונות הוא אגרות חוב המונפקות לצורך קידום מטרות חברתיות או סביבתיות: אגרות חוב (GSSS Green, Social, Sustainable, Sustainability-Linked), או בעברית: אגרות חוב ח"ב (חברתית, ירוקה, בת-קיימא). מדובר במכשיר פיננסי חדשני שביכולתו לחבר בין יכולת ההשפעה וה-Scaling Up של משקיעים בשוקי ההון לבין מטרות סביבתיות או חברתיות, ובכך לספק מענה לצורך במימון בקנה מידה נרחב לצורך קידום מטרות אלו.

בקטגוריית אג"ח ח"ב ארבע אגרות חוב מרכזיות הקשורות במישרין למטרות סביבתיות או חברתיות, וניתן לחלק אותן לשתי קבוצות על-פי מאפיינים פיננסיים שונים:

### 1. אג"ח לא תלויות תוצאות - Use of Proceeds

- ירוקות (Green)
- חברתיות (Social)
- בנות-קיימא (Sustainable): שילוב של מטרות ירוקות עם מטרות חברתיות

### 2. אג"ח תלויות תוצאות בנות-קיימא (Sustainability Linked Bonds): קשירת מנגנון התשלומים באג"ח לטובת עמידה

ביעדים בני-קיימא

בקבוצה הראשונה, הכסף המגויס מנותב לטובת מטרות סביבתיות, חברתיות או שתיהן יחד (בנות-קיימא) באופן ספציפי. המנפיק אינו יכול להשתמש בכספים למטרה שונה, והוא מחויב לדווח בדוח ייעודי על השימוש בכסף המגויס. נוסף על כך, אופן השימוש בכסף המגויס, שלרוב מוכוון לטובת פרויקטים ייעודיים, מלווה על-ידי גוף חיצוני האמון על בחינה ומעקב אחר השימוש בכסף.

בקבוצה השנייה, למנפיק יש גמישות בשימוש בכסף שגויס. ואולם, מבנה התשלומים באיגרת החוב הזאת שונה מזו של איגרת חוב "רגילה" (Plain Vanilla). לצורך קביעת מנגנון התשלומים, המנפיק מתחייב במעמד ההנפקה לעמוד ביעד מדיד אחד לפחות - חברתי או סביבתי - עד לתאריך הנקבע מראש. יעדים אלו נמדדים על-ידי חברה חיצונית המוסכמת מראש על שני הצדדים. אם המנפיק לא עומד ביעדים שנקבעו, הוא יחויב לשלם "קנס" למחזיקי האג"ח - לרוב מדובר בתשלום קופון תקופתי גבוה יותר למחזיקי האג"ח מאשר זה שהמנפיק יצטרך לשלם אם יעמוד ביעדים שנקבעו. בכך, איגרת חוב SLB תלויה בעמידה ביעדים שנקבעו, לעומת הקטגוריה הראשונה, שבה אין התניה של תשלום הקופון או הקרן בתוצאות כלשהן. ואולם, ובשונה מהמתרחש בעולם, שוק אגרות החוב ח"ב בישראל אינו מפותח. נכון להיום, שלוש חברות ישראליות בלבד הנפיקו אג"ח ח"ב: טבע, בנק הפועלים וקבוצת עוגן, ושלושתן הנפיקו רק בשנה האחרונה. נוסף על שלושת אלו, אורמת טכנולוגיות הודיעה בחודש יוני 2022 כי כוונתה להנפיק אג"ח ירוקות להמרה. הכניסה של אג"ח ח"ב לחברות ישראליות

מאוחרת מאוד בהשוואה לעולם: איגרת החוב ח"ב הראשונה הונפקה בשנת 2007, ושווי ההנפקות חצה את רף 2.5 טריליון דולרים בחודש מאי 2022 על-ידי מאות הנפקות שונות של תאגידי ציבוריים, בנקים בינלאומיים לפיתוח והנפקות ממשלתיות. לשם בחינה של סיכונים והזדמנויות עבור שוק ההון הישראלי, נסקרו חלופות מדיניות שונות שמוסדות ממשלתיים ורגולטורים פיננסיים יכולים להוביל כדי לקדם ולתמרץ את שוק האג"ח ח"ב בישראל. החלופות הוערכו על בסיס שלושה פרמטרים: פוטנציאל לשימוש ציני בהנפקת אג"ח ח"ב ובכספים המגויסים שלא לטובת יעדים סביבתיים או חברתיים (Greenwashing), התנגדות צפויה מהשוק ומהמוסדות הממשלתיים, והערכת העלויות. בחינת החלופות הניבה המלצות מדיניות לטווח הזמן הקצר בשלב הבסיסי, ולטווח הזמן הארוך בשלב המתקדם. בטווח הזמן הקצר אני ממליץ על חלופות המדיניות הבאות:

### 1. יצירת כללים וסטנדרטים להנפקת אג"ח ח"ב בישראל, תוך אימוץ סטנדרטים בינלאומיים

#### 2. הנפקת אג"ח ח"ב ממשלתית, מסוג "לא תלוי תוצאות" או SLB

חלופה א' היא הנדרשת ביותר בטווח הזמן המידי, שכן העובדה שכיום אין כללים וסטנדרטים אחידים וברורים להנפקת אג"ח ח"ב מהווה חסם משמעותי להתפתחותן בשוק הישראלי. יש לשקול להתחבר למאמצים של מדינות אחרות או ארגונים בינלאומיים העומלים על טקסונומיה לאג"ח ח"ב בימים אלו, דוגמת האיחוד האירופי. בחלופה ב', אני סבור שיש מקום לממשלת ישראל לשקול להנפיק דווקא אג"ח תלויות תוצאות SLB. כך או כך תיווצר תועלת משמעותית לשוק אג"ח ח"ב בישראל גם להנפקה ממשלתית של איגרת חוב ח"ב שאינה תלויות תוצאות.

בטווח הזמן הארוך, לאחר תחילת צמיחה של שוק אג"ח ח"ב בישראל, וכדי למשוך משקיעים זרים, אני ממליץ לשקול את החלופות הבאות:

### 3. ביטול מס רווח הון על קופון תקופתי המשולם בתקופת האג"ח על אג"ח ח"ב

#### 4. קבלת נקודות מס על הנפקה או החזקה של אג"ח ח"ב

חלופות אלו של הטבות מס מהוות תקדים ביחס לשוק אגרות החוב בישראל, ולכן יש לבחון אותן בזהירות הראויה. בתהליך הבחינה אני ממליץ להתעמק במנגנוני הטבות המס שארה"ב מעניקה לאגרות חוב מוניציפליות, ולשקול לאמץ מנגנון דומה.

## 2. רקע

### 2.1 אקלים, תעשייה מקומית וזרימת הון

בשנים האחרונות, משבר האקלים הוא מהנושאים המדוברים ביותר בשיח הציבורי, והסיבה לכך היא שהאיום נעשה מוחשי ומורגש כבר בחיינו. מדינות רבות מצטרפות למאבק בשינויי האקלים תוך הצבת יעדי הפחתת זיהום לשנים הקרובות. עד כה, יותר מ-70 מדינות הציבו לעצמן יעדי "אפס נטו" עד לשנת 2050.

<sup>1</sup> אפס פליטות פחמן נטו: כמות הפחמן הנפלט לא תהיה גדולה יותר מכמות הפחמן שתיקלט ליצירת אפס נטו פליטות, בשונה ממצב שבו אין פליטות כלל (אפס מוחלט). קליטת הפחמן תיעשה בעזרת טכנולוגיות ייעודיות העתידות להתפתח בתחום.

מדינת ישראל הציבה עצמה בשורה אחת עם מדינות מפותחות, והצטרפה להכרזה על הצבת יעדי "אפס נטו" בפליטות פחמן עד לשנת 2050: ראש הממשלה נפתלי בנט הכריז על יעד זה בפסגת האקלים בגלזגו בחודש נובמבר 2021. מאז ההכרזה בפסגת גלזגו מותנו יעדי הפליטות של ישראל, אך נותרו שאפתניים: בתזכיר חוק האקלים, התשפ"ב-2022 שפרסם המשרד להגנת הסביבה מפורטים יעדים שהממשלה תפעל להשיג בשנים 2030-2049 (הפחתת 73% מכמות הפליטות השנתית של גזי חממה שנמדדו בשנת 2015), ומשנת 2050 ואילך (הפחתת 15% מכמות הפליטות השנתית של גזי חממה שנמדדו בשנת 2015). יעדים אלו דורשים תכנון מדיניות תוך שרטוט תוכנית עבודה הנפרסת על פני שלושה עשורים ויותר.

למגזר העסקי בישראל תפקיד חשוב בניסיון לעמוד ביעדי הפליטות. מעבר לעובדה שהתעשייה היא לרוב הגורם האחראי לפליטות ולזיהום בשל ייצור מזהם, חדשנות טכנולוגית ופריצות דרך מדעיות לצורך פיתוח כלים להפחתת זיהום ופליטות פותחו בעיקר על-ידי התעשייה, ולא על-ידי המדינה.

ואולם, סביר שחברות רבות בתעשייה לא תפתחנה, תאמצנה או תרכושנה שירותים וטכנולוגיה ייעודיים אם לא יהיה לכך ביקוש בשוק. הביקוש אמור לנבוע הן מממשלות והן מלקוחות אחרים - אזרחים ואף התעשייה עצמה, לרבות על רקע רגולציה ייעודית.

חברה המעוניינת לפתח או לאמץ טכנולוגיה ייעודית בתחום הפחתת פליטות צריכה להשקיע סכום לא מבוטל במחקר ופיתוח או בעלויות הטמעה. בשל כך, פעמים רבות, היא צריכה לגייס הון. גיוס הון יכול להתבצע בכמה דרכים, שאינן בהכרח סותרות זו את זו: לקיחת הלוואות, הנפקה לבורסה, הנפקת אג"ח, קבלת מענקים ייעודיים ועוד. הקלות והעלות של גיוס ההון מושפעות גם הן מביקושים: התעניינות של משקיעים בחברות אלו, שתבוא לידי ביטוי בהשקעה בצורת רכישת מניות, רכישת אג"ח או מתן הלוואות, עתידה להקל על אותן חברות לגייס הון גם בעתיד במחירים אטרקטיביים.

ואכן, יש לא מעט הד בספרות המחקרית על כך שכדי להשיג את היעדים שהוצבו, יש צורך בניתוב סכומי כסף גדולים והשקעות בסדר גודל נרחב, בד בבד עם פיתוח פתרונות אלטרנטיביים לצורך מעבר אנרגטי ותמיכה בפיתוח אנרגיה לא מזהמת. באמנת המסגרת של האו"ם בנושא שינויי אקלים<sup>2</sup> הודגש כמה פעמים ששינויים טכנולוגיים שמטרתם הפחתת נזקי סביבה כרוכים בהשקעות רבות. ההערכה המקורית עבור השגת 17 יעדי Sustainable Development Goal - SDG ברמה הגלובלית, הוערכה בהשקעה של 5-7 טריליון דולרים בכל שנה, בשנים 2015-2030 (Vorisek and Yu, 2020). כחלק מתפיסת הקשר שבין השגת יעדי אקלים לבין תחום המחקר של מימון ומכשירים פיננסיים, התפתח בשנים האחרונות תחום חדש בבתי ספר למימון באוניברסיטאות בעולם: Climate Finance.

בשל כך, ללא זרימה משמעותית של הון וללא השקעות מסיביות, הן של ממשלות, ואולי בעיקר של חברות פרטיות, מדינות תתקשנה לעמוד ביעדי הפליטות שהציבו לעצמן. אם מדינות מפותחות אשר התחייבו ליעדים מדידים לא תצלחנה לעמוד ביעדים אלו, הן גם לא תוכלנה לסייע למדינות מתפתחות להתקדם לעבר הפחתת פליטות ולהציב יעדי פליטות בני-קיימא לצורך הפחתת פליטות גלובלית (IFC, 2019).

<sup>2</sup> UNFCCC - United Nations Framework Convention on Climate Change

## 2.2 כלכלת אימפקט 1-ESG (Environment, Social, Governance)

במקביל לשיח הגובר על משבר האקלים, ואולי גם כחלק ממנו, בשנים האחרונות עולה לשיח הציבורי המונח ESG. כפי שאפשר לראות בתרשים 1, פופולריות החיפוש של המונח ESG בגוגל נמצאת בשיאה בימים אלו, ואפשר לראות מגמת עלייה משמעותית החל בסוף שנת 2019:

תרשים 1. מדד פופולריות החיפוש של המונח "ESG" במנוע החיפוש של Google, בשנים 2004-2022



מקור: Google Trends, 2022.

יעדי ESG הם יעדים שגופים שונים (ממשלות, חברות פרטיות, תאגידים ציבוריים) מציבים לעצמם בתחומי הסביבה והאקלים (E), החברה (S) והממשל התאגידי (G). אפשר לפרוט כל אחד משלושת התחומים לתתי-יעדים רבים. לדוגמה: הפחתת פליטות בייצור (E), עידוד עובדים להתנדב בקהילה ומימון תרומות (S), ייצוג שוויוני לנשים ולגברים בדירקטוריון החברה (G) ועוד. המונח לא מתייחס לשוק הפיננסים בלבד, אלא נוגע בעולמות תוכן נוספים כמו מבנה ארגוני של חברות (Companies) ואי-שוויון חברתי.

השיח על מטרות ESG מיוחס בעיקר לחברות עסקיות - ולא רק בנושאי ממשל תאגידי, ששם הקשר לחברות עסקיות ישיר. הסיבה לכך היא שהמגזר העסקי נתפס כבעל יכולת ההשפעה הרבה ביותר בנושאים סביבתיים או חברתיים. ואולם, אין זה מובן מאליו שחברות מקדמות, או אף צריכות לקדם יעדים סביבתיים או חברתיים. בשנות ה-70 של המאה הקודמת פרץ מחדש הדיון בשאלה האם מטרת התאגיד היא מקסום רווחים גרדא, או שמא לתאגיד יש גם מטרות נוספות, שאף יכולות לבוא על חשבון מקסום הרווחים? דיון זה לעתים נקרא בשם Stakeholder vs. Shareholder, והוא ממשיך להתקיים גם כיום. ארחיב עליו בנספח 1.

נוסף על כך, אין מטריקה יחידה ומוסכמת עבור מדידת יעדי ESG - לא ברמה המקומית ולא ברמה הגלובלית.<sup>3</sup> בשל כך יכולים לעלות כמה קשיים בקשר שבין יעדי ESG לבין פעילותם של מוסדות וחברות: ראשית, עולה קושי לקבוע אם פעילות מסוימת של מוסד נוגעת ליעדי ESG, מכיוון שאין הסכמה רחבה בשאלה מה יכול להיכלל ביעדים עצמם. שנית, חוסר האחידות שבין

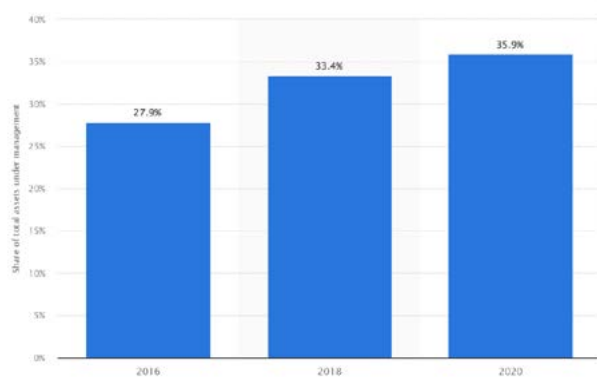
<sup>3</sup> בשונה מ-17 יעדי SDG שהם מפורשים ולרוב אף מדידים, ויש אחדות והסכמה בינלאומית רחבה יחסית על היעדים עצמם.

המדדים השונים יכולה להעלות תהיות על מהימנות המדדים ועל היכולת של משקיע להתבסס על ציוני חברות במדדי ESG (שורץ-זיו ושוב, 2022). שלישית, אין הסכמה על יעדי ESG ספציפיים שעל חברות להשיג: חברה הבוחרת להציב לעצמה יעדי ESG תבחר לרוב יעדים הנוגעות לפעילותה שברצונה לשפר - במובן הסביבתי, החברתי, או של הממשל התאגידי שלה. ואכן, הגדרת יעדי ESG על-ידי חברות יכולה לנבוע גם מאינטרס כלכלי הקשור למיתוג עצמי ולפוטנציאל להוזלת עלויות מימון. התנועה הצומחת מבוססת, בין השאר, על תפיסה שהפכה לפופולרית בשנים האחרונות, והיא שגם לתאגידים אחריות חברתית-סביבתית על מעגל ההשפעה שלהם, כמו גם על מעגלים רחבים יותר.

### העדפות גדלות של משקיעים להשקעות אימפקט ו-ESG

בתקופה האחרונה אפשר לראות כמות גדלה והולכת של משקיעים הבוחרים לשקול מטרות ESG כחלק מתיק ההשקעות שלהם, וצרכנים המתעניינים בהשקעות בחברות המקדמות מטרות ויעדים של ESG (רשות ניירות ערך, 2020; Amel-Zadeh, 2018). בהתאם, אפשר לראות גידול בהיצע השקעות ESG, אשר נותן מענה לביקוש הגדל והולך למכשירים פיננסיים אשר מנתבים הון לטובת מטרות אלו. כך למשל, בסקירה של ה-Organization for Economic Co-operation and Development (OECD) נטען שמגוון המוצרים החדשים המוצעים בשוק ההון נובעים באופן ישיר מביקוש גדל והולך להשקעות אחראיות, או כאלו המתחשבות בשיקולים אתיים (Boffo and Patalano, 2020). עד לשנת 2021 צמח שוק השקעות ESG והגיע לסך של 40 מיליארד דולרים, וכ-80% מהמוצרים המוצעים לציבור בשוקי ההון קיבלו דירוג ESG (OECD, 2021). ואכן, בתרשים 2 אפשר לראות כי בשנים האחרונות הביקוש להשקעות אימפקט גדל בצורה משמעותית, ומספר החברות המספקות מוצרים ושירותים בשוק האימפקט גדל גם הוא:

תרשים 2. שיעור הנכסים המנוהלים תחת "השקעות אימפקט" מתוך סך הנכסים המנוהלים בעולם, בשנים 2016-2020



מקור: Statista, 2022.

### ESG בדיווח תאגידי ובמדדים של שוקי הון

כיום, דיווח תאגידי על יעדי ESG נעשה באופנים רבים ומגוונים - החל בתיאור איכותני של יעדי ESG שהתאגיד מציב לעצמו בניהול העצמי שלו, וכלה בהצגת נתונים כמותניים על עמידה ביעדים אלו.



בשנים האחרונות החלו רגולטורים פיננסיים ברחבי העולם לבחון את השאלה האם להנחות תאגידים וחברות ציבוריות לדווח על יעדי ESG, בין כחלק מהדוח השנתי המוגש לרגולטור, ובין כדיווח נפרד. לדוגמה, באיחוד האירופי הוחלה משנת 2014 על כל חברה שבה יותר מ-500 עובדים חובת דיווח על האופן שבו היא מתמודדת עם אתגרים חברתיים וסביבתיים (European Parliament and The Council Directive, 2014). בבריטניה פורסם בשנת 2018 קוד הממשל התאגידי הקובע שחברות מחויבות, במסגרת הדיווח שלהן לבעלי המניות, לכלול התמודדות עם סיכוני ESG (Financial Reporting Council, 2018). גם בורסות וחברות היוצרות קרנות סל ומדדים ברחבי העולם הגיבו לתנועה הצומחת, והחלו ליצור מדדי מניות וקרנות סל הכוללות חברות המקדמות יעדי ESG, או חברות שיש להן אסטרטגיית ESG. כך לדוגמה, בארה"ב יש למעלה מ-50 קרנות סל הקשורות ליעדי ESG. בבורסה הלונדונית, נכון לנובמבר 2018, יש 64 קרנות סל ESG (HM Government, 2019).

בישראל הושק בשנת 2020 מדד מניות חדש שנקרא "ת"א-קלינטק". מדד זה מכיל חברות העוסקות בתחום אנרגיות מתחדשות, דוגמת אורמת טכנולוגיות, אנלייט אנרגיה ואנרג'קס. עם השקתו נרשמו בו 12 חברות, כיום רשומות בו 26, וסך שווי השוק של החברות הרשומות במדד עומד על כ-40 מיליון שקלים, נכון לחודש יוני 2022. בשעת כתיבת שורות אלו, אין בישראל חובת דיווח על יעדי ESG ואחריות תאגידית של חברות ציבוריות.

במקביל לצמיחות אלו בשוק המניות הנסחרות, גם בשוק אגרות החוב (אג"ח) אפשר לשמוע יותר על אג"ח שמונפקות לטובת עמידה ביעדי אימפקט סביבתיים וחברתיים. לצורך מחקר זה אכנה את שוק האג"ח האמור (Green, Social, Sustainable, Sustainability-Linked), או בעברית: אגרות חוב ח"י"ב (חברתית, ירוקה, בת-קיימא). הנפקה של אג"ח ח"י"ב על-ידי מוסדות שונים היא מכשיר פיננסי שהולך וצובר תאוצה ומושך יתר תשומת לב בשנים האחרונות, ובו אתמקד במחקר זה.

## 2.3 שאלת המחקר

**כיצד יכולה מדינת ישראל לקדם ולהצמיח, תוך הפעלת כלי מדיניות שונים, את שוק אגרות החוב ח"י"ב במדינה?**

אג"ח ח"י"ב יכולות להיות כלי משמעותי בקידום השגת יעדים סביבתיים וחברתיים בישראל ובעולם. באופן כללי, אג"ח ח"י"ב יכולות להצמיח את תחום כלכלת האימפקט ולסייע לישראל להשיג יעדים בשני היבטים:

1. אגרות החוב משמשות אמצעי גיוס הון לטובת גופים המעוניינים לקדם מטרות סביבתיות או חברתיות, שלא בהכרח בעזרת הכספים שגויסו באג"ח.<sup>4</sup>

2. אגרות החוב משמשות מכשיר להשקעה ישירה בפרויקטים או בפיתוח טכנולוגיות בהקשרים סביבתיים או חברתיים. מדובר במכשיר פיננסי חדשני, אשר יכול לחבר בין יכולת ההשפעה וה-Scaling Up של שוקי ההון והכסף העובר בהם, לבין מטרות סביבתיות או חברתיות. שימוש במכשיר הפיננסי יכול לסייע לממשלות לממן פרויקטים ייעודיים, ולאפשר לחברות מזהמות לגייס הון כדי להשקיע בטכנולוגיית הפחתת פליטות.

בישראל, לעומת המתרחש בעולם, שוק האג"ח ח"י"ב מצומצם מאוד, למרות היתרונות המשמעותיים שיש לפיתוח שוק זה עבור קידום מטרות סביבתיות או חברתיות. לפיכך, במחקר זה אציג את ההזדמנויות עבור משקיעים וצרכנים בשוק האג"ח ח"י"ב, כדי להראות את היתרונות שבהתפתחות שוק זה בישראל, תוך ניהול מושכל של הסיכונים הגלומים בו. נוסף על כך, אבחן אילו צעדים יכולה מדינת ישראל לנקוט כדי להצמיח את השוק בישראל, תוך הערכת כלי המדיניות השונים שעומדים

<sup>4</sup> כפי שיפורט בהמשך, מדובר בעיקר באיגרת חוב תלוית יעדים SLB.

לרשותה. צעדים אלו יכולים לנקוט משרדי ממשלה, רגולטורים פיננסיים ורשויות אחרות, ביחד או בנפרד, וכל חלופה נוגעת בפן אחר של השוק. כפי שמתרחש לעתים קרובות עם תמריצים וכלי מדיניות ממשלתיים, די בניצוץ של פעולה מצד המוסדות הממשלתיים כדי להצית מדורה גדולה שתסחף אחריה את שוק ההון כולו. עד כה לא סיפקה מדינת ישראל ניצוץ כזה לשוק האג"ח חי"ב בישראל, ובמחקר זה אני מציע למוסדות הממשלתיים השונים לשקול לעשות כן.

## 2.4 מבוא לאג"ח

איגרת חוב היא נייר ערך שבעזרתו לווים גופים שונים (למשל תאגידים, רשויות מקומיות, מדינות) כסף. המנגנון הפיננסי כולל מכירה של נייר הערך והעמדתו כנגד הלוואה. מי שמחזיק באיגרת החוב זכאי, לרוב, לשני תשלומים מהמנפיק: קרן, וריבית (קופון). הריבית משולמת למחזיק האג"ח אחת לתקופה קבועה הנקבעת בתנאי האג"ח (למשל חודש, רבעון, שנה), ואילו הקרן מוחזרת בסוף תקופת האג"ח (למשל שנה, חמש שנים, מאה שנה).

ישנם סוגים רבים של אגרות חוב: אגרות חוב הצמודות למדד כלשהו (שערי חליפין, מדד המחירים לצרכן, מדדי מניות), אגרות חוב הנפדות לשיעורין (פדיית הקרן נפרסת על פני כמה תקופות), אגרות חוב ללא קופון (Zero Coupon Bonds), אגרות חוב עם אפשרויות המרה של המנפיק או של המחזיק, ועוד. ככלל, במחקר זה לא ארחיב על סוגי אגרות החוב השונים ועל הבדלי התמחור של אגרות החוב בין סוגי האג"ח השונות, אלא אתייחס לאג"ח באופן אחיד, ובלי לחלק בין מבנה התשלומים וההצמדה המשתנה בין כלל סוגי אגרות חוב.

גיוס הון שמבצעות חברות בעזרת הנפקת אגרות חוב גדול באופן מסורתי בצורה ניכרת מגיוס הון בצורה של הנפקה והצעה לציבור של מניות. למשל, בשנת 2019 הונפקו אג"ח קונצרניות בסכום של 8.2 טריליון דולרים בעולם, בעוד סך הנפקה והצעה לציבור של מניות היה 540.7 מיליארד דולרים (ICMA, 2020c; SIFMA 2021).<sup>5</sup>

התמחור של איגרת חוב כולל סכמה מהוונת של כלל התזרים הצפוי מאיגרת החוב, הכולל קופון תקופתי ותשלום קרן במועד הפירעון. המשוואה הבאה נפוצה לצורך פירוט תמחור אג"ח:

$$Price = \sum_{i=1}^i \frac{Coupon_i}{(1+r)^T} + \frac{ParValue}{(1+r)^T}$$

**מקרא:**

**PRICE:** מחיר האג"ח

**Coupon:** הקופון התקופתי שמקבל מחזיק האג"ח

**r:** תשואה לפדיון. לפעמים נקרא גם Yield to maturity

**ParValue:** מחיר האג"ח בפדיון

**T:** מספר התקופות לפדיון

<sup>5</sup> יחס זה אינו ייחודי לשנת 2019.

לרוב, השימוש בהון המגויס איננו מוגבל. דהיינו, גוף המנפיק אג"ח יכול לעשות בכסף המגויס שימוש לכל צורך שיראה לנכון: סגירת גירעון קודם, תשלום משכורות, פיתוח פרויקט חדש, השקעה במחקר ופיתוח ועוד.

### 3. סוגי אגרות החוב למטרות סביבתיות או חברתיות

בשנים האחרונות החלו גופים שונים לעשות שימוש מגוון בגיוס הון בעזרת הנפקת אג"ח, השונה מהשימוש המסורתי בגיוס הון בצורה זו. אחת מן התנועות הצומחות היא גיוס כסף לטובת השגת מטרה ייעודית, או פיתוח פרויקט מסוים, באופן שבו ישנה שקיפות עבור המשקיעים בכל הנוגע לשימוש בכסף שגויס. למשל, עיריות המנפיקות אג"ח לצורך מימון פרויקטים של תשתיות (בניית גשרים, הקמת תחנות כוח) או הקמת בתי ספר. באיגרת החוב זו, הקרויה Municipal Bonds (אג"ח מוניציפליות), ישנה תת-קטגוריה של אגרות חוב שבהן הכסף המגויס מנותב בצורה בלעדית לטובת פרויקט ייעודי. נוסף על כך, בשנים האחרונות הנפיקו מדינות אג"ח COVID-19 לצורך מימון הוצאות כספיות הדרושות להתמודדות עם נגיף הקורונה - מימון חיסונים וטיפולים רפואיים. גם במקרים אלו השימוש בכסף המגויס מוגבל ומתחם.

כחלק מתנועת גיוס הכספים לצורך השגת מטרות, אנו עדים בשנים האחרונות לביקוש גובר בשוק ההון לגיוס הון לטובת קידום מטרות סביבתיות או חברתיות באופן ספציפי. ואכן, בתגובה לביקוש אנו עדים להנפקות של אגרות חוב "מסורתיות" לטובת קידום מטרות אלו, ואף הומצאו מנגנונים פיננסיים חדשניים להנפקת אגרות חוב לשם כך.

בשונה מאחזקת מניות, שבה לבעלי המניות עניין ישיר בפעולות החברה ובשווי שלה בשל האינטרס הכלכלי הישיר, אחזקת איגרת חוב משקפת ריחוק מסוים של המשקיעים מהחברה. בשל כך, רכישת אגרות חוב היא ביטוי של "Voice or Exit" מצד בעלי ההון - אם הם מביעים אמון בחברה ובמטרה שלשמה גויס ההון, הם ירכשו את איגרת החוב שהיא מנפיקה. אם לא, הם לא ירכשו את איגרת החוב. בשל כך אפשר לראות בגיוס הון בצורת איגרת חוב לשם קידום מטרות סביבתיות או חברתיות הבעת אמון על-ידי המשקיעים במטרות שלשמן גויס ההון (Park, 2018).

כיום ישנן ארבע אגרות חוב מרכזיות<sup>6</sup> הקשורות במישרין למטרות סביבתיות או חברתיות, ואפשר לחלק אותן לשתי קבוצות על-פי המאפיינים הפיננסיים שלהן:

#### 1. אג"ח לא תלויות תוצאות - Use of Proceeds

a. ירוקות (Green)

b. חברתיות (Social)

c. בנות-קיימא (Sustainable): שילוב של מטרות ירוקות עם מטרות חברתיות

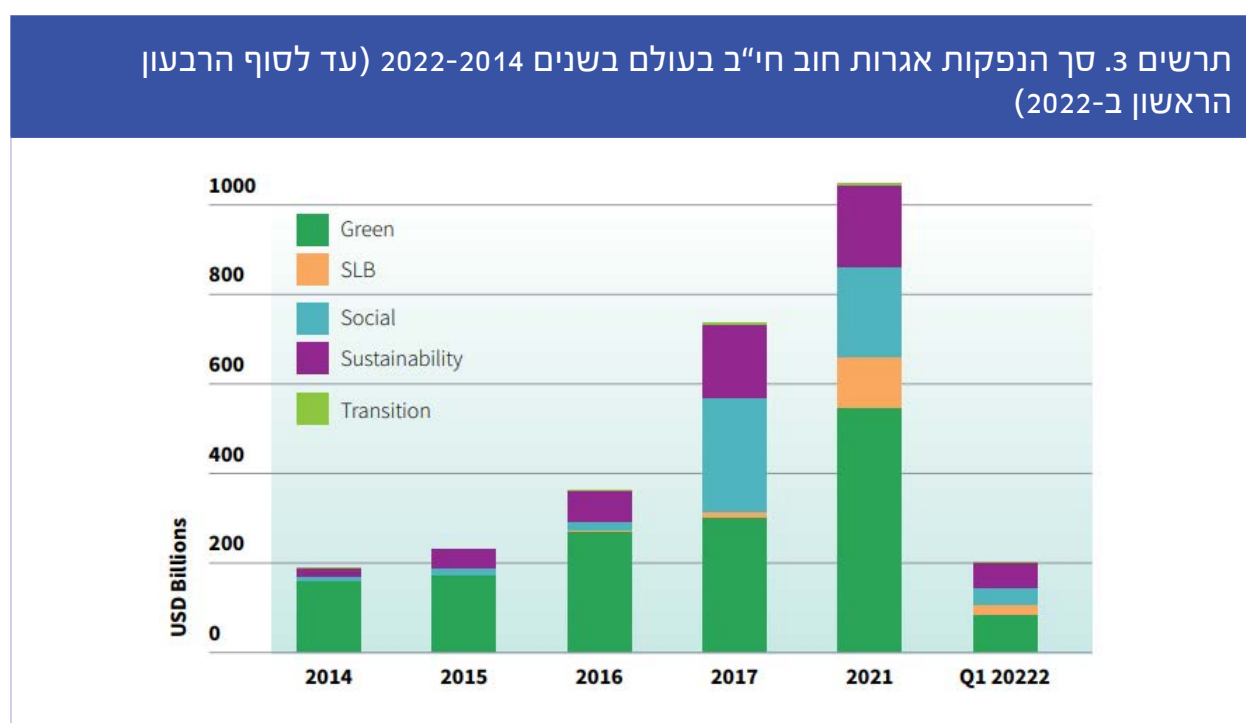
#### 2. אג"ח תלויות תוצאות בנות-קיימא (Sustainability Linked Bonds): קשירת מנגנון התשלומים באג"ח לטובת עמידה

ביעדים בני-קיימא

<sup>6</sup> ישנם סוגים נוספים של אג"ח לא תלויות תוצאות הקשורות ליעדי אימפקט: אג"ח כחולות או אג"ח לצורך פרויקט ספציפי, כמו אג"ח חיסוני COVID-19 ועוד. לצורך מחקר זה נעסוק בשלוש אגרות החוב המרכזיות ביותר מבחינת כמות הנפקות ונפח מסחר: ירוקות, חברתיות ובנות-קיימא.

נוסף על אלו ישנו סוג נוסף של אגרות חוב אשר נחשבות לעתים כקשורות לקידום יעדים סביבתיים וחברתיים: אג"ח מעבר (Transition). הכסף המגויס באיגרת חוב מסוג זה נועד לטובת מימון מעבר של חברות שהמוצר או השירות שהן מפתחות ומשווקות הוא מזהם (לדוגמה, חברות כריית פחם) לאימוץ טכנולוגיות מזהמות פחות, ואף לשם שינוי המודל העסקי מן היסוד. אג"ח מעבר משתייכות לקבוצת אג"ח שאינן תלויות תוצאות מבחינת המבנה הפיננסי שלהן. ואולם, יש אי-הסכמה בשאלה האם אפשר לכלול אג"ח מעבר יחד עם שאר אגרות החוב בקטגוריות המטרות הסביבתיות/חברתיות, שנעסוק בה בהמשך.

בתוך כל קטגוריה ישנה התפלגות נוספת לסוגי קופונים ותשלומים שונים שהאג"ח מספקות, אך לצורך מחקר זה אתמקד בחלוקה המרכזית שבין אג"ח לא תלויות תוצאות, לבין אג"ח תלויות תוצאות בנות-קיימא (SLB).



מקור: Climate Bonds Initiative, Sustainable Debt Market, Q1 2022<sup>7</sup>.

כפי שאפשר לראות בתרשים 3, סכום הנפקות אגרות החוב ח"ב בעולם גדל בשנים האחרונות בצורה משמעותית, בכל אחת מארבע אגרות החוב בקטגוריית ח"ב. כך, בשנת 2016 הגיעו גיוסי אג"ח ח"ב לסך של כ-100 מיליארד דולרים, בשנת 2020 הונפקו אגרות חוב בשווי כולל של כ-700 מיליארד דולרים, ואילו בשנת 2021 חצה סך גיוס ההון השנתי את רף 1 טריליון דולרים. בייחוד, ישנה בשנים האחרונות צמיחה בסכום גיוסי ההון של אג"ח מסוג SLB ואג"ח חברתיות.

ברבעון הראשון של שנת 2022 אפשר לחזות בירידה מסוימת בהנפקת אג"ח ח"ב, הן ביחס לרבעון האחרון של שנת 2021 - ירידה של 11%, והן ביחס לרבעון הראשון של שנת 2021 - ירידה של 28%. הסיבה המרכזית שניתנה לכך היא הירידות הכלליות בשוקי ההון, הנובעות בין היתר מהפלישה של רוסיה לאוקראינה ומאינפלציה מתמשכת שגרמה להעלאת ריבית

<sup>7</sup> התרשים כולל גם אג"ח מעבר, אולם כפי שאפשר לראות - סכום ההנפקות של אג"ח מעבר אינו גבוה במיוחד.

על-ידי בנקים מרכזיים ברחבי העולם. למרות ירידות אלו, אם השווקים לא ייכנסו למיתון מתמשך ואם ההשפעה של שני הגורמים הללו תצטמצם בעתיד, יש שצופים ששוק אג"ח ח"ב ימשיך לצמוח בשנים הקרובות (Kuchtyak and Bruce, 2022).

כעת אפרט בקצרה על סוגי אגרות החוב בשתי הקבוצות שהוצגו לעיל:

### 3.1 אג"ח שאינן תלויות תוצאות (Green, Social, Sustainable)

באגרות חוב אלו, הכסף המגויס מנותב לטובת מימון פרויקטים הנוגעים למטרות סביבתיות, חברתיות, או שתי המטרות יחד (בנות-קיימא) באופן ספציפי, והמנפיק אינו יכול להשתמש בכספים למטרה אחרת. אפשר לחשוב על הכסף המגויס כ"צבוע" לטובת מטרות אלו בלבד: למנפיק איגרת החוב אין יכולת לעשות בה שימוש לצורך מטרות אחרות, כמו כיסוי חובות קודמים או תשלום משכורות. כמו כן, המנפיק צריך לדווח בדוח ייעודי על השימוש בכספים שגויסו. לבסוף, בחירת הפרויקטים והמטרות שלשמן גויס הכסף, יחד עם בחינה של השימוש בו, נעשות על-ידי גוף חיצוני (ICMA, 2021a; ICMA, 2021c). הקופון המשולם למחזיקי האג"ח אינו תלוי בהכרח בהצלחת הפרויקט או בעמידה ביעדים או במטרות מסוימות המפורטות בתנאי האג"ח. למעשה, גיוס ההון לא מבטיח השגת יעדים ספציפיים. ההבדלים המרכזיים בין אג"ח מסוג זה לבין אג"ח רגילות (Plain Vanilla) הוא שבאג"ח ח"ב המנפיק יכול לעשות שימוש בכסף לטובת מטרות שנקבעו מראש בתנאי האג"ח בלבד, יש עליו חובת דיווח למשקיעים על השימוש בכספים, ובכל תקופה שנקבעה מראש תתפרסם הערכה מאת גוף חיצוני של השימוש בכספים שגויסו (Barbalau and Zeni, 2021).

בקבוצה זו של אגרות חוב אבחין, כפי שפורט לעיל, בין שלושה סוגים מרכזיים, לצד איגרת חוב "מעבר" שלה מאפיינים דומים:<sup>8</sup>

#### 1. אג"ח ירוקות - Green

אג"ח ירוקות הן אגרות חוב שבהן הכסף המגויס מיועד למימון פרויקטים המקדמים מטרות סביבתיות-ירוקות. איגרת החוב הראשונה ממשפחת ח"ב שהונפקה הייתה ירוקה, ואגרות חוב ירוקות הן שהובילו את תנועת אגרות החוב ממשפחת ח"ב. בתחילה, ועם הנפקת איגרת החוב הירוקה הראשונה בשנת 2007 על-ידי קבוצת הבנק האירופי להשקעות EIB, הונפקו בעיקר אג"ח ירוקות לטובת פרויקטים הקשורים לפגעי אקלים וסביבה (ICMA, 2021a). ברבעון הראשון של שנת 2022 הונפקו אג"ח ירוקות בסך של 83.5 מיליארד דולרים, ובשנת 2021 הונפקו אג"ח ירוקות בסך של כ-550 מיליארד דולרים. שלוש המנפיקות הגדולות ביותר הן ארה"ב, סין והאיחוד האירופי.

איגרת חוב ירוקה יכולה להיות מונפקת על-ידי סוגים שונים של מוסדות בעלי אופי פעילות שונה. הסוג הראשון, גוף המגייס הון כדי שיושקע או יולווה לטובת פרויקטים וחברות ירוקות שאינם קשורים לזיהום שהמוסד המנפיק את האג"ח יוצר, אלא נמצאים בזיקה לפעילות ירוקה שהמוסד מעוניין לקדם. הנפקות כאלו נפוצות בקרב בנקים בינלאומיים לפיתוח ובקרב בנקים מסורתיים (הבנק העולמי, EBRD, בנק הפועלים ועוד). הסוג השני - גוף המגייס הון שנועד לפרויקט מסוים כדי להפחית פליטות שהגוף עצמו אחראי להן. כלומר, בכוונת הגוף לעשות שימוש בכספים לטובת פרויקטים ירוקים ספציפיים עבור הפחתת פליטות עצמית. כך למשל, חברת Apple Inc. האמריקאית הנפיקה איגרת חוב ירוקה בשנת 2016 בשווי 1.5 מיליארד דולרים כדי לסייע להפחית את הזיהום הנובע מצריכת החשמל של המפעלים שבבעלותה, באמצעות בניית מתקני חשמל ליצירת אנרגיה מתחדשת. דוגמה נוספת היא איגרת חוב שהונפקה אף היא בשנת 2016 בשווי 17.9 מיליון דולרים על-ידי אחד מהמחוזות בעיר מינסוטה בארה"ב לטובת רכישת מפעל מחזור והפחתת פליטות.

<sup>8</sup> כלל הנתונים עבור אג"ח ירוקות, חברתיות, בנות-קיימא ו-SLB נלקחו מתוך (Kuchtyak, and Bruce, 2022).

## 2. אג"ח חברתיות - Social

אג"ח חברתיות הן אגרות חוב שבהן הכסף המגויס מיועד למימון פרויקטים לטובת קידום מטרות חברתיות, ובשנים האחרונות אנו עדים לגידול עצום בהנפקות של אגרות כאלה. איגרת החוב החברתית המובהקת הראשונה הונפקה בשנת 2015 על-ידי Spanish Instituto de Credito לטובת סיוע ומימון לעסקים קטנים ובינוניים במחוזות מוחלשים בספרד. ברבעון הראשון של שנת 2022 הונפקו אג"ח חברתיות בסך של 37.2 מיליארד דולרים, ובשנת 2021 הונפקו אג"ח חברתיות בסך של כ-204 מיליארד דולרים. באג"ח אלו, המנפיק מתחייב לעשות שימוש בכסף המגויס לטובת פרויקטים חברתיים, וספציפית לטובת אוכלוסיות מוחלשות (ICMA, 2021b). דוגמה נוספת לאיגרת חוב חברתית היא ההנפקה של ה-IFC מקבוצת הבנק העולמי, אשר הנפיקה בשנת 2017 אג"ח חברתית לצורך השקעה בחיזוק הגישה של יזמות נשית למימון. נוסף על כך, החל בשנת 2020 הונפקו אג"ח חברתיות לטובת התמודדות עם נגיף הקורונה: הבנק האפריקני לפיתוח הנפיק איגרת חוב חברתית בסך 3 מיליארד דולרים כדי לסייע למדינות באפריקה להתמודד עם השפעות הנגיף. כאמור לעיל, במבנה המכשיר הפיננסי אין הבדל בין אג"ח חברתיות לבין לאג"ח ירוקות.

בהקשר זה, נזכיר מכשיר פיננסי נוסף שנקרא Social Impact Bond (SIB), מכשיר שקיים גם בישראל ומופץ על-ידי Social Finance Israel. גם במכשיר זה יש קשר בין גיוס הון לבין השגת יעדים חברתיים. ואולם, לא מדובר באיגרת חוב המונפקת בבורסה, ולכן היא גם איננה סחירה. המבנה של SIB הוא במודל של Pay For Success - כלומר, יש קשר בין הצלחת הפרויקט הספציפי שבו משקיעים לבין התשלום למשקיעים, כך שההשקעה יכולה להיפך גם למענק פילנתרופי במקרה שהפרויקט לא מניב תשואה (לפירוט המודל, ראו נספח 2). במחקר זה לא אתמקד ב-SIB בשל המבנה הפיננסי שלו, שאינו השקעה גרדא, ומשום שאין מדובר באגרות חוב בעלות מבנה פיננסי המזכיר אג"ח רגילות (Plain Vanilla), ולכן גם איננו בר-השוואה לאג"ח רגילות. כמו כן, לרוב אין מדובר באיגרת חוב אשר למקבלי החלטות יכולת להשפיע על פיתוחה באמצעות חלופות מדיניות מאקרו ובאופן ישיר, מלבד השתתפות בתשלום על איגרת החוב.

## 3. אג"ח בנות-קיימא - Sustainable

אג"ח בנות-קיימא הן אגרות חוב שבהן הכסף המגויס מיועד למימון פרויקטים לטובת קידום מטרות המשלבות יעד חברתי עם יעד סביבתי (ICMA, 2021c). בשנים האחרונות אנו עדים לגידול עצום גם בהנפקות של אגרות חוב בנות-קיימא: ברבעון הראשון של שנת 2022 הונפקו אג"ח בנות-קיימא בסך 44.5 מיליארד דולרים, ובשנת 2021 בסך של כ-190 מיליארד דולרים. דוגמה מהשנים האחרונות להנפקת אג"ח בנות-קיימא היא ההנפקה של בנק JP Morgan בארצות הברית, אשר הנפיק בשנת 2020 אג"ח שנועדו לממן פרויקטים של אנרגיה מתחדשת יחד עם סבסוד וסיוע במימון של דיור בר-השגה. בכל הנוגע למבנה, אג"ח בנות-קיימא דומות לאג"ח ירוקות ולאג"ח חברתיות.<sup>9</sup>

## 4. אג"ח מעבר - Transition

כאמור, זהו סוג נוסף של אגרות חוב בעל מאפיינים פיננסיים דומים. אגרות חוב "מעבר" שנויות במחלוקת בהשוואה לשלוש אגרות החוב האחרות שאינן תלויות תוצאות. ולראיה, International Capital Market Association (ICMA) שהפך להיות גורם מוביל בשוק אגרות החוב הקשורות ליעדים סביבתיים וחברתיים לא כולל אותן כחלק מ"משפחת" אגרות החוב ח"ב.

<sup>9</sup> קשה להכריע מתי הונפקה איגרת החוב הבת-קיימא הראשונה, שכן כבר בתחילת הדרך כללה הנפקת אג"ח ירוקות לעתים מטרות חברתיות, ולהפך. נהוג לזהות את איגרת החוב הבת-קיימא הראשונה שהונפקה עוד טרם הנפקת איגרת החוב החברתית הראשונה, בשנת 2015.

זאת לעומת Climate Bonds Initiative (CBI) אשר עוקב אחר שוק אג"ח ח"ב וכולל את סוגי אגרות החוב הזה כחלק מאג"ח ח"ב. בשנת 2019 הציגה החברה הצרפתית AXA את הרעיון המקורי לאג"ח מעבר, שבו החברה המנפיקה את האג"ח היא חברה מזהמת המעוניינת להפוך לירוקה יותר ומזהמת פחות. הכסף המגויס ינותב באופן ספציפי לטובת פרויקטים אשר יסייעו לחברה המנפיקה לבצע מעבר אנרגטי לטובת המשך פעילותה, תוך הפחתת זיהום (AXA, 2019).

התומכים בהכללת אג"ח מעבר בקטגוריית אג"ח ח"ב סבורים שיש חשיבות במתן אפשרות לחברות מזהמות להצטרף גם הן לשוק אג"ח ח"ב. לטענתם, משקיעים "ירוקים" נוטים לסרב להשקיע בחברות מזהמות, או כאלו שעוסקות בפעילות מזהמת כפעילות מרכזית, ובשל כך חברות אלו לא תצלחנה לגייס הון ולפתח טכנולוגיות לייעול הייצור ולהפחתת זיהום עצמי (Shrimali, 2022). יתרה מכך, יש שרואים בכל אגרות החוב שאינן תלויות תוצאות אגרות חוב "מעבר": אגרות חוב שנועדו לסייע להפחתת פליטות ולקידום מטרות חברתיות. בכך, גם אם חברה שאינה מזהמת מנפיקה אגרות חוב ירוקה, הרי שלמעשה אין היא שונה במהותה מחברה מזהמת המנפיקה אגרות חוב "מעבר" לצורך הפחתת פליטות עצמית.

שתי ביקורות מרכזיות הושמעו כלפי סוג זה של אגרות חוב: ראשית, הכספים של המשקיעים מנותבים באופן ישיר לטובת חברות מזהמות שעיקר הפעילות העסקית שלהן מזהמת. שנית, יכול להיות חשש ל-Greenwashing: מצב שבו החברה עושה בכספים שהיא מגייסת שימוש ציני שאינו לטובת מעבר אנרגטי שלה ולהפחתת זיהום, מאחר שהקופון שהמשקיעים מקבלים אינו תלוי בהצלחת הפרויקט בהכרח (Shrimali, 2022).

לצורך מחקר זה לא אתמקד באג"ח מעבר ככאלו שקובעי המדיניות יכולים לתמרץ את השוק לפעול לגביהן באופן ספציפי, אלא אתמקד באג"ח לא תלויות תוצאות ובאג"ח SLB כשתי קטגוריות בשוק האג"ח ח"ב.

### 3.2 אג"ח תלויות תוצאות בנות-קיימא – Sustainability Linked Bond

באג"ח SLB מבנה אגרת החוב אמור לתמרץ את המנפיק לעמוד ביעדים<sup>10</sup> סביבתיים או חברתיים, שכן אגרת החוב כוללת מבנה תשלומים שונה מזה של אגרת חוב רגילה. תשלומי האג"ח מושפעים באופן ישיר מהשאלה האם המנפיק עומד ביעדים בני-קיימא שהוסכמו בתנאי האג"ח. למנפיק, במקרה זה, חופש פעולה עם הכספים המגויסים, והוא לא מחויב לנתב אותם לטובת פרויקט ספציפי. לצורך קביעת מנגנון התשלומים, מנפיק האג"ח חותם במועד ההנפקה על יעד מדיד אחד לפחות שאותו הוא מתכוון להשיג עד לתאריך הנקבע מראש. יעדים אלו נקראים Key Performance Indicators (KPI), והם נמדדים על-ידי חברה חיצונית המוסכמת מראש על המנפיק והמשקיעים.

בהסכמת הצדדים, אם המנפיק לא עומד ביעדים הוא יחויב לשלם קופון תקופתי גבוה יותר במרווח ריבית הנקבע מראש לרוכשי האג"ח. אם המנפיק עומד ביעדים, באפשרותו לשלם קופון תקופתי נמוך יותר. לפיכך, אם המנפיק אינו עומד ביעדים, הוא למעשה "נקנס" על כך (ICMA, 2020b). חשוב לציין שישנן שיטות נוספות לקנוס את מנפיק האג"ח אם לא יעמוד בתנאים שנקבעו מראש. לדוגמה, התחייבות לשלם 50 נקודות בסיס נוספות על קרן האג"ח בעת הפדיון אם הוא לא יעמוד ב-KPI. דוגמה נוספת היא שתינתן אופציית מכר PUT לרוכש האג"ח על אגרות החוב אם המנפיק לא יעמוד ביעדים (Liberadzki, Jaworski and Liberadzki, 2021).

<sup>10</sup> יש מקום להזכיר גם קבלת אשראי לצורך קידום מטרות ESG. ככלל, מדובר בהלוואה לצורך מטרה סביבתית או חברתית, שבה מעניק האשראי מוכן לוותר על מספר נקודות אחוז בהחזר ההלוואה אם יושגו יעדים בר-קיימא המפורטים בתנאי האשראי. אולם, מדובר בשוק קטן יותר ונפוץ פחות מ-SLB, מה גם שלא מדובר בהנפקה בבורסה והמכשיר אינו סחיר, ולכן אתמקד במחקר זה בשוק אגרות החוב באופן ספציפי.

איגרת החוב SLB הראשונה הונפקה בשנת 2019 על-ידי חברת Enel. ברבעון הראשון של שנת 2022 הונפקו אג"ח SLB בסך של כ-24 מיליארד דולרים.

על-פי טענה שהוזכרה בספרות המחקרית הרלוונטית, חוזים אופטימליים צריכים להכיל את כלל ההתניות האפשריות (Hart and Holmstrom, 1987), ולפיכך היינו מצפים שאג"ח SLB ידחקו מהשוק אט-אט את אגרות החוב שאינן תלויות תוצאות. ואולם, עד כה אנו לא עדים לתופעה כזו. הסבר אפשרי לכך הוא שקיומן של שני סוגי אגרות החוב במקביל בשוק המכשירים הפיננסיים לטובת קידום מטרות אימפקט יכול להוות שווי משקל, ואין סיבה לצפות שמכשיר אחד ידחק את האחר משוק אגרות החוב חי"ב (Barbalau and Zeni, 2021).

בהשוואה בין שתי הקטגוריות, דירוג האג"ח שחברות הדירוג מעניקות לאג"ח SLB הוא נמוך יותר, ככלל, מדירוג אג"ח לא תלויות תוצאות. ממצא נוסף הוא שאג"ח SLB נוטות להיות מונפקות על-ידי חברות מזהמות יותר, לעומת אג"ח לא תלויות תוצאות אשר מונפקות פעמים רבות על-ידי חברות מזהמות פחות, והדבר קשור לפרמיה הנמוכה יותר שהאג"ח הללו מקבלות - כלומר משקיעים מעריכים אותן מעט פחות (Barbalau and Zeni, 2021). עם זאת, כאמור, סכום ההנפקות של אג"ח SLB גדל בקצב מהיר יותר מאג"ח חי"ב שאינן תלויות תוצאות.

### 3.3 סטנדרטיזציה עבור הנפקות אג"ח חי"ב

סוגיה חשובה בנוגע לאגרות החוב חי"ב, ובשונה מאגרות חוב רגילות, היא שאלת הסטנדרטיזציה: כיצד יכולים משקיעים לוודא כי אגרות החוב אשר הונפקו תחת הכותרת "חי"ב" אכן עומדות בתנאים של אג"ח חי"ב? שהרי, וכפי שנפרט בפרק הסיכונים, אם אין גורם בר-סמכא שיכול לתת גושפנקה במועד ההנפקה לאיגרת החוב כ"חי"ב, ישנו פוטנציאל ל-Greenwashing - מצב שבו המנפיקים מציגים כלפי חוץ את אגרות החוב שלהם כשואפות לקדם מטרות סביבתיות או חברתיות, אך למעשה מדובר במצג שווא, ואיגרת החוב הוצגה כ"חי"ב" רק לצורך ניסיון להשגת תנאים טובים יותר לגיוס הון. כיום ישנם כמה גופים בינלאומיים המעניקים "חותמות" להנפקות של אגרות חוב ממשפחת חי"ב. המרכזיים שבהם הם ICMA ו-CBI. מעבר לעובדה ש-ICMA ו-CBI מפרסמים את הסטנדרטים לכך שאיגרת חוב תיחשב איגרת חי"ב, חברות המנפיקות אג"ח חי"ב מפרסמות לא אחת כי הן קיבלו את החותמת של אחד משני הגופים הללו לאיגרת החוב שהונפקה, או של שניהם גם יחד. ואולם, ICMA ו-CBI אינם הגופים היחידים המעניקים גושפנקה לאגרות חוב, וישנו ניסיון מצד בורסות רגולטוריות פיננסיים להעניק גושפנקה משלהם.

העובדה שלא קיים סטנדרט אחיד ובינלאומי לאג"ח חי"ב יוצרת תחרות בין מוסדות וגופים המעניקים "חותמת". קיומם של כמה גופים מתחרים יכול ליצור דינמיקה תחרותית חיובית (דאגה לסטנדרטים גבוהים ומניעת Greenwashing), או דינמיקה תחרותית שלילית (הנמכת הסטנדרטים). בהמשך נפרט את חשיבות האימוץ של סטנדרטיזציה וכללים אחידים גם לצורך קידום שוק אגרות החוב חי"ב בישראל.

כבר בשנת 2015 סקר ארגון ה-OECD את שוק אגרות החוב חי"ב (תוך התמקדות באג"ח ירוקות), והעיר כי כדי שהשוק יצמח ויתפתח, יש צורך בקביעת סטנדרטים בינלאומיים בנוגע למאפיינים של אג"ח חי"ב שיאומצו על-ידי רגולטורים פיננסיים בעולם (OECD, 2015).

<sup>11</sup> על ההבדל שבין שני הגופים הללו והיוזמות שלהם להגדיר אג"ח חי"ב ראו (Park, 2018).



## 4. סקירה: שוק אג"ח חי"ב קונצרני וממשלתי בישראל ובעולם

### 4.1 שוק אג"ח חי"ב קונצרני וממשלתי בישראל

הכותרת "שוק אג"ח חי"ב קונצרני וממשלתי בישראל" מעט מטעה: ככלל, כמעט לא קיים שוק כזה בישראל. נכון ליוני 2022, שלוש חברות ישראליות בלבד הנפיקו אג"ח חי"ב, וחברה רביעית הכריזה על הנפקה צפויה: טבע, בנק הפועלים וקבוצת עוגן הנפיקו אג"ח חי"ב, שלושתן בשמונת החודשים האחרונים - טבע ובנק הפועלים בסוף שנת 2021, ועוגן במחצית הראשונה של 2022. נוסף על אלו הכריזה אורמת ביוני 2022 על כוונתה להנפיק אג"ח ירוקה להמרה. הנפקות אלו בישראל צומחות שנים רבות לאחר ההנפקות הראשונות בשוק, ולאחר שאגרות החוב הללו נעשו נפוצות מאוד באירופה, בארה"ב ובסין.

איגרת החוב שהנפיק בנק הפועלים ב-15 באוקטובר 2021 היא מסוג Co-Co "Green". איגרת חוב Contingent-Convertible היא מכשיר חוב שבו למנפיק שמורה הזכות להפוך את אגרות החוב למניות, לפרוע את האג"ח למזומן, או אף למחוק את הקרן של האג"ח אם המנפיק יגיע לרף מסוים, מוסכם מראש, של קושי כלכלי. בשל כך, מכשיר זה נחשב מסוכן יותר מאג"ח להמרה רגילה, שבה לרוכש האג"ח שמורה הזכות להמיר את האג"ח למניות אם ירצה, ומתי שירצה (Albul, Jaffe and Tchisty, 2015). במקרה זה, איגרת החוב מסוג Co-Co היא גם ירוקה: בהנפקת האג"ח שבה גייס בנק הפועלים גייס מיליארד דולרים, הוא התחייב שהכסף המגויס ינותב כאשראי לטובת לווים המבצעים פרויקטים ירוקים בלבד בחמש השנים הקרובות (חזני, 2021). עם ההנפקה הפך בנק הפועלים לחברה הישראלית הראשונה אשר מנפיקה אג"ח ממשפחת חי"ב. לפי פרסומים, בנק הפועלים לא ציפה שהביקוש, שעמד על פי 2.6 מההיצע (כלומר, ביקוש של 2.6 מיליארד דולרים) יהיה כה גבוה (שירות גלובס, 2021).

איגרת החוב השנייה ממשפחת חי"ב שהנפיקה חברה ישראלית הונפקה על-ידי חברת Teva Pharmaceuticals (טבע), בחודש נובמבר 2021. טבע גייסה 5 מיליארד דולרים בהנפקת אג"ח מסוג SLB בחלוקה ל-4 סדרות שונות. משיחות שנערכו עם גורמים בתעשייה עולה שגם במקרה זה היה ביקוש גדול מצד משקיעים שונים ברחבי העולם לאיגרת החוב, ביקוש שנבע מכך שהוא חלק ממשפחת חי"ב ושמפורטים בו יעדים ברורים שטבע מתחייבת לעמוד בהם.

איגרת החוב השלישית ממשפחת חי"ב הונפקה על-ידי קבוצת עוגן - ארגון פיננסי חברתי-כלכלי שלא למטרות רווח. קבוצת עוגן גייסה 50 מיליון שקלים בחודש פברואר 2022 בהנפקת איגרת חוב חברתית, שרוכשיה המרכזיים היו בנק הפועלים, קרן הפנסיה גילעד, מפעל הפיס וקופת הגמל של עובדי האוניברסיטה העברית. ככלל, קבוצת עוגן שואפת להנגיש אשראי בר-השגה למסורבי הלוואות, וגם הכסף המגויס באיגרת חוב זו ינותב לשם כך, דבר ההופך אותה ל"חברתית".

נוסף על אלו, בחודש יוני 2022 הכריזה אורמת על תמחור של איגרת חוב ירוקה להמרה בסך של 375 מיליון דולרים למשך 5 שנים. ההון המגויס ינותב לטובת קידום פרויקטים ירוקים שאורמת מקדמת ממילא כחלק מפעילותה: הקמה ותפעול של תחנות כוח הפועלות בעיקר על אנרגיה גיאותרמית.

טבע ובנק הפועלים גייסו את ההון באג"ח חי"ב בשווקים בינלאומיים ולא בישראל, וכך תעשה גם אורמת. איגרת החוב החברתית של עוגן גייסה כספים ממשקיעים ישראלים.<sup>12</sup>

## 4.2 שוק אג"ח חי"ב קונצרני וממשלתי בעולם

לעומת הנעשה בישראל, אג"ח מסוג חי"ב משמשות מכשיר גיוס הון הצובר תאוצה כבר למעלה מעשור ברחבי העולם. כבר בשנת 2007 הונפקה איגרת החוב הירוקה (Green) הראשונה על-ידי הבנק האירופי להשקעות (EIB), והבנק העולמי הנפיק גם הוא אג"ח דומה שנה לאחר מכן. בשנת 2012 הונפקה האג"ח הקונצרנית הירוקה הראשונה, ומאז אנו עדים לכניסה לשוק של אג"ח חברתיות, בנות-קיימא, SLB ואף אג"ח מעבר שהנפיקו בנקים בינלאומיים לפיתוח, בנקים מרכזיים, ממשלות, חברות ציבוריות ועוד.

סך ההנפקות של אגרות חוב חי"ב קונצרניות בשנים 2014-2021 עמד על 1.1 טריליון דולרים, ורובן המוחלט של אגרות החוב שהונפקו היו מסוג ירוקות. בתרשים 3 אפשר לראות פירוט של סך ההנפקות. סך שווי השוק של אגרות חוב ירוקות, חברתיות ובנות-קיימא עומד נכון למאי 2022 על כ-2.5 טריליון דולרים. בשנה האחרונה נעשו מחצית מסך גיוסי ההון באגרות חוב אלו על-ידי מדינות האיחוד האירופי, בעוד ארה"ב אמונה על כ-40% מסך גיוסי ההון בשנה האחרונה.<sup>13</sup> ואולם, בתוך שוק האג"ח חי"ב יש לחלק בין אגרות חוב המונפקות על-ידי חברות ציבוריות או מוסדות פיננסיים אחרים, לבין הנפקות ממשלתיות או של בנקים מרכזיים.

ככלל, אחת הדרכים המרכזיות של מדינות להתמודד עם פער בין הכנסות ממסים לבין הוצאות וביצוע תקציב היא הנפקת אג"ח ממשלתיות.<sup>14</sup> נכון להיום, שווי שוק אגרות החוב הממשלתיות שנתרה להן עוד לפחות שנה אחת לפדיון בעולם עומד על 45 טריליון דולרים. שווי השוק של אג"ח ממשלתיות הוא כמחצית משוק האג"ח כולו (Climate Bonds Initiative, 2021a). כמו בהנפקת אג"ח רגילות על-ידי גוף לא-ממשלתי, הנפקת אג"ח ממשלתיות רגילות לא מחייבת את המדינה "לצבוע" את הכסף המגויס לטובת מטרה ספציפית, אלא משמשת לרוב כלי לסגירת גירעון, תוך שהממשלה נהנית מהגמישות שיש לה בשימוש בכסף המגויס. בשל כך, אפשר להבין אם מדינות נרתעות מהנפקת איגרת חוב שהכסף המגויס בה יוקדש לטובת פרויקט אחד או סוג מסוים של פרויקטים באופן שימנע ממנה לעשות בכסף שימוש אחר. יתר על כן, הנפקת אג"ח חי"ב ממשלתית יכולה להתנגש עם ניהול חוב נקי החף משיקולים ומלחצים פוליטיים.

למרות זאת, אנו עדים לצמיחה משמעותית בשנים האחרונות בהנפקות אג"ח חי"ב ממשלתיות, וישנן מדינות שהנפיקו יותר מאג"ח חי"ב ממשלתית אחת. איגרת החוב חי"ב הממשלתית הראשונה הונפקה על-ידי פולין בשנת 2016, וקדמו לה אגרות חוב חי"ב מוניציפליות שהנפיקו ערים ומדינות בארה"ב, כמו ניו-יורק וקליפורניה, ונכון לחודש מרס 2022 הנפיקו 27 מדינות

<sup>12</sup> בהקשר של שוק אג"ח חי"ב בישראל, נזכיר שוב את "אגרות החוב" שהונפקו על-ידי Social Finance Israel (SFI), שהיא חברה לתועלת הציבור שהנפיקה כמה אג"ח חברתיות בישראל ובעולם. כך למשל הונפקה איגרת חוב חברתית SIB שמטרתה צמצום בדידות קשישים בתל-אביב-יפו, ואיגרת חוב חברתית SIB שמטרתה להגביר את מספר בוגרי המתמטיקה ברמות 4 ו-5 יחידות בגרות ברהט. ואולם, אין מדובר באג"ח חי"ב אלא בהסכם בין כמה בעלי עניין: SFI, המדינה ועיריית רהט. למרות זאת, למכשיר זה חשיבות באקו-סיסטם של כלכלת האימפקט בישראל.

<sup>13</sup> <https://efdata.org>

<sup>14</sup> הכוונה לאגרות חוב שמנפיקות ממשלות, וכן לאגרות חוב שמנפיקים בנקים מרכזיים. בישראל, הכוונה בעיקר לאגרות חוב שמנפיקה הממשלה באמצעות החשב הכללי במשרד האוצר, ולא למלווה קצר מועד (מק"מ) שמנפיק בנק ישראל.

שונות אג"ח ח"ב ממשלתיות. ועידת גלזגו הייתה זרז משמעותי לשוק, והביאה להנפקות ירוקות נוספות של מדינות, לצד הנפקות של אג"ח חברתיות להתמודדות עם משבר הקורונה (Climate Bonds Initiative, 2021a). נכון ליום כתיבת שורות אלו, מדינת ישראל לא הנפיקה איגרת חוב ח"ב ממשלתית.

רובן המוחלט של אג"ח ח"ב הממשלתיות אינן תלויות תוצאות, והכספים המגויסים מנותבים לפי תנאי האג"ח לטובת פרויקט ספציפי או מטרה ייעודית, בעוד הקופון על האג"ח נותר קבוע וכפי שמוסכם בתנאי האג"ח בעת החתימה. ואולם, במהלך שנת 2022 היינו עדים להתפתחות בשוק האג"ח SLB הממשלתי: בחודש מרס הונפקה איגרת החוב SLB הממשלתית הראשונה על-ידי צ'ילה, בינואר הונפקה איגרת החוב SLB הראשונה על-ידי רשות מקומית, בהלסינגבורג, שוודיה, ובפברואר הונפקה איגרת החוב SLB המוניציפלית הראשונה, באריזונה, ארה"ב.

## 5. סיכונים

נכון להיום, לא נראה שישנם סיכונים פיננסיים מערכתיים שיכולים לנבוע באופן ישיר משוק אג"ח ח"ב בעולם, מאחר שהשוק עדיין אינו תופס נתח משמעותי בשוקי ההון באופן שמעורר סיכונים מערכתיים.<sup>15</sup> במובן זה, אפשר לראות את ה"סיכונים" שיפורטו להלן בעיקר כסיכונים מנקודת המבט של המשקיעים והמנפיקים - קרי: כסקירת הנימוקים המרכזיים נגד השקעה באג"ח ח"ב וקידום השוק. אפרט שלושה סיכונים מרכזיים, ולאחר מכן אפרט שניים נוספים שעוסקים בעיקר במנגנון התשלומים של אג"ח SLB.

### 1. פוטנציאל ל-Greenwashing

התפתחות שוק אג"ח ח"ב, תוך שינוי בהעדפות של משקיעים, מביאה לידי ביקוש גובר לאגרות חוב ח"ב. לדוגמה, סך ההון שגויס במסגרת הנפקת איגרת החוב הירוקה על-ידי בנק הפועלים היה 1 מיליארד דולרים, בעוד הביקוש לאג"ח עמד על 2.6 מיליארד דולרים. משיחות שנערכו עם גורמים בשוק עולה כי מדובר במגמה כללית ולא במקרה יחיד. הועלתה הסברה שהביקוש להשקעות שיש להן השפעה על האקו-סיסטם כולו גדל, עד כדי שבהנפקות אג"ח ח"ב הגוף המנפיק מצליח לגייס כספים ממשקיעים בעלי אג'נדה סביבתית או חברתית חזקה (Dark Green Investors), שלא היה עולה בידו לגייס מהם אלמלא הייתה איגרת החוב מסוג ח"ב.

הביקוש הרב להשקעות אימפקט בכלל ולאג"ח ח"ב בפרט, מביא לכך שגוף המעוניין להנפיק אג"ח ח"ב יכול ליהנות לעתים מפרמיה על איגרת החוב,<sup>16</sup> דבר שיאפשר לו לגייס הון במחיר נמוך יותר, תוך התחייבות לשלם קופון נמוך יותר למחזיקי האג"ח (Kenway, 2020).

ואולם, הפרמיה המפתה למנפיקים יכולה להביא לידי כניסה לשוק של גופים וחברות בעלי אינטרסים זרים. גופים אלו עלולים לנצל את המשקיעים המחפשים השקעות אימפקט ולקבל פרמיה על ההנפקה, בעוד הכספים לא ינותבו בהכרח למטרות חברתיות או סביבתיות. לדוגמה, הנפקת אג"ח SLB מתוך כוונת תחילה שלא לעמוד ביעדים KPI שהוצבו מראש, תוך ניצול

<sup>15</sup> בעתיד ייתכן שהשוק יגדל לממדים גדולים ובעלי השפעה רחבה, ואז יוכל להוות איום מערכתית.

<sup>16</sup> באנגלית, Premium. מכיוון שהתופעה של פרמיה על אג"ח ח"ב, וספציפית אגרות חוב ירוקות, הוא נפוץ מאוד, השתגר המינוח Greemium עבור הפרמיה שניתנת לאג"ח ח"ב בשל היותן ירוקות.

ה"קנס" הנמוך שינבע מהביקוש הגדול בשוק. כל עוד אין רגולציה ואכיפה ייעודיות לנושא זה, קיים חשש פוטנציאלי לעלייה בהיקף תופעה זו.

כניסה של שחקנים בעלי אינטרסים זרים עלולה לפגוע בשוק האג"ח חי"ב ובמטרות סביבתיות וחברתיות בשני היבטים: ראשית, פגיעה במוניטין של שוק האג"ח חי"ב ויציאה של משקיעים ממנו, דבר העלול להוביל לצמצום מספר ההנפקות, לפגיעה בפרמיה בהנפקה ולפגיעה במנפיקים ובשחקנים "ישרים", וכך לפגיעה במטרות סביבתיות וחברתיות. שנית, העלאת חשדות וספקות כלפי מוצרים פיננסיים נוספים בשוק כלכלת האימפקט שלהם זיקה למטרות סביבתיות או חברתיות, שתוביל בהכרח לפגיעה במטרות אלו.

תופעת ה-Greenwashing עלולה גם להצמיח דילמה לעניין הצורך באינטרסים טהורים בהנפקת אג"ח חי"ב. אם חברה מצהירה שהיא מתכוונת לעמוד ביעד סביבתי או חברתי מסיבה חיצונית (לדוגמה: רגולציה המחייבת אותה), ביכולתה להנפיק אג"ח חי"ב ולהשתמש בכסף המגויס לטובת העמידה ביעד האמור. בכך, ייתכן שיוצג למשקיעים מצג שווא על מטרות איגרת החוב, שהן אימננטיות לפעילות החברה ונובעות מרצון של החברה לקדם מטרות אימפקט, בעוד כוונתה המקורית הייתה לעמוד ביעדים שהיא מחויבת להן ממילא. מחד גיסא, מדובר בניצול הביקוש להשגת פרמיה נמוכה עבור השגת מטרות שאינן "חדשות" או שהן וולונטריות עבור החברה, דבר שעלול לעורר חשדנות כלפי הנפקות אג"ח חי"ב עתידיות בשוק. מאידך גיסא, לא בטוח שהכסף המגויס באג"ח חי"ב צריך להיות מוכוון לצורך השגת יעדים "חדשים" שאינם כלולים באג'נדה של החברה. וממילא קשה מאוד ליצור שקיפות אינטרסים מלאה באופן שיחשוף את מערך השיקולים הרחב של מנפיקי אגרות חוב חי"ב. למשל, האם הנפקה מטעמי קידום יחסי ציבור נחשבת Greenwashing?

נכון להיום, קשה לראות כיצד אפשר לטעון ל-Greenwashing אם חברה מקדמת מטרות סביבתיות או חברתיות, ולא חשוב מה הסיבה לכך שהיא עושה זאת. לכן החשש מפני Greenwashing נוגע בעיקר לכניסה של משקיעים בעלי אינטרסים זרים, וזאת כל עוד לא תהיה אכיפה ייעודית ומתאימה.

## 2. תחרות המדרדרת מטה

כיום, אין גורם פיקוח אחד ואין אחידות סטנדרטים לעניין הנפקות אג"ח חי"ב: יש כמה חברות המציעות שירותי פיקוח על השימוש בכספים המגויסים באג"ח חי"ב, וכמה חברות המסייעות בהכנת הדוחות התקופתיים שהמנפיקים מחויבים לפרסם בנוגע לשימוש בכסף שגויס. במצב עניינים כזה, יכולה להיווצר "תחרות מדרדרת מטה", שבה החברות והגופים (כולל רגולטורים פיננסיים) האמונים על ביקורת ופיקוח על הגופים המנפיקים יציעו פיקוח הדוק פחות כדי להתחרות על לקוחות. במקרה כזה, לא רק שהסטנדרטים לקביעת פרויקטים או יעדים סביבתיים וחברתיים עבור אג"ח חי"ב עלולים להיפגע, אלא אף יהיה קשה לקבוע אם החברה שגייסה כסף עשתה Greenwashing וניצלה את המשקיעים, כפי שפורט לעיל.

## 3. ביקוש נמוך

משקיעים השואפים לקדם מטרות סביבתיות או חברתיות יסכימו לוותר על תשואה (עד לגבול מסוים) כדי לקדם מטרות אלו. ואולם, אין ערובה לכך שמשקיע השואף למקסם רווחים יסכים לוותר על תשואה, ולו המינימלית ביותר, בשל טעמים סביבתיים או חברתיים. אמנם יש אינדיקציות שונות לכך שהביקוש לאג"ח חי"ב גדל, אך קשה לקבוע אם הביקוש גדל בשל תשואה עודפת שיש לאגרות החוב חי"ב המונפקות על-ידי חברות מסוימות, או משיקולים אתיים של נכונות להסכים לתשואה נמוכה יותר מאשר בהשקעות במכשירים אחרים. נוסף על כך, אין ערובה לכך ששוק זה ימשיך לצמוח, למרות תחזיות חיוביות.

כל עוד החזקה או השקעה באג"ח חי"ב לא מניבה תשואה גבוהה יותר, קשה לשכנע משקיעים לרכוש אג"ח חי"ב. ביקוש נמוך יכול להקשות על צמיחת השוק בישראל, להעלות את מחירי אגרות החוב חי"ב ולהקטין את נזילותן, ובכך להערים קושי על משקיעים המוכנים לוותר על תשואה לשם קידום מטרות.

## סיכונים ייעודיים לאג"ח SLB

### 4. אין אחידות סטנדרטיזציה בבחירת KPI

כל גוף המנפיק אג"ח SLB בוחר יעדים מדידים הרלוונטיים לפעילותו, כדי לקבוע האם ומתי ייאלץ לשלם קנס על אי-עמידה באותם היעדים. כיום אין אחידות סטנדרטים בינלאומית בנוגע לשאלה אילו יעדים יכולים להיחשב יעדי KPI בתנאי האג"ח, והיעדים נקבעים תוך משא ומתן בין המשקיעים לבין מנפיקי האג"ח. פערי מידע בין המשקיעים לבין המנפיקים יכולים להביא למצב שבו יעדי KPI אינם שאפתניים דיים, או לחלופין קשים מדי להשגה, דבר שעלול למנוע מהחברה להשיג את היעדים שלשם הונפקה אגרת החוב, וכן להשית עליה קנס.

אי-האחידות רלוונטית הן בהנפקות אג"ח SLB שונות בתוך מדינה, והן בהנפקת אג"ח SLB של מדינות שונות. בהנפקות של גופים שונים באותה מדינה יש חשיבות לסטנדרטיזציה, כדי ליצור שוויון בכללים ותנאי שוק הוגנים. בהנפקות של גופים שונים במדינות שונות, ובפרט בחברות הרשומות למסחר ביותר ממדינה אחת, יש חשש מארביטראז' רגולטורי, שעלול להביא לידי כך שהחברה המנפיקה תבחר להנפיק במדינה בעלת הרגולציה המחמירה פחות, ותיצור עיוות בשווקים.

### 5. קנס נמוך על אי-עמידה ביעדים

ייתכן מצב שבו ההבדל הכספי בתשלומי הקופון בין עמידה ביעדי KPI ולבין אי-עמידה בהם אינו גבוה מספיק כדי לתמרץ את החברה לעמוד ביעדים שהציבה לעצמה. כך, שיקולי עלות אלטרנטיבית עלולים להוביל את החברה לבחור מראש שלא לנסות ולעמוד ביעדים, ולנצל את הביקוש הרב בשוק כדי לגייס הון במחיר נמוך יותר. גם ביחס לקושי זה, אי-אחידות בכללים ובסטנדרטים מעצימה את הקושי, וכך גם שאיפה ופיקוח מצומצמים מדי.

## 6. הזדמנויות

בשנים האחרונות אנו חוזים בצמיחה גבוהה בשוק האג"ח חי"ב, וספציפית בגידול בהנפקות אג"ח תלויות תוצאות SLB. קיימים שלושה טיעונים מרכזיים התומכים בהנפקה או ברכישה של אג"ח חי"ב, שבכוחם להאיר את ההזדמנויות בשוק זה (Flammer, 2021). ראשית נפרט את הסיבות העיקריות לכך שמוסדות שאינם מדינות מנפיקים אג"ח חי"ב כיום, ולאחר מכן נתמקד בסיבות המרכזיות שבגינן מדינות מנפיקות אג"ח חי"ב. המיקוד באג"ח חי"ב ממשלתיות נובע מכך שהנפקה כזו היא חלופת מדיניות שנסקור גם בהמשך.

1. **מענה לביקוש של משקיעים.** כאמור לעיל, הביקוש למוצרים בעלי קשר לאימפקט סביבתי או חברתי גדל בגלל העדפות משתנות של משקיעים. הביקוש יכול להסביר חלק מהפרמיה שמאפשרת למנפיקים לגייס הון במחיר זול יותר (Taylor, 2021). בשנים האחרונות אנו עדים לכך שמשקיעים המגדירים עצמם "ירוקים" רוכשים יותר אג"ח חי"ב מבעבר. שיעור המשקיעים שרכשו אגרות חוב חי"ב ומגדירים עצמם "ירוקים" עמד בשנת 2021 על כ-66%, לעומת כ-20% בשנת 2020

(Climate Bonds Initiative, 2021a). ביקוש זה יכול להשתרש להשפעה על מעגלים נוספים, בצורת פיתוח מכשירים פיננסיים, מוצרים וטכנולוגיות ייעודיות בתחום הסביבתי או החברתי.

**2. גידור מפני סיכוני שוק והשפעות חיצוניות.** פגעי אקלים, וכן רגולציה ממשלתית נגד חברות מזהמות, כחלק מהשגת יעדים סביבתיים גלובליים, יכולים לפגוע בצורה ניכרת ברווחיות של חברות, ובעיקר חברות מזהמות, וכך לפגוע גם במשקיעים. כדי לגדר מפני סיכון השוק האקלימי, משקיעים יכולים להחזיק בפורטפוליו שלהם מוצרים מגדרי סיכונים אקלימיים כמו אג"ח חיי"ב, ומנפיקים יכולים לגייס הון לטובת יעול אנרגטי לשם גידור סיכונים מפגעי אקלים או סיכונים רגולטוריים הקשורים למשבר האקלים (Cepni, Demirer and Rognone 2022).

**3. סיגנל חיובי (Signal).** הנפקת אג"ח חיי"ב שולחת סיגנל לשוק כולו, ולמשקיעים באופן ספציפי, שהגוף המנפיק שואף להשיג יעדים סביבתיים או חברתיים. הדבר מתקיים הן בהנפקת אג"ח לא תלויות תוצאות והן באג"ח SLB: באג"ח לא תלויות תוצאות, "צביעת" הכסף המגויס מסמלת למשקיעים שהחברה רואה חשיבות במטרות סביבתיות או חברתיות (Park, 2018). באג"ח SLB, אם החברה לא תעמוד ביעדים שהוסכמו והיא תאלץ לשלם "קנס", עלולה להיווצר פגיעה ביחסי הציבור של החברה וביכולת שלה לגייס הון בעתיד - פגיעות שעלולות להיות משמעותיות יותר מאשר קנס שהחברה משלמת. ואכן, מחקרים הראו כי משקיעים מגיבים בצורה שלילית וחזקה לפעולות של חברות נגד אחריות חברתית (Krüger, 2015), והם נוטים להיות רגישים כלפי טביעת הרגל הסביבתית של חברות (Flammer, 2013).

#### אג"ח חיי"ב ממשלתיות

**4. תמרוץ ואיתות לשוק.** פעמים רבות, התמריץ המרכזי להנפקה של אג"ח חיי"ב ממשלתית הוא הרצון לקדם ולפתח את שוק אגרות החוב חיי"ב ואת כלכלת האימפקט במדינה (Climate Bonds Initiative, 2021b). שוודיה, לדוגמה, אשר הנפיקה אג"ח חיי"ב ממשלתית, דיווחה שעשתה כן כדי לקדם את שוק אג"ח חיי"ב במדינה ולעודד חברות ציבוריות לעשות כן בעצמן. ניגריה, אשר הנפיקה שתי אג"ח חיי"ב ממשלתיות, עשתה כן כדי לאותת לשחקנים בינלאומיים על כוונותיה להצטרף למאבק בשינוי האקלים (Climate Bonds Initiative, FSD Africa and FMDQ Group PLC, 2021). הנפקת אג"ח חיי"ב ממשלתית היא איתות לאזרחי המדינה המנפיקה, וכן למדינות אחרות, שמקבלי ההחלטות במדינה מעניקים משנה תוקף למטרות סביבתיות או חברתיות, ונוטים להתחשב בשיקולים אלו במדיניות הממשלתית. חשיבות נוספת להנפקת אג"ח חיי"ב ממשלתית בהקשר של מתן מידע לשוק קשורה למבנה שוק האג"ח. הריבית המוצעת באג"ח חיי"ב המונפקות על-ידי מוסדות שאינם מדינות נגזרת (בתוספת פרמיית סיכון) מהריבית חסרת הסיכון במשק (תשואה של איגרת חוב ממשלתית, בדרך כלל איגרת חוב לשנה). בשל כך, אם מדינה תנפיק אג"ח חיי"ב (ובפרט, יותר מאג"ח חיי"ב אחת), היא תעניק לשוק יכולת להעריך, בדומה לריבית חסרת הסיכון במשק, את הריבית חסרת הסיכון עבור אג"ח חיי"ב. בכך המדינה תסייע למנפיקים ולמשקיעים לנהל משא ומתן מבוסס יותר לעניין הריבית שתוצע במסגרת תנאי האג"ח. אם מדינה תנפיק יותר מאג"ח חיי"ב אחת, היא יכולה להתחיל לבנות עקום תשואה לפדיון ייעודי לאג"ח חיי"ב, בדומה לעקום תשואה לפדיון עבור אג"ח ממשלתיות רגילות, שהוא אינדיקטור חשוב בשוק ההון.

**5. הבהרת מטרות סביבתיות וחברתיות.** קיימות מחלוקות בשאלה אילו מטרות סביבתיות או חברתיות הן בעלות חשיבות עליונה, ואילו בעלות חשיבות משנית. הנפקת אג"ח חיי"ב ממשלתית, בין שהיא תלויה תוצאות ובין שלא, תפרט בתנאי האג"ח כיצד ייעשה שימוש בכסף המגויס (לטובת אילו פרויקטים, או לאילו מטרות ייעודיות). פירוט זה יבהיר את עמדת

הממשלה בשאלה אילו מטרות סביבתיות או חברתיות יש לקדם בטווח הזמן הקצר, והדבר יסייע הן לשוק והן לממשלה עצמה להכין תוכניות ולהציב יעדים קצרים וארוכי טווח תוך התכוונות לעבר קידום מטרות משותפות.

**6. משיכת משקיעים והגדלת נפח המסחר.** דירוגי ESG של מדינות נמצאו כבעלי מתאם חיובי עם כמה אינדיקטורים של אשראי שמדינות לוקחות, המעידים על סיכון אשראי נמוך יותר (Hübel, 2020). הנפקה ממשלתית של אג"ח חיי"ב עשויה לשפר את דירוג ה-ESG של מדינת ישראל, וממילא למשוך אליה משקיעים אשר יראו במכשירים הפיננסיים שהמדינה מנפיקה מכשירים בטוחים יותר. טיעון זה מבוסס על ההנחה שמדינות בעלות דירוג ESG גבוה כהשקעה, מגדרות עצמן מפני סיכונים ESG (למשל: שימוש מושכל במשאבי טבע, מדיניות יציבה הנותנת מענה לסיכונים אקלים) (Tang, 2017). נוסף על כך, קיימות קרנות סל (ETF) אשר רוכשות אגרות חוב חיי"ב - הן ממשלתיות והן לא-ממשלתיות. הנפקה של אג"ח חיי"ב תכניס, לעתים באופן אוטומטי, את איגרת החוב חיי"ב שהונפקה לתוך קרנות הסל הייעודיות, וכך יכולה להגדיל את נפח המסחר של אגרות החוב שיונפקו.

**7. אמינות והימנעות משיקולים פוליטיים.** בניהול כספים, השפעה פוליטית על הקצאת השקעות וחלוקת תקציב יכולה לקדם שיקולים זרים שעלולים להשפיע לרעה על השאת תשואות, למשל בקרנות הון ריבוניות (Bernstein, Lerner and Schoar, 2013). ואולם, בניהול תקציב מדינה, השפעה פוליטית על חלוקת תקציב בין משרדי הממשלה השונים, וכן שינויים בחלוקת התקציב, הם מובנים ומהווים חלק אינטגרלי מהמערכת הפוליטית. נוסף על כך, חילופי שלטון או שינויים פוליטיים אחרים מביאים פעמים רבות לחלוקה מחדש של תקציבים, בהתאם למותר בחוק. לעומת זאת, במנגנון של אג"ח חיי"ב לא תלויות תוצאות, הכסף המגויס אשר "ייצבע" ימנע משיקולים פוליטיים לנתב את הכסף המגויס לטובת מטרות שלא נכללו בתנאי האג"ח. כך, מטרות חברתיות או סביבתיות אשר עוגנו בתנאי האג"ח לא יושפעו משיקולים פוליטיים, והדבר יוצר אמינות וביטחון בקרב משקיעים וגורמים בינלאומיים בדבר כוונותיה של מדינה אשר מנפיקה אג"ח חיי"ב.<sup>17</sup> בשל הסיבות שפורטו לעיל, כלל בעלי העניין והשחקנים יכולים ליהנות משוק אג"ח חיי"ב משגשג. עם זאת, מתן תמריצים וקידום שוק אג"ח חיי"ב בישראל יכולים להצמיח סיכונים דוגמת Greenwashing, ואותם יש לנהל בצורה מושכלת. לצד הסיכונים יש הזדמנויות: מדובר במכשיר צומח בשוקי ההון בעולם, ומטרתו נמצאת בהלימה למטרות סביבתיות וחברתיות רחבות שמדינת ישראל שואפת להשיג ממילא. לפיכך, ניהול מושכל של הסיכונים, יחד עם בחינת חלופות לתמרוץ ולקידום השוק עשויים לקדם את ישראל לעבר עמידה ביעדים שהציבה לעצמה.

<sup>17</sup> ייתכן ששיקולים זרים הם שיקבעו את המטרות שאג"ח חיי"ב מנסות להשיג מלכתחילה, ובעיקר במטרות חברתיות אשר אין עליהן קונצנזוס רחב ויש עליהן מחלוקות פוליטיות, לפעמים רבות. קושי זה מחזק את הצורך בסטנדרטיזציה של גוף חיצוני ובלתי-תלוי אשר יחוה דעתו על קביעת גבולות גזרה ברורים לשרטוט מטרות חברתיות עבור אג"ח חיי"ב (ייתכן שעל בסיס המטרות החברתיות המפורטות ב-17 יעדי SDG). ואולם, גם בכך אין פתרון מלא, ולכן אפשר לחלק בין אג"ח חברתיות לבין אג"ח ירוקות. מטרותיהן של אג"ח ירוקות נמצאות בקונצנזוס רחב מעט יותר, וייתכן שלעת עתה יש להתמקד בהן.

## 7. בחינה והערכה של חלופות מדיניות לתמרוץ שוק אג"ח ח"ב בישראל<sup>18</sup>

בכוחה של הממשלה, על מוסדותיה השונים, ליצור תמריצים, לזרז ולקדם את שוק אגרות החוב ח"ב בישראל תוך הפעלת כלי מדיניות שונים. פעולות יכולות להיעשות בשני שלבים שונים:

- 1. שלב ראשון - בסיס:** הנחת אבני היסוד שיאפשרו לשוק להתחיל להתפתח בישראל, תוך הימנעות מהתערבות חזקה מדי. שלב הבסיס אמור לאפשר למנפיק אג"ח ח"ב לבצע הנפקה ולגייס הון בישראל בלי להיתקל ברגולציות מונעות ומעכבות.
- 2. שלב שני - מתקדם:** זירוז ועידוד התפתחות השוק בישראל תוך נקיטת כלי מדיניות ייעודיים. חלופות בשלב המתקדם תאפשרנה צמיחה משמעותית ו-Scaling Up של השוק בישראל על-ידי צמיחה משמעותית בכמות ההנפקות. מעדויות של גורמים בתעשייה המקומית עולה שכיום קשה מאוד עד בלתי אפשרי להנפיק אג"ח ח"ב בישראל, ובעיקר בשל קשיי סטנדרטיזציה. לדבריהם, אי-אחידות של כללים וסטנדרטים היא אחת הסיבות המרכזיות לכך ששוק האג"ח ח"ב בישראל מדשדש. כמו כן, בישראל לא ניתנים תמריצים מאת הרגולטורים הפיננסיים או ממוסדות ממשלתיים אחרים להנפקת אג"ח ח"ב בישראל.

מוסדות ממשלתיים בישראל יכולים וצריכים לקדם את שוק האג"ח ח"ב - הן בשלב הבסיס והן בשלב המתקדם. מתן תמריצים רגולטוריים לגיוסי הון בישראל לטובת קידום מטרות סביבתיות או חברתיות יכול לא רק לסייע לפריחה של שוק אגרות החוב ח"ב בישראל, אלא גם להעלות את קרנו של שוק ההון הישראלי ולהגדיל את ההשקעה הזרה בו, תוך משיכת "משקיעים ירוקים/חברתיים". על גבי שני השלבים של התמריצים הממשלתיים, השוק עצמו יקבע את "כללי המשחק" של הנפקות אג"ח ח"ב: תצמח תחרות בקרב החברות האמונות על מדידת יעדים, ויגובשו סטנדרטים למנגנון ה"קנס" באג"ח SLB. כל אלו ואחרים יקבעו בשוק על-ידי דרישות משקיעים והיענות של מנפיקים (Park, 2018).

בעולם, ככלל, אפשר למצוא דוגמאות להתערבות רגולטורית בשני השלבים. בשלב הראשון, אירופה פרסמה בשנת 2019 טקסונומיה וכללי סטנדרטיזציה וולונטריים להנפקת אג"ח ירוקות.<sup>19</sup> לפי כללים אלו, איגרת חוב אשר תעמוד בסטנדרטים שהוצעו, תקבל חותמת מאת מוסדות האיחוד האירופי על היותה European Green Bond. בסין פורסמו כללים לראשונה בשנת 2015, ואלה מתעדכנים אחת לכמה שנים (לאחרונה בשנת 2021). בניגוד, אשר הנפיקה שתי אג"ח ח"ב ממשלתיות (בשנים 2017 ו-2019) פורסמו כללי הנפקה וסטנדרטים ייעודיים על-ידי הרגולטור האמון על ניירות ערך (SEC) לעניין הנפקות של אג"ח ירוקות.

בשלב השני, אפשר לראות לדוגמה את ארה"ב המעניקה הטבות מס על אג"ח מוניציפליות שחלקן בעלות מאפיינים דומים לאג"ח ח"ב לא תלויות תוצאות.<sup>20</sup> שוודיה הנפיקה אג"ח ח"ב ממשלתית כדי לתמרץ חברות ציבוריות להנפיק אג"ח ח"ב

<sup>18</sup> יובהר כי ההמלצות בפרק זה הן על דעת המחבר בלבד, ואינן משקפות בהכרח את עמדת משרד האוצר ואגף הכלכלנית הראשית במשרד האוצר.

<sup>19</sup> The European Green Bond Standard (EUGBS).

<sup>20</sup> נרחיב על סוג האג"ח הזאת ועל מבנה המיסוי החל עליה בפרק ההמלצות. נדגיש כי הטבה זו איננה ייעודית לאג"ח מוניציפליות ח"ב, אלא רלוונטית לכלל אג"ח מוניציפליות. ואולם, חלק מאגרות החוב שנכללות כעומדות בקריטריונים להיחשב אג"ח מוניציפליות בעלת הטבות מס, הן אג"ח למטרות סביבתיות.



גם כן. לבסוף, האיחוד האירופי הכריז כי החל בינואר 2021, אג"ח SLB יוכלו להיחשב, כתלות בסיכון המנפיק, ביטחונות עבור בנקים מרכזיים.

חשוב לדעת שתמריצים חזקים מדי עלולים להיות בבחינת אליה וקוץ בה. תמריצים ממשלתיים עלולים להביא גם לידי קידום מואץ ולתופעות שליליות בהקשר של אג"ח חי"ב, ובכללן Greenwashing. בשל כך, מתן תמריצים, ובעיקר אלו הקשורים לשלב המתקדם, צריך להיעשות בזהירות הראויה ותוך ניהול סיכונים מושכל.

כעת אציג חלופות שונות לכלי מדיניות לקידום השוק בישראל, ולאחר מכן אנסה להעריך את ההשפעה האפשרית של כל אחת מהן, את העלות הפוטנציאלית שלהן ואת השלכות הרוחב שבהפעלה שלהן.<sup>21</sup>

## 7.1 תמריצי מיסוי ותמיכה תקציבית: רשות המסים ומנהל הכנסות המדינה במשרד האוצר

### הטבת מס על אג"ח חי"ב לא תלויות תוצאות (פרויקטליות)

מדינות רבות בארה"ב, ואף ערים בתוך מדינות, מנפיקות אגרות חוב מוניציפליות כדי לממן פרויקטים ציבוריים (בדומה לאג"ח לא תלויות תוצאות במשפחת חי"ב) כגון הקמת תחנות כוח וסלילת כבישים. מתחילת שנת 2022 ועד לחודש מאי הגיע סך ההנפקות של אג"ח מוניציפליות בארה"ב ל-170 מיליארד דולרים.

הטבות המס לאגרות החוב עבור אג"ח מוניציפליות הוצגו לראשונה בשנת 1997 כחלק מ- Taxpayer Relief Act of 1997, ונעשה בהן שימוש לראשונה בשנת 1998. הרעיון המסדר מאחורי הטבת המס הוא שהממשלה הפדרלית של ארה"ב מבקשת לתמרץ את הממשל המקומי לבצע פרויקטים ציבוריים למען אזרחי המדינה, ואת המשקיעים להשקיע בפרויקטים ציבוריים. לפיכך, היא מעניקה - בהתאם לעמידה בתנאים מסוימים - הטבות מס עבור גיוסי הון לטובת פרויקטים אלו (Driessen, 2021).

קיימים שני סוגים של תמריצי מיסוי עבור אג"ח מוניציפליות:

1. **Tax Credit Bond ("TCB")**. הטבת מס למנפיק או למחזיק באופן פרופורציונלי לערך המתואם של האג"ח.<sup>22</sup> הטבת המס מתבטאת בנקודות זיכוי למס היורדות מחיוב המס הפרדלי בדו"ח המסים השנתי. הטבת המס, כתלות בתנאי האג"ח, יכולה להינתן הן למשקיע והן למנפיק.

4. **עבור המשקיע**: המשקיע יקבל "קרדיט" אחוזי מהמדינה, שיומר לנקודות מיסוי שיקבל מחזיק האג"ח כהחזר בדוח המסים השנתי, וכתלות בסכום הדולרי של איגרת החוב שיש למחזיק ובתנאי ההטבה. נקודות מיסוי אחוזיות אלו יוכלו בכמות האג"ח שמוחזקת בדולרים, וזה הסכום שמחזיק האג"ח יוכל לקבל בחזרה מרשות המסים בסוף השנה.

<sup>21</sup> מעבר לחלופות שתיבחנו בפרק דלעיל, אפשר לחשוב על חלופות נוספות. למשל: תמיכה תקציבית מסוג של Matching להנפקה או להחזקה של אג"ח חי"ב, או הקמת קרן ממשלתית להשקעה בקרנות הון סיכון במודל קרן ביטק או קרן מנוף (של הביטוח הלאומי), ויש מקום לבחון גם אותן. ההיגיון המסדר מאחורי בחירת החלופות שנבחנו במחקר זה הוא שמדובר בחלופות שיש להן תקדים בשוק אג"ח חי"ב או בשוק אחר, בישראל או בעולם. באופן ספציפי, ניסיתי להימנע מחלופות מדיניות הנוגעות לתמיכה תקציבית בשל ההשפעות הפוליטיות הפוטנציאליות על חלוקת תקציב.

<sup>22</sup> ערך מתואם של אג"ח הוא השווי התאורטי של איגרת החוב. הערך מעודכן לכל יום ומגלם את ערך האיגרת ליום מסוים, אילו האיגרת הייתה נפדית באותו היום.

**5. עבור המנפיק:** מנפיק האג"ח יקבל "קרדיט" אחוזי כהחזר מהמדינה, כתלות בקופון המשולם למחזיק האג"ח ולסכום הכסף שגויס עם הנפקת האג"ח. כך למעשה, ההטבה הזאת תלויה גם במשא ומתן שבין רוכש האג"ח למנפיק האג"ח על הקופון התקופתי. לדוגמה (הרלוונטית גם להטבת המס של המשקיע), נניח שהקופון התקופתי הוא 8% על \$ 100,000 באגרות חוב, והקרדיט הוא 35%, אזי מנפיק האג"ח יקבל:  $100,000\$ * 35\% * 8\%$ . בחזרה, שהם \$2,800 (Driessen, 2021).

כבר בשנת 2005 נכנסו לקטגוריית אג"ח מוניציפליות שיכולות ליהנות מהטבת המס מסוג TCB אגרות חוב לטובת אנרגיה מתחדשת נקייה (Clean Renewable Energy Bonds), ובשנת 2009 עודכנו התנאים להטבות מס, כך שסכום הכסף המרבי שמנפיק יכול לגייס גדל פי 2 מ-1.2 מיליארד דולרים ל-2.4 מיליארד. תמריץ מיסוי מהסוג השני הוא פטור ממס רווח הון על הקופון התקופתי:

**2. Tax Exempt Bond ("TEB").** באג"ח אלו יש פטור ממס רווחי הון על הקופון התקופתי שהאג"ח משלמות למחזיקי האג"ח. בשנת 2011 היו יותר מ-90% מאגרות החוב המוניציפליות שהונפקו פטורות ממס רווח הון. מחקרים על פני השנים הראו כי הטבות המס הזאת מגדילה את הביקוש ל-TEB על-ידי הגדלת ההחזר<sup>23</sup> למשקיעים (Johnson, Luby and Moldogaziev, 2014). בשנת 2018 הונפקו אג"ח מוניציפליות מסוג TEB בסך של 325 מיליארד דולרים (IRS, 2018). מנגנון הטבות המס פועל הן לטובת עיריות מקומיות ומדינות, והן לטובת המשקיעים: בשל הטבת המס למשקיעים הביקוש לאג"ח הללו עולה, וכך העיריות יכולות להציע קופון תקופתי נמוך יותר למשקיעים (Spren and Gerrish, 2021). יש לציין כי מי יש שסבורים שהטבות המס באג"ח מוניציפליות בארה"ב גבוהות מדי, או כאלו שיסייעו בעיקר לעשירונים העליונים המחזיקים באגרות החוב המוניציפליות (דרגות המס<sup>24</sup> הגבוהות יותר) (Driessen, 2021). אולם יש גם שהראו כי ל-TEB השפעות כלכליות חיוביות על המשק במובן של חיסכון למדינה בכללותה: מוערך כי בשנים 2000-2014 הקופון התקופתי שמדינות ועיריות שילמו בעקבות הנפקת אג"חים נחסך בכ-47 מיליארד דולרים, בעוד העלות עבור ממשלת ארה"ב נאמדת בכ-30 מיליארד דולרים (Marlowe, 2015)<sup>25</sup>.

אם נקביל את הטבות המס של ארה"ב לאג"ח מוניציפליות בישראל, אפשר לומר כי רשות המסים ומנהל הכנסות המדינה יכולים לספק תמריץ מיסוי דומה לעיריות ולמועצות להנפיק אג"חים, כך שיהיה אפשר להעניק הטבות מס באחת משתי הצורות שפורטו לעיל. כפי שבארה"ב אחד מסוגי אגרות החוב אשר עומד בתנאים של TCB הוא גיוס הון לטובת אנרגיה מתחדשת ונקייה, אפשר לחשוב על התניה דומה לקבלת הטבת המס בישראל. לדוגמה, מתן הטבות מס עבור רשויות מקומיות המנפיקות אג"ח חיי"ב לטובת פרויקטים סביבתיים או חברתיים, או מתן הטבות מס עבור משקיעים הרוכשים ומחזיקים באג"ח חיי"ב.

<sup>23</sup> ROI - Return on Investment

<sup>24</sup> בשונה מאג"ח TCB, שם הטבת המס משתלמת יותר ברוב המקרים לבעלי הכנסה נמוכה.

<sup>25</sup> אפשר לבקר חלופה זו בכך שיתכן שיהיה יעיל יותר שממשלה מרכזית תגייס הון במחיר זול יחסית (בשל דירוג אג"ח גבוה) ותעביר תקציב למטרות שהיא רואה לנכון לקדם. ואולם, המנגנון הפדרלי של ארה"ב מעניק עצמאות יחסית לעיריות ולמדינות בגיוס הון ובחלוקת תקציב עצמאית, ולעתים הממשל הפדרלי של ארה"ב מעדיף שלא לקבל החלטות מדיניות בסדר גודל זה עבור הממשל המקומי.

אם נרצה להרחיב את ההטבה, אפשר יהיה לאמץ את מודל הטבות המס של אג"ח מוניציפליות, שאינו חל רק על אג"ח ח"ב בארה"ב, וליישם אותו גם לגופים נוספים שביכולתם להנפיק אג"ח ח"ב לא תלויות תוצאות (הדומות לאג"ח פרויקטליות), כמו חברות ציבוריות, או אף ממשלת ישראל. בהקשר זה, תיתכנה הטבות מס כלליות באחת משתי הצורות שהוזכרו: פטור ממס רווח הון למחזיק האג"ח על הקופון התקופתי, או קבלת נקודות והטבות מס, הן למנפיק והן למחזיק איגרת החוב.

## הערכת החלופות

במצב הנוכחי, קידום השוק בישראל תלוי הן בביקוש של בעלי ההון, ובאופן ספציפי בביקוש של המשקיעים המוסדיים, והן בהיצע המנפיקים. בשל כך, אין הבדל משמעותי בין הטבה למנפיק לבין הטבה למחזיק האג"ח, מכיוון שכיום אין עדות לכך שבישראל יש ביקוש שאין לו היצע מתאים, או להפך, בשוק האג"ח ח"ב. מבחינת ההבדל שבין TEB לבין TCB באג"ח מוניציפליות, קיימים ממצאים שהטבת המס למנפיק ב-TCB גבוהה יותר (Liu and Denison, 2014), דבר שאולי מעניק לחלופה זו יתרון. ואולם, אפשר לטעון לטובת TEB שהיישום של ההטבה פשוט יותר מאשר TCB, וההטבה אינה מצריכה עלות תפעולית של דיווח תקופתי לרשות המסים.

בעולם התמריצים, הטבות מס הן אחד התמריצים החזקים ביותר שמוסדות ממשלתיים יכולים להעניק. בשל כך, תמריץ חזק מדי עלול למשוך אליו גורמים בעלי אינטרסים זרים, ובכך להביא ל-Greenwashing - מצב שיפגע בצרכנים, במנפיקים ובמטרות שלשמן גויס ההון. עם זאת, אג"ח מוניציפליות אכן נותנות תמריצים לקידום פרויקטים ציבוריים שהמוטבים מהם הם הציבור כולו, ובארה"ב שוק האג"ח המוניציפליות צומח. בשל כך, אין לפסול את החלופות רק על בסיס היותן תמריץ חזק. אפשר לצפות שלחלופות מדיניות אלו תהיה התנגדות משמעותית, מכמה סיבות. ראשית, מדובר בעלות ישירה שתפגע בהכנסות המדינה. אמנם אפשר לטעון כי בטווח הארוך קידום פרויקט סביבתי או חברתי יכול לחסוך בעלויות (לדוגמה עלויות זיהום, עלויות פערי אי-שוויון בחברה), אך לעתים החלטות מסוג זה מתקבלות על בסיס חיסכון או עלות בתקציביים מידיים, ולכן יש לבחון את החלופה ואת השיקולים הרחביים גם מנקודת מבט זו.

שנית, בשל השלכות הרוחב, מתן תמריצי מס על החזקה או הנפקה של אגרות חוב יכול לעורר לחץ ציבורי להעניק הטבות מס נוספות בשוק ההון (על אגרות חוב או על מכשירים אחרים), שלא בטוח שיש למוסדות הממשלתיים אינטרס בהם.

בחלוקה שבין שתי החלופות, אפשר לצפות להתנגדות משמעותית יותר לפטור מלא ממס רווח הון על קבלת דיבידנד TEB, והתנגדות חלשה יותר להטבה בצורה של נקודות מס TCB. הבדל זה ינבע מהיותה של הטבת המס TCB מובנית בדיווח המסים השנתי, דבר שלא בהכרח יגרור עלות תפעולית גבוהה מצד רשות המסים.

ככלל, החיסכון העתידי שבהנפקת אג"ח יכול להיות משמעותי בשל הרווחה החברתית שתנבע מהפרויקטים החברתיים או הסביבתיים, למרות הקושי באמידתה. כפי שנאמר לעיל, ייתכן שהדבר נכון אף ביחס לאג"ח ח"ב שמנפיקות חברות ציבוריות או מדינות, ולא רק לאג"ח מוניציפליות.

**בשל כך, אני ממליץ לרשות המסים ולמנהל הכנסות המדינה לשקול לאמץ את הטבות המיסוי של אג"ח מוניציפליות, כפי שהן מתקיימות במתכונת הנוכחית האמריקאית על אג"ח ח"ב בישראל, בין במתכונת של אג"ח מוניציפליות ח"ב בלבד ובין בכלל אג"ח ח"ב. תמריצים אלו יכולים לסייע לשוק בעיקר בשלב המתקדם, ולאחר תחילת צמיחת השוק בישראל. חלופה זו, אם תיושם, צריכה להיעשות תוך בקרה תמידית, כדי לוודא שאינה מושכת גורמים בעלי אינטרסים זרים לשוק ושאינה גורמת להפסדים משמעותיים מדי של הכנסות המדינה ממסים.**

כאן המקום להזכיר כי מרכז המחקר מילקן הציע בשנת 2020 לעשות שימוש בהטבות מס של אג"ח מוניציפליות עבור הנפקת אג"ח מוניציפליות-ירוקות למדינת קליפורניה. הוצע שמדינת קליפורניה תסבסד את הריבית התקופתית הניתנת באג"ח פטורות ממס TEB, כדי לאפשר לעיריות להנפיק אג"ח מוניציפליות-ירוקות שיתחרו באגרות חוב שאינן פטורות ממס אשר באפשרותן להציע תשואה גבוהה יותר (Brennan, 2020). ואולם, נכון ליום כתיבת שורות אלו ההמלצה לא אומצה.

### הטבות מס לחברות ישראליות וזרות המנפיקות אג"ח חיי"ב

כיום, מס חברות בישראל עומד על 23%. בהקשרי הטבות מס לגופים (ובעיקר לחברות) המנפיקים אג"ח חיי"ב, אפשר לחשוב על חלופה נוספת הכוללת הטבת מס:

#### 3. הפחתת מס חברות לחברות המנפיקות אג"ח חיי"ב

בשנים האחרונות יש ירידה בהשקעות זרות בשוק ההון הישראלי, ודוח מעבדה של מרכז מילקן לחדשנות בישראל ניסה לעסוק בסיבות לכך ובפתרונות אפשריים (Milken Institute, 2014).<sup>26</sup> בהקשר דומה, חברת MSCI בחנה אם להוציא את ישראל מהמדד הנוכחי שאליו היא משויכת נכון לעכשיו - Europe and Middle East Index, ולהעבירה למדד אחר - מדד מדינות אסיה בלבד, מדינות אירופה בלבד, או מדינות המזרח התיכון בלבד. אילו הועברה למדד הכולל את מדינות אירופה בלבד, סביר שסך ההשקעות הזרות בשוק ההון הישראלי היו צומחות, שכן השקעה במדד הכולל יותר מדינות מפותחות וחברות OECD נחשבת בטוחה יותר עבור משקיעים. אולם הכרעת MSCI הייתה להשאיר את ישראל במדד הנוכחי, הכולל מדינות אירופה ומדינות במזרח התיכון.

הפחתת מס חברות לחברות המנפיקות אג"ח חיי"ב<sup>27</sup> יכולה לתמרץ הן שחקנים מקומיים והן שחקנים זרים להנפיק אג"ח חיי"ב בישראל. נוסף על כך, הטבה זו יכולה להגדיל את מספר החברות המונפקות בבורסה בישראל, ולהגדיל את שווי שוק ההון הישראלי.

מדינת ישראל העניקה, ועודנה מעניקה, הטבת מס חברות לפי חוק לעידוד השקעות הון תשי"ט-1959. החוק נועד לעודד השקעה בתעשייה הישראלית ומעניק הטבות מס לחברות המשקיעות בישראל ועומדת בתנאים מסוימים. הוא נועד למתג את ישראל כיעד השקעה אטרקטיבי לעומת מתחרותיה. כמו כן, החוק נועד לעודד השקעה באזורי הפריפריה הישראלית. בחוק מפורט כי בהינתן עמידה בתנאים מסוימים, מפעלים הפועלים באזורי פריפריה ישלמו מס חברות מופחת, נוסף על הטבות אחרות.

הטבת המס המוצעת כאן יכולה להיות הפחתה של המס שחברות צריכות לשלם על הכנסותיהן אם הן הנפיקו אג"ח חיי"ב: מ-23% לשיעור נמוך יותר. אפשר לעשות שימוש במודל דומה לזה של חוק לעידוד השקעות הון, או במודל אחר. ההיגיון המסדר מאחורי החלופה הוא תמרוץ הנפקות של אג"ח חיי"ב בישראל על-ידי חברות ישראליות ועל-ידי חברות זרות.

### הערכת החלופה

ככלל, ביקורות רבות נשמעו על הטבות המס הניתנות במסגרת חוק לעידוד השקעות הון, ובשנים האחרונות נעשו בו תיקונים כדי למנוע שימוש לרעה בהטבות הניתנות בו ולמגר תופעה זו שאירעה בעבר, למרות אינטרסים פוליטיים המעודדים זאת.

<sup>26</sup> מאז שפורסם הדוח, בשנת 2014, חלה עליה בהיקף ההשקעות הזרות בשוק ההון הישראלי, אולם יש מקום לצמיחה נוספת.

<sup>27</sup> מאחר שמדובר בתמריץ שעלול להביא להפסדים גדולים ממסים, אפשר להגביל את התמריץ. לדוגמה: ההפחתה תינתן רק בשנה הראשונה להנפקת האג"ח.

בשל כך, אפשר לצפות להתנגדות מסיבית להטבת מס חברות לעניין הנפקת אג"ח ח"ב מצד מוסדות הממשלה, וזאת לבד מהעלות הגבוהה שתנבע מהפסד הכנסות למדינה ממסים. נוסף על כך, וכפי שגם הוזכר בנוגע לתמריצי המס הקודמים, בשל העובדה שמדובר בתמריץ חזק ומידי לחברות, יכול להיות לו פוטנציאל גבוה יחסית ל-Greenwashing ולשימוש ציני בהנפקת אג"ח ח"ב כדי להפחית תשלומי מסים. בשל כך, אינני ממליץ לנקוט כלי מדיניות זה בטווח הזמן המידי או המתקדם. לסיכום כלל החלופות הקשורות להטבות מס:

חלופות / שיקולים	פוטנציאל ל-Greenwash	התנגדות צפויה	עלות גבוהה
TEB - ביטול מס רווח הון על קופון תקופתי	נמוך	נמוך	נמוך
TCB - קבלת נקודות מס על הנפקה או החזקה	נמוך	נמוך	נמוך
הפחתת מס חברות	גבוה	גבוה	גבוה



## 7.2 רגולציה פיננסית על משקיעים מוסדיים וחברות ציבוריות: רשות שוק ההון, ביטוח וחיסכון ורשות ניירות ערך

### רשות שוק ההון, ביטוח וחיסכון

למשקיעים מוסדיים כוח והשפעה גדלים והולכים בשוקי הון ברחבי העולם, במדינות מפותחות ובמדינות מתפתחות כאחד (Ferreira and Matos, 2008). בישראל, קרנות הפנסיה משקיעות מדי חודש כ-11 מיליארד שקלים של כספי חוסכים (יפה, 2021). יכולת ההשפעה של המשקיעים המוסדיים מתבטאת לא אחת בהשפעה על דירקטוריונים של חברות ציבוריות שבאחזקת המשקיעים המוסדיים.<sup>28</sup>

ואולם, אקטיביזם בקבלת החלטות של חברות ציבוריות איננו הכלי היחיד שבידי המשקיעים המוסדיים כדי להשפיע על שוק ההון. בשל כוחם הרב וסכומי הכסף הגדולים שהם מנהלים, השקעה שלהם במגזר פיננסי מסוים או בחברות מסוימות יכולה להשפיע על הערך של אותן החברות באופן משמעותי.

הרשות המפקחת על קרנות הפנסיה, שבסמכותו פיקוח גם על המסלולים אשר מוצעים לחוסכים, היא רשות שוק ההון, ביטוח וחיסכון. נכון להיום, קרן פנסיה בעלת רישיון מרשות שוק ההון מחויבת להציע לחוסך מספר מינימלי של מסלולי חיסכון (שלושה מסלולים), המשתנים לפי גיל החוסך. מסלולים אלו יהיו מסלולי ברירת מחדל בהתאם לגיל החוסך. קרן הפנסיה יכולה להציע, נוסף על שלושת אלו, גם מסלולי השקעה מתמחים (בכמות מוגבלת), לדוגמה מסלול אג"ח צמוד מדד ומסלול מניות חו"ל (רשות שוק ההון, 2016).

<sup>28</sup> תחום המחקר בכלכלה פיננסית העוסק בנושאים אלו קרוי Institutional Investors Activism.

בשל הכוח הרב שיש למשקיעים המוסדיים, וממילא גם למפקח עליהם, למפקח יש יכולת לעודד השקעה בתחומים סביבתיים וחברתיים על-ידי חיוב או תמרוץ של חברות הפנסיה להציע מסלולים פנסיוניים ייעודיים. מסלולים כאלו יכולים להתבטא בסיווג של חברות מזהמות ממדדי מניות בישראל ובחור"ל (Screening), השקעה אך ורק בחברות המקדמות יעדים סביבתיים או חברתיים באופן פעיל, או בצורה המשלבת את שני אלו.

השקעה של משקיעים מוסדיים ביעדי אימפקט לא תניב בהכרח הפסדים לבעלי המניות ולחוסכים משיקולים אתיים. במחקר נבחנו דרכים שבהן משקיעים מוסדיים יכולים להשקיע ולקדם יעדים סביבתיים או חברתיים, בלי התפשרות על תשואה גבוהה לבעלי המניות, וניתנו פתרונות אפשריים (Eccles and Serafim, 2013).

בחודש ינואר 2022 הכריז הממונה על שוק ההון על מתן אפשרות לקרנות הפנסיה להקים מסלול פנסיוני עוקב יעדי SDG (לבציון נדן, 2022), ובחודש מאי 2022 פרסמה רשות שוק ההון טיוטת חוזר עם רשימת מסלולי השקעה שהמשקיעים המוסדיים יכולים להציע לחוסכים וכוללת שני מסלולים "מתמחים" נוספים תחת אשכול "מסלולי השקעה אמונה":  
**א. מסלול קיימות** - מטרת ההשקעה בנכסי המסלול לקדם את הגשמתם של כלל יעדי-העל לפיתוח בר-קיימא SDG.  
**ב. מסלול סביבתי** - מטרת ההשקעה בנכסי המסלול לקדם את הגשמתם של יעדי-העל לפיתוח בר-קיימא SDG הקשורים בהיבטים סביבתיים בלבד (רשות שוק ההון, 2022).<sup>29</sup>

כשלעצמן, פעולות אלו של המפקח על קרנות הפנסיה יכולות לסייע להעברת הון שיושקע בחברות המקדמות יעדים סביבתיים וחברתיים, ועל כן יש לברך על המהלך. נוסף על המהלך, נוסף על המהלכים שכבר נעשו, אפשר לחשוב על חלופת מדיניות שתעודד השקעה של המוסדיים באג"ח ח"ב באופן ספציפי:

#### **4. עידוד המשקיעים המוסדיים לרכוש אג"ח ח"ב במסלולי הפנסיה הקיימים המחזיקים אג"ח בישראל או בחו"ל, ובפרט הכנסת אג"ח ח"ב לתוך מסלולי הקיימות והסביבה שנפתחו**

רשות שוק ההון יכולה לקבוע, לדוגמה, כי מתוך כלל אגרות החוב שקרן הפנסיה מחזיקה עבור החוסכים במסלולים השונים הקיימים, אחוז מסוים (קטן) צריך להיות מוקדש לאג"ח ח"ב. כאמור לעיל, המשקיעים המוסדיים בישראל הם כוח משמעותי בשוק ההון הישראלי. אם הם יקדישו אחוז קטן מתיק ההשקעות להשקעה במוצרים פיננסיים הקשורים להשגת יעדים סביבתיים או חברתיים, שוק כלכלת האימפקט יזכה לתנופה משמעותית.

נוסף על כך, אפשר לעשות שימוש במסלול הסביבתי ובמסלול הקיימות שכבר נפתחו ואושרו על-ידי רשות שוק ההון, כדי להגדיר שחלק האג"ח במסלולים אלו יכלול אג"ח ח"ב.

כלי נוסף המצוי בידי רשות שוק ההון הוא קביעת כללים לדיווח ולהצהרה של המשקיעים המוסדיים על מדיניות ההשקעות שלהם. בשנת 2017 פרסמה רשות שוק ההון תיקון לחוזר העוסק בדיווח על מדיניות ההשקעה. בתיקון, רשות שוק ההון קובעת כי "משקיע מוסדי יצהיר במסגרת המדיניות שאותה הוא מפרסם, האם בקביעת מדיניות ההשקעה הוא מתייחס להיבטים של השקעות אחראיות, ואם כן יפרט היבטים אלה" (רשות שוק ההון, 2017). "השקעות אחראיות" כוללות שיקולי ESG והתחשבות ברווחה חברתית נוסף על שיקולי השאת תשואה.

<sup>29</sup> יש חלוקה בין קרנות הפנסיה לבין קופות הגמל להשקעה (רובד שני של פנסיה לעומת רובד שלישי): בקופות הגמל להשקעה יש אפשרות לשני המסלולים, ואילו קרנות הפנסיה יכולות להציע רק את מסלול הקיימות.

דרישה זו לשקיפות יכולה לסייע לחוסכים לבחור קרן פנסיה לפי מידת ההתחשבות של הקרן בשיקולי "השקעות אחראיות", ועל כן יש לברך גם על הוראה זו של רשות שוק ההון. כאן המקום להזכיר כי ישנם גופים בישראל אשר אינם מסתפקים בהוראה זו, ודורשים מהמשקיעים המוסדיים להסיט השקעות של כספי ציבור מהשקעות מזהמות באופן מוחלט, או לפחות לאפשר לחוסך לבחור לעשות כן בעצמו. הפורום המוביל מהלך זה הוא "פורום כסף נקי".

השילוב שבין שקיפות בדיווח של קרנות הפנסיה על הכספים המנוהלים על-ידן, לבין מתן אפשרות לקרנות הפנסיה ואף עידודן להשקיע באג"ח חי"ב, יכול לסייע לכלכלת האימפקט בשתי בחינות שונות: הראשונה, הגדלת נפח שוק אג"ח חי"ב בישראל ואף עידוד חברות נוספות להנפיק. השנייה, שקיפות גדולה יותר בנוגע לאופן שבו גופים מוסדיים משקיעים את כספי הציבור במכשירים פיננסיים השואפים להשיג יעדים סביבתיים או חברתיים.

### הערכת החלופה

לכניסה של המשקיעים המוסדיים לשוק אגרות החוב חי"ב יש חשיבות קריטית לשגשוג השוק בישראל. בשל כך, ראשית, יש לברך על טיוטת החוזר של רשות שוק ההון הכוללת הצגת שני מסלולים "מתמחים" נוספים העוסקים בסביבה ובקיימות (רשות שוק ההון, 2022) - שיווק נכון שלהם, לצד מודעות ציבורית גבוהה, יכולים להצמיח מסלולים אלו ולהפוך אותם למרכזיים בשוק ההון הישראלי. כניסה מסיבית יותר של המשקיעים המוסדיים לשוק אג"ח חי"ב, על-ידי רכישה של אג"ח חי"ב במסלולי הפנסיה המוצעים לחוסכים, או לחלופין על-ידי הנפקה של אג"ח חי"ב בעצמן כחברות ציבוריות, יכולה לסייע עוד יותר בצמיחת השוק בישראל.

כלי מדיניות זה איננו בעל פוטנציאל גבוה ל-Greenwash, שכן אפשר לוודא שהמשקיעים המוסדיים ירכשו אך ורק אג"ח חי"ב בעל תו תקן רלוונטי, בשילוב עם סטנדרטיזציה שתקבע רשות ניירות ערך (ראו המלצה 5 בהמשך). כל עוד רשות שוק ההון תפקח על ההתנהלות העסקית של הגופים המוסדיים ותוודא שהמסלולים הכוללים רכישת אג"ח חי"ב אכן עושים זאת, הרי שלא ייווצר Greenwash באופן ישיר.

יתרה מכך, חיוב או עידוד של המשקיעים המוסדיים להשקיע באגרות חוב חי"ב בלי שיש לכך ביקוש קודם מצד השוק, יכולים להביא לגלגול העלויות התפעוליות הנלוות על החוסכים בצורת דמי ניהול גבוהים יותר, וכך עלולה להיווצר בועה בשוק האג"ח חי"ב.

ככלל, רשות שוק ההון נוטה שלא להתערב בהחלטות ההשקעה ובתיק ההשקעות של המשקיעים המוסדיים. לכן, אפשר לצפות התנגדות למהלך מצד הרגולטור ומצד הגופים המפוקחים, בשל השלכות הרחוב על התערבות "יתר" של הרגולטור על החלטות של הגופים שעליהם הוא מפקח. בשל כך, **איני ממליץ על כלי מדיניות זה בטווח הזמן הקצר או המתקדם.** יש לברך על הצעדים שרשות שוק ההון נקטה עד כה, ולעודד את המשך פעילותה בתחום הפיקוח על הגופים המוסדיים בהקשרים נוספים.

### רשות ניירות ערך

גם לרשות ניירות ערך יכולת לתמרץ השקעה באג"ח חי"ב תוך שימוש בסמכויות הפיקוח שברשותה. הרשות כבר עסקה בעבר בתחום האימפקט ביחס לגופים המפוקחים על-ידה: בחודש יולי 2020 פרסמה רשות ניירות ערך קול קורא להערות הציבור לעניין בחינת "גילוי אודות אחריות תאגידית וסיכונים ESG" (רשות ניירות ערך, 2020). בחודש דצמבר 2020 קיימה הרשות דיון בעקבות הפרסום במסגרת שולחן עגול, ולאחריו היא פרסמה את המלצותיה, שעיקרן:

1. קריאה לחברות הציבוריות החייבות בדיווח לפרסם דוח אחריות תאגידית שנתי. פרסום הדוח איננו מחייב אלא וולונטרי בלבד, תוך עידוד שהדוח יפורסם בשפה האנגלית כדי לפנות גם למשקיעים זרים.

2. על תאגיד שבחר לדווח על אחריות תאגידית, לערוך ולהכין דוח כאמור על בסיס קריטריונים בינלאומיים מקובלים, או לחלופין על-ידי קריטריונים אחרים, לבחירתו.

הוועדה אשר בחנה תקנות של רגולטורים מקבילים לרשות לניירות ערך במדינות מובילות, גילתה כי ישראל, גם לאחר פרסום ההמלצות בסוף שנת 2020, מפגרת מאחור בכל הנוגע לדיווחי אחריות תאגידית של חברות ציבוריות. בארה"ב, אף שהרגולטור המקביל לרשות ניירות ערך, SEC, אינו מחייב את החברות הציבוריות הנסחרות בבורסה לפרסם דוח אחריות תאגידית, כ-86% מהחברות הכלולות במדד S&P 500 מדווחות באופן וולונטרי. נוסף על כך, ה-SEC פרסם גם הוא מסמך הערות לציבור ובו הוא מציין שהרגולטור שוקל ברצינות לחייב חברות שתחת פיקוחו לדווח על אחריות תאגידית (SEC, 2021). לעומת זאת, בשוויץ הרגולציה הפיננסית בתחום מחמירה יותר. שם, כתלות בגודל החברה, חברות מחויבות לדווח על יעדי אחריות תאגידית ו-ESG. גם בבריטניה, חברות ציבוריות מחויבות לדווח על מידע שאיננו פיננסי בדוחות התקופתיים שלהן בנושא ESG (European Commission, 2021).

בשל כך, ואף שרשות ניירות ערך פסלה את ההצעה בעבר, חלופת מדיניות אפשרית עברה היא:

5. **חיוב חברות ציבוריות המונפקות בבורסה בישראל לדווח על יעדי אחריות תאגידית, תוך קביעת סטנדרטיזציה לדיווח על-ידי רשות ניירות ערך**

במסגרת הדיווח, החברות תצהרנה על מעורבותן בעמידה ביעדים סביבתיים או חברתיים, ויפורט בו אם החברות הנפיקו אג"ח ח"ב או שמא הן שוקלות לכלול אג"ח ח"ב בסדרת הנפקות עתידית שלהן. בהקשר זה, חשוב לוודא שהדיווח יעשה בצורה אחידה. אחידות זו חשובה כדי לאפשר למשקיעים לבצע השוואה קוהרנטית בין ההשקעה של חברות שונות ביעדים סביבתיים או חברתיים. תועלת נוספת שעשויה לצמוח מהחלופה היא שהשוואות בין חברות על הדיווח השנתי יכולות להפעיל לחץ על חברות ציבוריות אשר משתמע מהדוח שלהן כי הן מפגרות מאחורי המתחרות ביחס לאחריות תאגידית. כמו כן, על הדוח להיכתב בשפה האנגלית, כפי שכבר הוצע בעבר על-ידי רשות ניירות ערך, כדי לפנות גם לקהל המשקיעים הזרים.

## הערכת החלופה

גם לרשות ניירות ערך, כרגולטור פיננסי, יכולת לתמרץ חברות שתחת פיקוחה להדגיש יעדים סביבתיים וחברתיים כחלק ממערך השיקולים של החברה, על-ידי דיווח תקופתי. בשנים האחרונות ישנו הד ציבורי גדל והולך בדבר הצורך לחייב חברות לדווח על אחריות תאגידית, כפי שקורה במדינות אחרות. ואכן, עם השנים גדל מספר החברות הישראליות המפרסמות דוח אחריות תאגידית באופן וולונטרי. נכון ליום כתיבת שורות אלו פרסמו 29 חברות ישראליות דוחות אחריות תאגידית באתר הרשות לניירות ערך.

ואולם, אם כללי הדיווח על אחריות תאגידית לא יהיו אחידים, יכול להתקיים פוטנציאל ל-Greenwash, שכן בדוחות שיפורסמו לציבור, חברות ציבוריות יכולות להציג נתונים וממצאים באופן שאינו הולם את המציאות. בשל כך יש חשיבות רבה ביצירת סטנדרט לדוח האחריות התאגידית, תוך הקפדה על כללים וסטנדרטים ייעודיים. ייתכן שיצירת אחידות תיעשה בצורה יעילה על-ידי הפעלה של גורם חיצוני שיהיה אמון על יצירת הכללים לדיווח, ואף יצירת הדוחות עצמם.



מבחינת עלויות, מדובר בעלות גבוהה יחסית לחברות אשר טרם דיווחו על אחריות תאגידית בעבר, בעיקר אם חברות תצטרכנה להעסיק חברה חיצונית אשר תחבר את הדוח עבורן. בשל כך, אפשר לצפות להתנגדות מצד החברות הציבוריות לחלופת מדיניות זו.

**לפיכך, אני ממליץ שרשות ניירות ערך לא תחייב חברות לדווח כל עוד אין סטנדרט אחיד לדיווח. ברגע שיהיה כזה, אמליץ שתחול חובת דיווח על חברות ציבוריות בטווח הזמן הקצר.** אדגיש שמדובר בכלי מדיניות שאינו נוגע באופן ישיר לאג"ח חיי"ב בישראל, אלא מעורר שיח בעניין דיווח על אחריות תאגידית, ובכך בעל פוטנציאל להשפיע באופן עקיף על שוק אג"ח חיי"ב בישראל.

חלופות / שיקולים	פוטנציאל Greenwash-ל	התנגדות צפויה	עלות גבוהה
עידוד/חיוב המשקיעים המוסדיים לרכוש אג"ח חיי"ב במסלולי הפנסיה	סיכון נמוך	סיכון נמוך	סיכון גבוה
חיוב חברות ציבוריות המונפקות בבורסה בישראל לדווח על יעדי אחריות תאגידית	סיכון גבוה	סיכון גבוה	סיכון נמוך



### 7.3 סטנדרטיזציה וכללים: רשות ניירות ערך

#### 6. יצירת כללים וסטנדרטים להנפקת אג"ח חיי"ב בישראל - רשות ניירות ערך

משיחות שנערכו עם גורמים בתעשייה המקומית עולה כי אחת הסיבות לכך ששוק אג"ח חיי"ב איננו צומח בישראל הוא שאין סטנדרטיזציה עבור הנפקת אגרות החוב. דהיינו, אם חברה מכריזה שהנפיקה אג"ח חיי"ב, - כיצד ידע השוק אם ההנפקה אכן עומדת בכללי הנפקת אגרות חוב חיי"ב - הן במקרה של הנפקת SLB שבו יעדים מדידים, והן במקרה של אג"ח חיי"ב לא תלויות תוצאות, שבהן יש צורך בדיווח תקופתי על השימוש בכסף המגויס? נוסף על כך, עצם העובדה שאין אחידות בכללים מביאה לידי כך שאין אכיפה מתאימה במקרה של הונאת משקיעים.

כיום אין גוף שכלל מנפיקי אג"ח חיי"ב והרגולטורים הפיננסיים הרלוונטיים פועלים על-פי הסטנדרטים שהוא מציע. עם זאת, וכפי שהוצג לעיל בסקירה ובסיכונים, חברות רבות אשר מנפיקות אג"ח חיי"ב מצהירות שהן פועלות על-פי כללי ההנפקה של ICMA, ובכוונתן לעמוד בסטנדרטים ש-ICMA קבעו.<sup>30</sup>

בהקשר הזה, יש לרשות ניירות ערך יכולת לקבוע סטנדרט אחיד וכללי אכיפה, שיבוססו על סטנדרט בינלאומי שתקבע הרשות על כלל ההיבטים של הנפקת אג"ח חיי"ב: כללים לעניין הגשת הדוח התקופתי למשקיעים על השימוש בכספים, על

<sup>30</sup> ישנם כללים וסטנדרטים שנקבעו גם על-ידי CBI, שהם שונים מאלו של ICMA. למרות זאת, יש ל-ICMA יתרון בכך שישנו אימוץ רחב של הכללים שלהם בעולם.

הפרויקטים שבהם הושקעו הכספים, על היעדים המדידים בהנפקת אג"ח SLB ועל מנגנון ה"קנס" בהנפקת אג"ח SLB. בכוחו של הרגולטור לבחון אם ה"קנס" שהמנפיק יאלץ לשלם במקרה של אי-עמידה ביעדים הוא חמור מספיק לוודא שלמנפיק לא יהיה אינטרס כלכלי שלא לעמוד ביעדי KPI ולהעדיף את עלות הקנס על פני עלות ההשקעה ביעדים שנקבעו.

ככל שהמגמה בשנים האחרונות של צמיחה בשוק האג"ח ח"י"ב תימשך, סביר שיתפתחו מדדי אגרות חוב (פסיביים או אקטיביים) בינלאומיים נוספים על אלו הקיימים, שיחולו על אגרות חוב ח"י"ב. ה"כניסה" של אגרות חוב ח"י"ב לתוך המדדים האמורים יכולה להתבסס, בין השאר, על קבלת חותמת המאשרת את עמידתן בסטנדרטים בינלאומיים של אג"ח ח"י"ב, וכתלות בסטנדרטים שתקבע רשות ניירות ערך. גם בישראל, ייתכן שאם יונפקו מספיק אג"ח ח"י"ב, רשות ניירות ערך תיצור מדד רלוונטי המכיל אגרות חוב ח"י"ב שהונפקו בישראל - מדד אשר ידרוש יצירת כללים וסטנדרטים אחידים על-ידי הרגולטור.

יצירת אחידות יכולה להעניק ודאות למשקיעים ולמנפיקים כאחד, וכן למשוך משקיעים זרים אשר מחפשים השקעות סביבתיות או חברתיות. הוודאות והכללים האחידים הם גורם מעודד להשקעה באגרות חוב שהונפקו בישראל וקיבלו חותמת מהרגולטור.

## הערכת החלופה

יצירת כללים אחידים עבור הנפקה של אג"ח ח"י"ב היא בעלת חשיבות קריטית לצורך התפתחות השוק בישראל. בלעדיהם, קשה לראות כיצד יוכל לצמוח השוק בישראל באופן שלא יפגע באמון המשקיעים. מדינות כבר בוחנות כיצד ליצור סטנדרטיזציה עבור הנפקות אג"ח ח"י"ב, כפי שהוזכר: באיחוד האירופי, למשל, נוצרה טקסונומיה וולונטרית עבור הנפקת אג"ח ירוקות - הנפקות אשר עומדות בתנאים שנקבעו יקבלו על כך חותמת מהאיחוד האירופי, מתוך ניסיון ליצור אחידות עבור המשקיעים והצרכנים.

לרשות שוק ההון ולרשות ניירות ערך תפקיד חשוב בניסיון לקדם את שוק האג"ח ח"י"ב בישראל, בשל היכולת שלהן להשפיע על הגופים שעליהם הן מפקחות. אפשר לראות את התפקידים של שני הרגולטורים הללו כמשלימים: רשות שוק ההון יכולה לחייב או לעודד את המשקיעים המוסדיים להיכנס לשוק אג"ח ח"י"ב על-ידי רכישה של אג"ח ח"י"ב בישראל ואף בחו"ל. רשות ניירות ערך, מצדה, יכולה לשרטט את "כללי המשחק" להנפקת אג"ח ח"י"ב בישראל עבור חברות ציבוריות ישראליות וזרות, תוך יצירת סטנדרטיזציה לדוח אחריות תאגידית ולהנפקת אג"ח ח"י"ב. הסינרגיה<sup>31</sup> שבין שני הרגולטורים קריטית, שכן בלא סטנדרטים לא יוכל לצמוח שוק אג"ח ח"י"ב משמעותי בישראל, וללא כניסה של המשקיעים המוסדיים להשקיע בתחום, הנזילות בשוק האג"ח ח"י"ב שיונפקו עלולה להיות נמוכה מאוד.

קשה להעריך מה תהיה עלות הפיתוח והיישום של כללים אחידים לעניין הנפקת אג"ח ח"י"ב. ככלל, אפשר להעריך כי אם רשות ניירות ערך כבר החלה לפתח מומחיות לעניין קליני-טק ולעניין דיווחי ESG, ואם יאומצו כללים בינלאומיים אחידים שחיברו ארגונים דוגמת ICMA או הכללים של האיחוד האירופי - העלות לא תהיה גבוהה. נוסף על כך, יצירת כללי הנפקה לא רק שלא תעורר חשש ל-Greenwash, אלא להפך. לבסוף, איני צופה התנגדות מצד השוק או הרגולטור, אלא אדרבה - משיחות שנערכו התקבל הרושם כי קיים ביקוש מצדם לסטנדרטיזציה כזו. **בשל כך, אני ממליץ על מדיניות זו עבור טווח הזמן הקצר.**

<sup>31</sup> נזכיר בהקשר זה את הוועדה הציבורית לבחינת מבנה הפיקוח הפיננסי בישראל, אשר קמה מתוקף החלטת ממשלה מיום 1 באוגוסט 2021 ובסמכותה לבחון את מבנה הפיקוח וחלוקת האחריות בין הרגולטורים הפיננסיים בישראל, לצורך העלאת הפריון, קידום תחרות וקידום של רגולציה חכמה. על הוועדה לגבש המלצות בנוגע למבנה הפיקוח הפיננסי הראוי.

כאמור, יש חשיבות ליצירת אחידות סטנדרים בינלאומית, ולכן ייתכן כי במסגרת ארגונים דוגמת IOSCO - International Organization of Securities Commissions המאגדים רשויות ניירות ערך ממדינות שונות, אפשר לקדם אחידות סטנדרטים ואימוץ רחב שלהם. אני ממליץ שמדינת ישראל תתחבר לתהליך שכזה, אם יקודם, או לחלופין שתתחבר לכללי הטקסונומיה שהאיחוד האירופי מציג ביחס לאג"ח ירוקות, דבר שיכול לסייע למנוע ארביטראז' רגולטורי ולהפחית עלויות.

עלות גבוהה	התנגדות צפויה	פוטנציאל ל-Greenwash	חלופות שיקולים
			יצירת כללים וסטנדרטים להנפקת אג"ח ח"ב בישראל



## 7.4 אג"ח ח"ב ממשלתית: החשב הכללי במשרד האוצר

### 7. הנפקת איגרת חוב SLB

### 8. הנפקת איגרת חוב לא תלוית תוצאות

נכון ליום כתיבת שורות אלו, מדינת ישראל לא הנפיקה איגרת חוב ח"ב ממשלתית, לעומת יותר מ-27 מדינות, וישנן מדינות אשר הנפיקו יותר מאיגרת חוב ח"ב יחידה.

בשנת 2016 הקימה שוודיה ועדה שתפקידה לבחון כיצד אפשר לתמרץ ולהגדיל את שוק אגרות החוב ח"ב במדינה, לטובת עמידה ביעדי האקלים שלה. בשנת 2018 הגישה הוועדה את מסקנותיה, ובשנת 2020 פרסמה ממשלת שוודיה את מסקנותיה לציבור, עם הנפקת האג"ח ח"ב הממשלתית הראשונה שלה. וכך נאמר בדו"ח של ממשלת שוודיה:

"...the single most important measure, and that which would have the greatest impact, would be for the Swedish State to issue green bonds. **Issuance by the State would help send an important signal about the seriousness of the sustainability issue, it would give the market increased legitimacy and serve as a general reference for issuing green bonds, thus making green bonds more conventional and lowering the threshold for other issuers to enter the market.** [...] it would facilitate more integrated action on the climate objectives and provide an opportunity for investors to move capital from traditional securities to green securities" (Sweden's sovereign green bond framework – Government Decision of 4 June 2020)

בתרגום לעברית:

"...הצעד החשוב ביותר, וזה שתהיה לו ההשפעה הגדולה ביותר, הוא שממשלת שוודיה תנפיק אג"ח ירוקות. **הנפקה מטעם המדינה תשלח מסר חשוב בנוגע לחשיבות סוגיית הקיימות, היא תעניק לשוק לגיטימציה ותשמש כאמת מידה כללית**

**להנפקת אג"ח ירוקות, ובכך תהפוך את האג"ח הירוקות לקונבנציונליות יותר ותוריד את רף הכניסה של מנפיקים נוספים לשוק. [...]** הדבר יקדם פעולה משולבת בתחום יעדי האקלים ויספק הזדמנות למשקיעים להעביר הון מאגרות חוב מסורתיות לאגרות חוב ירוקות" (תוכנית האג"ח הירוקות של שוודיה - החלטת ממשלה מ-4 ביוני 2020)

מחקר שנערך ב-OECD מאיר השפעה נוספת שיכולה להיות להנפקת אג"ח ח"ב ממשלתית:

"Sovereign issuers have the power to scale up GSSS investments more than any other issuer, given the budget and resource allocation responsibilities of most central governments" (OECD, Scaling up GSSS Bond Issuances in Developing Countries)

בתרגום לעברית:

"למדינות מנפיקות יש היכולת להגדיל את השקעות ה-GSSS יותר מכל מנפיק אחר, לנוכח האחריות התקציבית והאחריות על הקצאת המשאבים של רוב הממשלות המרכזיות" (OECD, Scaling up GSSS Bond Issuances in Developing Countries)

להנפקה של אג"ח ח"ב ממשלתית כמה יתרונות, כפי שמפורט בהחלטת ממשלת שוודיה ובהצהרה של ה-OECD. מעבר לסיוע להעברת הון לטובת פיתוח טכנולוגיות וקידום פרויקטים השואפים להשגת יעדים סביבתיים או חברתיים, מדובר באיתות על כוונות הממשלה, על מטרותיה ועל החשיבות שהיא מייחסת למטרות סביבתיות או חברתיות, כמו גם על Scaling up של השקעות סביבתיות וחברתיות ברמה שהמגזר העסקי לא תמיד יכול לספק בעצמו.

משיחות עם גורמים בתעשייה המקומית עולה שאם מדינת ישראל תנפיק אג"ח ח"ב ממשלתית, ובפרט אם ההון שיגויס לכך יגויס בישראל וינותב לטובת פרויקטים בישראל, ההנפקה עשויה להיות ראש חץ לגיוסי הון נוספים של חברות ישראליות וזרות בשוק ההון הישראלי, כפי שעשתה שוודיה.

בהקשר זה, יש להבחין בין הנפקת איגרת חוב ממשלתית לא תלויות תוצאות, לבין הנפקת איגרת חוב ממשלתית SLB. כאשר לכל אחת מאגרות החוב יתרונות וחסרונות: האחרונה לא מחייבת את המדינה "לצבוע" את הכסף שהיא מגייסת עבור פרויקט ספציפי, אך מסייעת לה לרתום תמריץ כלכלי לטובת עמידה ביעדים בר-קיימא, כולל עמידה במטרות ארוכות טווח דוגמת יעדי 2050. הראשונה מחייבת גיוס הון לטובת פרויקט (אחד או יותר) ייעודי, מה שלא מאפשר למדינה גמישות בשימוש בכסף המגויס, אך מעיד על כוונות המדינה לקדם פרויקטים ייעודיים בתחום ספציפי (Giraldez and Fontana, 2022). עד כה, רק מדינה אחת הנפיקה איגרת חוב ממשלתית SLB (צ'ילה, בחודש מרס 2022).

## הערכת החלופה

להנפקה של אג"ח ח"ב ממשלתית פוטנציאל הן להשפעה ישירה והן להשפעה עקיפה על שוק האג"ח ח"ב במדינה. ההשפעה הישירה היא השקעת כספים בניסיון לקדם יעדים סביבתיים או חברתיים: בכוחה של הממשלה להנפיק אג"ח בסכומים גבוהים יותר מאשר הסכומים שיגייסו חברות, כפי שהודגש על-ידי ה-OECD, ולכן ההשפעה הישירה על קידום המטרות היא משמעותית.

ההשפעה העקיפה היא האיתות שהמדינה שולחת לשוק על המקום הגבוה שתופסים יעדים סביבתיים או חברתיים בסולם הערכים של המדינה, דבר שיכול לקדם באופן עקיף גידול שוק אג"ח ח"ב במדינה, וכפי שעשתה שוודיה.

לעניין סוג איגרת החוב המונפקת: תלוית תוצאות או SLB, יש יתרונות וחסרונות כאמור לכל אחד מסוגי אגרות החוב. ככלל, הנפקה של אג"ח חיי"ב יכולה לסייע באופן משמעותי לגידול השוק בישראל, ולא משנה מאיזה סוג. ברם, ובעיקר מטעמים של איתנות לשוק, יש יתרון להנפקה של אג"ח SLB על פני אג"ח תלויות תוצאות: גיוס הון לטובת פרויקט מסוים, או קבוצה מסוימת של פרויקטים, אינה שונה, מבחינת האיתנות כלפי חוץ, מחלוקת תקציב המדינה למשרדים השונים והקצאת כספים לטובת פרויקטים מסוימים, למשל למשרד להגנת הסביבה ולפרויקטים סביבתיים שהוא מקדם. לעומת זאת, הנפקת איגרת חוב SLB שולחת איתנות כי המדינה מוכנה לשלם קנס כספי למשקיעים אם לא תעמוד ביעדי KPI שהוצבו ופורטו בתנאי איגרת החוב (יעדים שיכולים להלום יעדים שהמדינה הצהירה עליהם על גבי במוט בינלאומיות) - דבר שהופך את האיתנות לאפקטיבי יותר.

בהנפקה של איגרת חוב SLB אין פוטנציאל משמעותי ל-Greenwash, שכן נכון להיום אין סנקציות עולמיות על מדינה אשר לא עומדת ביעדים שהציבה לעצמה, זאת בשונה מעיצומים שמדינה יכולה להטיל על חברות הפועלות בשטחה. לכן, יצירת מנגנון "קנס" יכולה להיות תחליף לאי-הטלת עיצומים על מדינות שלא עומדות ביעדי 2050. נוסף על כך, הכסף המגויס יכול להיות מנותב ללא מגבלות. בשל כך, העלות המרכזית בהנפקה עבור המדינה תהיה בהשקעה בעמידה ביעדים שהוגדרו באג"ח, אשר יכולים להלום יעדים שהמדינה הצהירה עליהם בגלגו, פירטה בתזכיר חוק האקלים התשפ"ב-2022, או יעדים אחרים בנושאים סביבתיים או חברתיים.

מבנה האג"ח של SLB מבוסס על כך שהמשקיעים מוכנים לספוג הפסד כספי מסוים כדי שהמנפיק יעמוד ביעדי KPI שהוגדרו. כלומר, הם נותנים משקל וחשיבות לעמידה ביעדים, ולעתים גם על פני השאת תשואה אישית. מכאן נובע שבהנפקת אג"ח SLB קיים סיכון נוסף, תדמיתי, שיכול להתפתח אם המדינה לא תעמוד ביעדי KPI שהוגדרו בתנאי איגרת החוב. אמנם במקרה של אי-עמידה ביעדים המשקיעים יקבלו "פיצוי", אולם המחיר התדמיתי והפיננסי שהמדינה עלולה לשלם בהנפקות עתידיות של אג"ח חיי"ב או של אג"ח Plain Vanilla עלול להיות גבוה יותר מאשר עלות גיוס חוב ותשלום "קנס".

בהנפקה של איגרת חוב לא תלוית תוצאות ישנו פוטנציאל גבוה יותר ל-Greenwash, שכן לכאורה אין הכרח לגייס הון בעזרת אג"ח שאיננה "רגילה" לשם הקצאת תקציבים לפרויקטים סביבתיים או חברתיים. ולכן, יכולה לעלות השאלה מדוע להנפיק אג"ח חיי"ב לשם השקעת כספים במטרות חברתיות או סביבתיות? מבחינת העלות של כלי זה למדינה, אפשר להניח כי אין לגיוס איגרת חוב תלוית תוצאות עלות נוספת על פני גיוס הון "רגיל", מלבד הקצאת הכספים לפרויקטים ספציפיים. אדרבה - ייתכן שהמדינה תוכל לגייס את ההון דווקא בפרמיה (Greemium).

להנפקת אג"ח חיי"ב ממשלתיות, הן תלויות תוצאות והן SLB, עלות נוספת בתצורת הדיווח התקופתי על השימוש בכספים, ותשלום לחברה חיצונית שתעקוב ותבקר את יישום הכתוב בתנאי האג"ח.

קושי נוסף הוא התקדים של הנפקת חוב לטובת מטרה ייעודית, בין שהקופון התקופתי יהיה תלוי תוצאות ובין שלא. ההנפקה יכולה ליצור מדרון חלקלק של פוטנציאל השפעה פוליטית על גיוס ההון של יחידת החוב הממשלתית, דבר המנוגד לרצון לייצר תיק חוב ממשלתי נקי וסחיר.

ברם, אני סבור כי התועלת מהנפקת אג"ח חיי"ב ממשלתית, הן מסיבות של איתנות לשוק, והן מסיבות של עמידה ביעדים עצמיים, יכולה להיות גבוהה יותר מאשר העלות הכרוכה בהנפקה הייחודית. בתגובה לטיעון על יצירת תקדים שעלול להיות

שלילי, יש צורך לוודא שתהיה הסכמה רחבה על המטרה שלשמה יגויס ההון, כדי למנוע עד כמה שאפשר השפעה פוליטית על ההליך והמהות של גיוס החוב הממשלתי.<sup>32</sup>

**לכן, אני ממליץ שמדינת ישראל תשקול להנפיק אגרת חוב ח"ב ממשלתית בטווח הזמן הקצר.** מבין שתי האפשרויות, אני סבור שהנפקה של SLB עדיפה מהנפקת אגרת חוב ח"ב לא תלוית תוצאות, בשל הפוטנציאל להקטנת Greenwash. אולם, גם הנפקה של האחרונה יכולה לתמרץ את השוק במידה ניכרת ולסייע לישראל להתקדם לעבר עמידה ביעדים שהציבה לעצמה. בכל מקרה, יהיה צורך לוודא שתיק החוב של ישראל יישאר חף מלחצים פוליטיים גם לאחר הנפקת אג"ח ח"ב ממשלתית, ולכן ההנפקה צריכה להיעשות בזהירות ובמקצועיות תוך הטיית אוזן לביקורת ציבורית בנדון.

אפשרות נוספת, שלא אתעמק בה במחקר זה, היא שהמדינה תבחר לעודד חברות ממשלתיות שהנפיקו חוב או מניות בבורסה בישראל, להנפיק אג"ח ח"ב. גם בהנפקה של חברה ממשלתית ישנו איתות לשוק על כוונת מוסדות הממשלה לעמוד ביעדים, אך בלי שמדובר בתקציב בעל מטרות מתחרות לתקציבים אחרים, כמו תשלום משכורות, תשלום קופון על חוב קיים וסגירת גירעון.

עלות גבוהה	התנגדות צפויה	פוטנציאל ל-Greenwash	חלופות / שיקולים
			הנפקת אגרת חוב SLB
			הנפקת אגרת חוב לא תלוית תוצאות



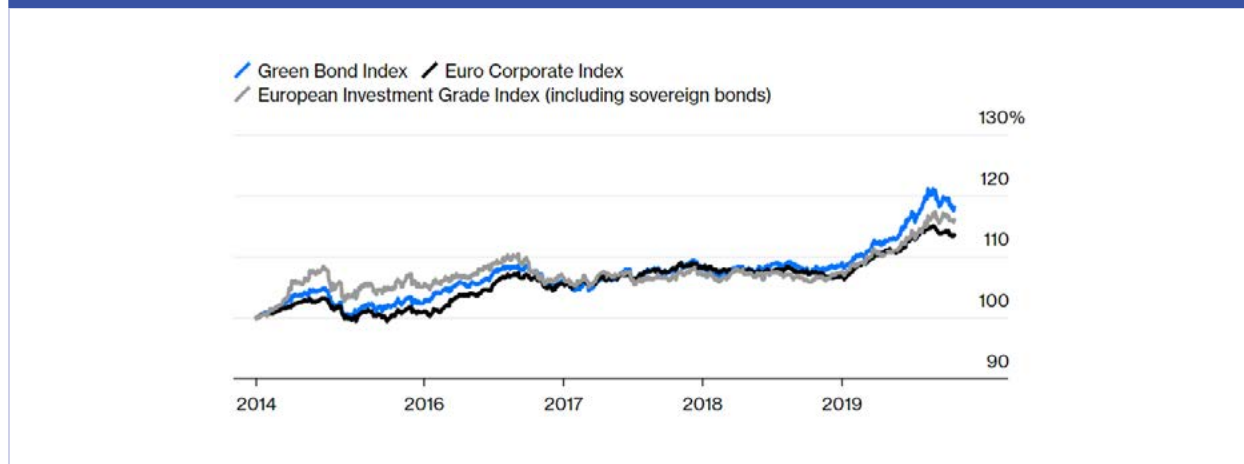
## 8. האינטרס הכלכלי של משקיעים ומנפיקים

לאורך השנים נבחנה השאלה האם בהנפקת אג"ח ח"ב יש אינטרס כלכלי למשקיעים או למנפיקים. הדבר נעשה בדרך כלל על-ידי בחינה של הפרמיה על אגרת החוב: אם אגרת החוב מונפקת בפרמיה בהשוואה לאגרות חוב רגילה בעלת מאפיינים דומים (מועד פרעון, לדוגמה) - אזי המנפיקים "מרוויחים" על חשבון המשקיעים, ואם האג"ח מונפקת בניכיון - אזי המשקיעים "מרוויחים" על חשבון מנפיקי האג"ח. בעבר נערכה בחינה שהעלתה כי אף שקיים ביקוש גבוה לאג"ח ח"ב, המנפיקים לא משיגים פרמיה גבוה (Gilbert, 2019), כפי שאפשר לראות בתרשים 4, ומכאן נובע לכאורה שאין אינטרס כלכלי ייחודי באג"ח

<sup>32</sup> ייתכן שמבין האפשרויות להנפקת אגרת חוב ירוקה, חברתית או בת-קיימא, יש עדיפות מבחינת קונצנזוס ציבורי לאגרת חוב ירוקה על פני אגרת חוב שיש לה יעדים חברתיים, בשל המחלוקת המצומצמת יותר על מטרות סביבתיות לעומת מטרות חברתיות, שנצבעות לעתים בצבעים פוליטיים עזים יותר.

חי"ב בהשוואה לאג"ח רגילות - לא למשקיעים ולא למנפיקים. ממצאים דומים עלו מתוך מחקר על אג"ח מוניציפליות בארה"ב (Larcker and Watts, 2019).

#### תרשים 4. השוואת אינדקסים שונים של אגרות חוב והפרמיה שהן מקבלות, 2014-2019



מקור: Bloomberg, The Explosion in Green Bonds Comes Without a Premium, Mark Gilbert, 2019.

ואולם, בתרשים ישנה השוואה בין אינדקסים של אגרות חוב קונצרניות יחד עם אגרות חוב ממשלתיות, אף-על-פי ששני המכשירים הללו מתאפיינים ברמות סיכון שונות. השוואה קוהרנטית יותר תהיה בין אגרות חוב ממשלתיות שונות בעלות מאפיינים דומים, שאחת מהן רגילה והשנייה חי"ב (Ramos Murillo, 2022).

ארגון CBI פרסם דוח על שוק אג"ח חי"ב במחצית הראשונה של שנת 2021, ובו השוואה בין התשוואות על אגרות חוב ממשלתיות חי"ב לבין אלו של אגרות חוב ממשלתיות Plain Vanilla לצורך בחינת תופעת ה-Greemium. המחקר העלה שרוב אגרות החוב חי"ב הממשלתיות שהיה אפשר לבחון את עקומת התשואה לפדיון שלהן (ובכך להסיק אם ישנה פרמיה), ושאפשר להשוות אותן לאגרות חוב Plain Vanilla ממשלתיות אחרות (מבחינת מועד פירעון וכדומה), מקבלות פרמיה על ההנפקה, ובכך מאוששות את תאוריית ה-Greemium.

נוסף על כך, בדוח נערכה השוואה דומה בין אג"ח חי"ב לא-ממשלתיות לאגרות חוב Plain Vanilla שהונפקו על-ידי אותן החברות. מהדוח עולה שישנה פרמיה ב-26 מתוך 33 אגרות חוב חי"ב שהיה אפשר להשוות בינן לבין מקבילותיהן ה"רגילות". תוצאה זו מפתיעה במיוחד, מאחר שאגרות החוב חי"ב לא מקבלות דירוג גבוה יותר, ולמרות העלות התפעולית הגבוהה יותר שבהנפקת אג"ח חי"ב (תשלום לחברה חיצונית שתבחן את איגרת החוב והנפקת דוח ייעודי), אגרות החוב מונפקות בפרמיה (Climate Bonds Initiative, 2021a).

להלן השוואה בין שתי אג"ח חי"ב ממשלתיות לבין מקבילותיהן Plain Vanilla שהנפיקו צרפת וגרמניה:

פרמיה	תשואה לפדיון של אג"ח ממשלתית מקבילה (מועד לפדיון קרוב, תנאים דומים)	תשואה לפדיון של איגרת חוב ממשלתית חי"ב	קופון תקופתי	מועד לפדיון אג"ח חי"ב	שנת הנפקת אג"ח חי"ב	מדינה
0.05%	0.5%	0.45%	0.5%	24/06/2044	2021	צרפת
0.03%	0.25%	0.22%	0%	15/08/2050	2021	גרמניה

הטיעון בדבר הפרמיה מטה את הכף לטובת האינטרס הכלכלי של המנפיקים. ברם, ישנם ממצאים המעידים על האינטרס הכלכלי של המשקיעים דווקא. ראשית, אגרות החוב חי"ב נזילות יותר מאג"ח רגילות בשוק המשני, דבר שיכול להוות יתרון למשקיעים - נזילות גבוהה יותר תביא למרווחי Bid-Ask מצומצמים יותר, ותעניק גמישות גדולה יותר למשקיעים (Climate Bonds Initiative, 2021a).

שנית, השוואה שנערכה בין ארבע אג"ח חי"ב ממשלתיות לבין אג"ח Plain Vanilla ממשלתיות בעלות מאפיינים דומים שהונפקו על-ידי אותן המדינות, העלתה כי בעתות משבר פיננסי (למשל התפרצות מגפת COVID-19) מחיר האג"ח Plain Vanilla ירד בכ-1% יותר מאשר אג"ח חי"ב. אחד ההסברים שניתנו לכך הוא הנטייה של משקיעים "ירוקים" להחזיק באג"ח חי"ב לאורך זמן, יותר מאשר אג"ח רגילות, דבר שגרם למחיר האג"ח חי"ב לרדת פחות. הסבר נוסף הוא שבסיס המשקיעים של אג"ח חי"ב מבוזר יותר מאשר בסיס המשקיעים של אג"ח Plain Vanilla, ולכן אם משקיע מוסדי גדול מוכר את נתח האחזקה שלו באג"ח חי"ב, הדבר משפיע פחות על מחיר האג"ח בהשוואה להשפעה של מכירה דומה על אג"ח Plain Vanilla (Ramos Murillo, 2022). יותר מכול, הדבר מעיד שמשקיעים מוסדיים טרם נכנסו לשוק האג"ח חי"ב בצורה מסיבית.

טיעון נוסף בעד האינטרס הכלכלי של המשקיעים הוא גידור סיכונים. גידור זה טרם נמדד, הן בשל הקושי המתודולוגי למדוד השפעות חיצוניות (סביבתיות או חברתיות) על כלל מנפיקי אג"ח חי"ב, והן בשל אופי הגידור, המכוון כלפי סיכונים פוטנציאליים עתידיים. ואולם, גידור מפני השפעות חיצוניות אמור להיות פוטנציאל לרווח כלכלי, או למניעת הפסד, עבור המשקיעים.

כפי שאפשר לראות, כבר היום אפשר לזהות אינטרס כלכלי למנפיקים בצורת קבלת פרמיה מהמשקיעים בעת ההנפקה. אולם, גם למשקיעים אינטרסים כלכליים ברכישת אג"ח חי"ב: נזילות גבוהה, גידור מפני סיכונים שוק ותנודתיות נמוכה. בשל כך קשה להכריע בשאלה האם האינטרס הכלכלי בשוק אג"ח חי"ב נוטה כיום לצד זה או אחר, וייתכן שהוא מיטיב עם כל אחד מהצדדים בהיבטים שונים. ככלל, אני סבור כי הדיון על האינטרס הכלכלי לא צריך להיות מרכזי הכובד של שיקולי קובעי המדיניות (או של משקיעים ומנפיקים) בבואם לבחון חלופות מדיניות לתמרוץ שוק אג"ח חי"ב, למרות החשיבות הרבה של רווח כלכלי לפיתוח ולקידום של שוקי הון.



## 9. איתות לשוק

במסמך זה נבחנו חלופות מדיניות שונות שבכוחם של מוסדות ממשלתיים לנקוט לצורך קידום השוק: החל בהנפקה ממשלתית של אג"ח ח"ב, דרך הטבות מס וכלה בבניית סטנדרטיזציה וכללים אחידים. כל אלו, וכל חלופת מדיניות בתחומה שלה, שואפים לאפשר צמיחה של השוק בישראל. יש כאלו שהתפתחות השוק בישראל תלויה בהן כמעט באופן מוחלט (סטנדרטיזציה), ויש כאלו שנועדו לתמרץ שוק קיים (הטבות מס ועידוד משקיעים מוסדיים).

ואולם, לממשלה ולנציגיה כלים סמי-רגולטוריים שבכוחם להפעיל כדי להצמיח שוק אג"ח ח"ב בישראל, או לקדם מטרות סביבתיות או חברתיות באופן רחב יותר. כלים אלו הם איתותים שהממשלה משדרת לשווקים על כוונותיה ועל סדרי העדיפויות שלה.

גורמים בתעשייה בישראל טוענים שכיום אין "אווירה" מתאימה לקיום ולשגשוג של שוק אג"ח ח"ב בישראל ושל עמידה ביעדים סביבתיים מצד הממשלה - אין תחושה ציבורית שיעדים אלו מקבלים משנה חשיבות פוליטית ונמצאים על סדר היום הציבורי. מעבר להנפקת אג"ח ח"ב ממשלתיות, אשר שולחת איתות ברור לשוק, גם התבטאויות "רכות" יותר של הממשלה ומוסדותיה השונים יכולות להצביע לשוק על ההעדפה הנגלית של המדינה. מתן איתות שלילי במקרה הרע, ואי-מתן איתות חיובי במקרה הטוב, יכולים להסביר את דכדוך השוק בישראל. מדובר ב"אווירה" שיכולה וצריכה לחלחל לאזרחים ולתעשייה בחינוך, בהצהרות ובמעשים שהמדינה יכולה לנקוט. "אווירה" חיובית כלפי קיום שוק אג"ח ח"ב בישראל ושל שאיפה לקידום יעדים לשם כך, תניע את התעשייה בישראל ליישר קו ולקדם בעצמה יעדים סביבתיים וחברתיים, לרבות הנפקת אג"ח ח"ב. ייתכן אפוא שההמלצה המרכזית והחשובה ביותר שצריכה לנבוע ממחקר זה היא הצורך בשינוי השיח בסדר היום הציבורי, שינוי שבכוחם של קובעי המדיניות להכתיב: הצהרות על מוכוונות אמיתית ליעדי אקלים; קידום רגולציה של אחריות תאגידית על-ידי חברות; הצהרות בפורומים בינלאומיים על רצון לקדם יעדים סביבתיים או חברתיים; ניסיון לעשות שימוש בשוק הפיננסי לשם כך, ועוד.

על גבי שינוי "האווירה" וסדר היום הציבורי בנוגע ליעדים חברתיים או סביבתיים, חלופות המדיניות שנבחנו לעיל יכולות לסייע לקידום שוק האג"ח ח"ב באופן ספציפי ומפורט.

## 10. המלצות מדיניות

עלות גבוהה	התנגדות צפויה	פוטנציאל ל-Greenwash	חלופות / שיקולים
אדום	אדום	ירוק	1. TEB - ביטול מס רווח הון על קופון תקופתי
אדום	כתום	ירוק	2. TCB - קבלת נקודות מס על הנפקה או החזקה
אדום	אדום	אדום	3. הפחתת מס חברות
אדום	אדום	ירוק	4. עידוד/חיוב המשקיעים המוסדיים לרכוש אג"ח חיי"ב במסלולי הפנסיה
כתום	כתום	אדום	5. חיוב חברות ציבוריות המונפקות בבורסה בישראל לדווח על יעדי אחריות תאגידית
ירוק	ירוק	ירוק	6. יצירת כללים וסטנדרטים להנפקת אג"ח חיי"ב בישראל
כתום	ירוק	ירוק	7. הנפקת איגרת חוב SLB
ירוק	ירוק	כתום	8. הנפקת איגרת חוב לא תלוית תוצאות



לעיל טבלת סיכום החלופות שנבחנו, תוך בחינת מידת הסיכון עבור שלושת השיקולים שנבחנו עבור כל חלופה: פוטנציאל ל-Greenwash, התנגדות צפויה מצד הרגולטורים ומצד המשק, והערכת עלויות. לסיכום החלופות ולהמלצות המדיניות, אני סבור שיש לחלק בין טווח הזמן הקצר לבין טווח הזמן הארוך:

בטווח הזמן הקצר אני ממליץ על חלופות 6-8 (אם אין עניין לקדם את שתי החלופות 8,7 יחד - אפשר לבחור אחת):

- יצירת כללים וסטנדרטים להנפקת אג"ח חיי"ב בישראל
- הנפקת איגרת חוב SLB ממשלתית
- הנפקת איגרת חוב לא תלוית תוצאות ממשלתית

מבין שתי החלופות העוסקות בהנפקת אג"ח חי"ב ממשלתית, אני סבור שיש יתרון להנפקת אג"ח SLB ולא איגרת חוב לא תלוית תוצאות, למרות התועלת המשמעותית שיכולה להיווצר גם מהנפקת איגרת חוב חי"ב לא תלוית תוצאות.

**בטווח הזמן הארוך, ולאחר תחילת צמיחה של שוק אג"ח חי"ב בישראל, אני ממליץ על חלופות 1,2:**

- **TEB - ביטול מס רווח הון על קופון תקופתי**

- **TCB - קבלת נקודות מס על הנפקה או החזקה**

חלופות אלו יוכלו לאפשר Scaling up של השוק לממדים גדולים, תוך משיכת משקיעים זרים לשוק ההון הישראלי ועידוד הנפקות על-ידי חברות בישראל. בארה"ב אמנם שתי החלופות קיימות ביחס לאג"ח מוניציפליות, אך אין הכרח להפעיל את שתיהן עבור כל אגרות החוב: אפשר למשל לקבוע שאג"ח שיופנו לטובת פרויקטים של תשתיות (בדומה לאג"ח מוניציפליות) ייהנו מהטבה תחת TEB, ואג"ח חי"ב אחר ייהנה מהטבת TCB.

## 1.1 סיכום

במחקר זה עסקתי במכשיר הפיננסי אג"ח חי"ב הצומח בצורה משמעותית בשנים האחרונות. פירטתי את התרומה הגדולה שמכשיר זה יכול לתרום לשוק ההון הישראלי ולכלכלת האימפקט הישראלית, שעיקרה איתות לשוק הישראלי והבינלאומי והסטת כספים בסכומים גדולים לצורך קידום יעדים סביבתיים או חברתיים.

כפי שפורט בפרק חלופות המדיניות, למוסדות ממשלתיים שונים, ובכללם רגולטורים פיננסיים ומשרדים ממשלתיים, תפקיד בקידום שוק האג"ח חי"ב בישראל, ואולם, לחלופות מדיניות אלו לא תהיינה השפעה רבה אם לא תהיה תמורה בסולם הערכים שקובעי המדיניות מתווים בשיח הציבורי. התקשורת מציפה לא אחת ביקורת כלפי מדיניות האקלים של ישראל סביב הדיונים על תזכיר חוק האקלים, תוך השמעת טיעונים על אי-היכולת של ישראל לעמוד ביעדים שהתחייבה להם בפלטפורמות בינלאומיות. בשל כך, אני סבור שצמיחת שוק אגרות החוב חי"ב במדינה לא תחל בטרם תאותת הממשלה לשוק כי היעדים שהתחייבה להם גם על-פי חוק הם חלק אינטגרלי מהתוכניות הכלכליות והמדיניות שלה.

צמיחה של שוק אג"ח חי"ב בישראל יכולה לעורר מגוון שאלות עבור מחקרי המשך: מדידת תרומתם של אגרות החוב להשגת היעדים; יצירת עקום תשואה לפדיון של אג"ח חי"ב ומדידה של פרמיה (אם קיימת) להנפקת אג"ח חי"ב ממשלתית ולא-ממשלתית; בחינת ההשפעה של צמיחת שוק אג"ח חי"ב על מדדי ESG ודירוגי אשראי, ועוד. המשך העיסוק המחקרי בקשר שבין מטרות אימפקט לבין מכשירים פיננסיים יסייע לרתום חלק מהכסף הרב שנמצא בשוקי ההון לטובת מטרות אימפקט, דבר שיכול להוביל לפיתוח כלים שיסייעו לעולם להתמודד עם סיכונים מערכתיים דוגמת משבר האקלים.

## 12. ביבליוגרפיה

גרשוני, ב'. "סיפורה הלא ייאמן של האג"ח האוסטרית ל-100 שנה", אתר דה-מרקר, 28 באוקטובר 2019. <https://www.themarker.com/hblocked?returnTo=https%3A%2F%2Fwww.themarker.com%2Fblogs%2Fbarakgershony%2F2019-10-28%2Fty-article%2F0000017f-f89e-d044-adff-fbffa600000>

חוק החברות תשנ"ט-1999.

חזני, ג'. "גיוס ענק של מיליארד דולרים לבנק הפועלים באג"ח קוקו", אתר כלכליסט, 15 באוקטובר 2021. <https://www.calcalist.co.il/market/article/rkf8xcubk>

יפה, י'. 2021. "דוח הוועדה המייעצת לממונה על שוק ההון, ביטוח וחסכון בנושא בחינת ההוצאות הישירות". לבציון נדן, נ'. "הצעד שהכריז עליו ברקת הוא הצעד הראשון בדרך הארוכה לשינוי אמיתי", אתר גלובס, 14 בינואר 2021. <https://www.globes.co.il/news/article.aspx?did=1001398524>

רשות ניירות ערך. 2020. "קול קורא בעניין גילוי אודות אחריות תאגידית וסיכונים ESG".

רשות שוק ההון. 2016. "מסלולי השקעה בקופות גמל - תיקון", חוזר גופים מוסדיים 13-9-2016.

רשות שוק ההון. 2017. "הצהרה על מדיניות השקעה צפויה בגופים המוסדיים", חוזר גופים מוסדיים 24-9-2017.

רשות שוק ההון. 2022. "רשימת מסלולי השקעה - טיוטה", שה. 1117-2022.

שוורץ זיו, מ' ושוב, ש'. "רק מדדים מספריים יהפכו את האחריות התאגידית ממס שפתיים לכלי אפקטיבי", אתר גלובס, 31 במרץ 2022. <https://www.globes.co.il/news/article.aspx?did=1001407678>

שירות גלובס, "הפועלים גייס מיליארד דולרים בהנפקה פרטית בינ"ל של אג"ח COCO ירוק", 15 באוקטובר 2021. <https://www.globes.co.il/news/article.aspx?did=1001387463>

Albul, B., Jaffee, D. M. and Tchisty, A. 2015. "Contingent Convertible Bonds and Capital Structure Decisions". *South African Journal of Economic and Management Sciences* 20(1):17.

Amel-Zadeh, A. 2018. "Social Responsibility in Capital Markets: A Review and Framework of Theory and Empirical Evidence". *Saïd Business School*.

AXA, "Forming a bond: supporting the energy transition", November 27, 2019. <https://www.axa.com/en/magazine/forming-a-bond-supporting-the-energy-transition> [accessed: July 14, 2022].

Barbalau A. and Zeni F. 2021. "The Optimal Design of Green Securities". Seminar paper.

Bernstein, S., Lerner J. and Schoar A. 2013. "The Investment Strategies of Sovereign Wealth Funds." *Journal of Economic Perspectives*, 27(2): 219-238.

- Boffo, R. and Patalano R. 2020. "ESG Investing: Practices, Progress and Challenges", OECD Paris. [www.oecd.org/finance/ESG-Investing-Practices-Progress-and-Challenges.pdf](http://www.oecd.org/finance/ESG-Investing-Practices-Progress-and-Challenges.pdf) [accessed: June 21, 2022].
- Brennan, M. 2020. "Growing the US Green Bond Market, Lab 2". *Milken Institute*.
- Cepni, O., Demirer R, and Rognone L., 2022. " Hedging climate risks with green assets". *Economics Letters*, 212.
- Climate Bonds Initiative. 2021a. "Green Bond Pricing in The Primary Market H1 2021". [https://www.climatebonds.net/files/reports/cbi\\_pricing\\_h1\\_2021\\_03b.pdf](https://www.climatebonds.net/files/reports/cbi_pricing_h1_2021_03b.pdf) [accessed: June 22, 2022].
- Climate Bonds Initiative. 2021b. "Sovereign GSS Bond Survey: The Ultimate Power to Transform the Market". <https://www.climatebonds.net/resources/reports/sovereign-green-social-and-sustainability-bond-survey> [accessed: June 22, 2022].
- Climate Bonds Initiative, FSD Africa and FMDQ Group PLC. 2021. "Green Bonds in Nigeria: Catalysing Nigeria's Transition to a Climate-Resilient, Inclusive and Sustainable Economy". <https://www.fsdafrica.org/publication/the-nigerian-green-bond-market-development-programme-impact-report-2018-2021/> [accessed: July 14, 2022].
- Driessen, G. 2021. "Tax Credit Bonds: Overview and Analysis". *Congressional Research Service*.
- Eccles, R. G., Lee L. E., and Stroehle J. 2020. "The Social Origins of ESG: An Analysis of Innovest and KLD." *Organization & Environment* 33(4): 575-96.
- Eccles R. G. and Serafeim G. 2013. "The Performance Frontier: Innovating for a Sustainable Strategy" *Harvard Business Review* 91(7): 17-18.
- ESG ETF Overview. <https://www.etf.com/channels/esg-etfs> [accessed: June 22, 2022].
- European Commission. 2021. "International Platform on Sustainable Finance". [https://ec.europa.eu/info/sites/default/files/business\\_economy\\_euro/banking\\_and\\_finance/documents/211104-ipsf-esg-disclosure-report\\_en.pdf](https://ec.europa.eu/info/sites/default/files/business_economy_euro/banking_and_finance/documents/211104-ipsf-esg-disclosure-report_en.pdf) accessed: June 21, 2022].
- European Parliament and The Council Directive, 2014. 2014/95/EU.
- Ferreira, M. A. and Matos P. 2008. "The colors of investors' money: The role of institutional investors around the world". *Journal of financial economics* 88(3): 499-533.
- Financial Reporting Council. 2018. "The UK Corporate Governance Code".

FINMA Guidance. 2021. "Preventing and Combating Greenwashing" [https://www.finma.ch/~media/finma/dokumente/dokumentencenter/myfinma/4dokumentation/finma-aufsichtsmittelungen/20211103-finma-aufsichtsmittelung-05-2021.pdf?sc\\_lang=en](https://www.finma.ch/~media/finma/dokumente/dokumentencenter/myfinma/4dokumentation/finma-aufsichtsmittelungen/20211103-finma-aufsichtsmittelung-05-2021.pdf?sc_lang=en) [accessed: June 21, 2022].

Flammer, C. 2013. "Corporate Social Responsibility and Shareholder Reaction: The Environmental Awareness of Investors". *Academy of Management Journal* 56(3): 758-781.

Flammer, C. 2021. "Corporate green bonds". *Journal of Financial Economics*, 142(2): 499-516.

Friede G., Busch T. and Bassen A. 2015. "ESG and financial performance: aggregated evidence from more than 2000 empirical studies". *Journal of Sustainable Finance and Investment*, 5(4): 210-233.

Friedman, M. 1970. "The social responsibility of business is to increase its profits" New York Times Magazine. <http://umich.edu/~thecore/doc/Friedman.pdf> [accessed: August 1, 2022].

Gilbert, M., "The Explosion in Green Bonds Comes Without a Premium", Bloomberg, October 28 2019. <https://www.bnnbloomberg.ca/the-explosion-in-green-bonds-comes-without-a-premium-1.1338419>. [accessed: August 1, 2022].

Giráldez J. and Fontana S., "Sustainability-linked bonds: the next frontier in sovereign financing" *Capital Markets Law Journal* 17(1): 8–19.

Hart O. and Holmstrom B. 1987. "The Theory of Contracts". In: *Advances in Economic Theory: Fifth World Congress*, edited by Bewley Truman F. Cambridge: Cambridge University Press: 71-156.

HM Government. 2019. "Green Finance Strategy: Transforming Finance for a Greener Future".

Hübel B. 2020. "Do markets value ESG risks in sovereign credit curves?". *The Quarterly Review of Economics and Finance* 85: 134-148.

ICMA. 2020a. Climate Transition Finance Handbook. <https://www.icmagroup.org/sustainable-finance/the-principles-guidelines-and-handbooks/climate-transition-finance-handbook/> [accessed: June 21, 2022].

ICMA. 2020b. "Sustainability Linked Bonds Principles: Voluntary Process Guidelines for Issuing Sustainability Linked Bonds".

ICMA. 2020c. "Bond Market Size". <https://www.icmagroup.org/market-practice-and-regulatory-policy/secondary-markets/bond-market-size/> [accessed: July 6, 2022].

ICMA. 2021a. "Green Bond Principles: Voluntary Process Guidelines for Issuing Green Bonds".

- ICMA. 2021b. "Social Bond Principles: Voluntary Process Guidelines for Issuing Social Bonds".
- ICMA. 2021c. "Sustainable Bond Principles: Voluntary Process Guidelines for Issuing Sustainable Bonds".
- IFC. 2019. "Creating Impact: The Promise of Impact Investing".
- IRS. 2021. "Tax-Exempt Bond Statistics". IRS Website. <https://www.irs.gov/statistics/soi-tax-stats-tax-exempt-bond-statistics>. [accessed: June 24, 2022]
- Johnson, C. L., Luby, M. J. and Moldogaziev, T. T. 2014. *State and local financial instruments: Policy changes and management*. Massachusetts: Edward Elgar Publishing.
- Kenway N. "Germany proves 'greenium' theory with green bond demand", ESG Clarity, September 4, 2020. <https://esgclarity.com/germany-proves-greenium-theory-with-green-bond-demand/> [accessed: June 21, 2022].
- Krüger P. 2015. "Corporate goodness and shareholder wealth" *Journal of Financial Economics* 115(2): 304-329.
- Kuchtyak, M. and Bruce E. 2022. "Sustainable bond issuance to be flat in 2022 amid market headwinds", *Moody's*.
- Larcker, D. F. and Watts, E. M. 2019. "Where's the Greenium?" Rock Center for Corporate Governance at Stanford University Working Paper *Journal of Accounting and Economics* 69(2-3).
- Liberadzki M., Jaworski P. and Liberadzki K. 2021. "Spread Analysis of the Sustainability-Linked Bonds Tied to an Issuer's Greenhouse Gases Emissions Reduction Target", *Energies* 2021 14(23): 7918.
- Liu, G. and Denison D. V. 2014. "Indirect and direct subsidies for the cost of government capital: Comparing tax-exempt bonds and build america bonds". *National Tax Journal* 67(3): 569-593.
- Marlowe, J. 2015. "Municipal bonds and infrastructure development—Past, present, and future" International City/County Management Association and Government Finance Officers Association.
- Milken Institute. 2014. "(Re)Inventing Israel's Capital Markets: Financing the Transition from Startup Nation to Global Nation". *Financial Innovation Lab Report*.
- OECD. 2015. "Green bonds Mobilizing the debt capital markets for a low-carbon transition".
- OECD. 2021. "ESG Investing and Climate Transition: Market Practices, Issues and Policy Considerations". *OECD Paris*, <https://www.oecd.org/finance/ESG-investing-and-climate-transition-market-practices-issues-and-policy-considerations.pdf> [accessed: June 21, 2022].
- Oguzhan C., Demirer R. and Rognone L. 2022. "Hedging climate risks with green assets". *Economics Letters*, 212.

- Park, S. K. "Investors as regulators: Green bonds and the governance challenges of the sustainable finance revolution". *Stanford Journal of International Law* 54(1): 1-48.
- Ramos Murillo E. 2022. "Case studies' evidence of greenium in green bond sovereign issuances during the pandemic selloff of March 2020" *MPRA*.
- SEC. "SEC Proposes Rules to Enhance and Standardize Climate-Related Disclosures for Investors". March 21, 2022. <https://www.sec.gov/news/press-release/2022-46> [accessed: June 21, 2022].
- SIFMA. "Capital Markets Fact Book". July 2021. <https://www.sifma.org/resources/research/fact-book/> [accessed: July 6, 2022].
- Shrimali, G. 2022. "Transition Bond Frameworks: Goals, Issues, and Guiding Principles". *The Journal of ESG and Impact Investing* 2(4): 30-51.
- Smith, H. J. 2003. "The shareholders vs. stakeholders debate". *MIT Sloan Management Review* 44(4): 85-90.
- Spreen, T. L. and Gerrish E. 2021. "Taxes and tax-exempt bonds: A literature review". *Journal of Economic Surveys* 1-42.
- Sweden's sovereign green bond framework – Government Decision of 4 June 2020.
- Tang, M. 2017. "Did ESG Ratings Help to Explain Changes in Sovereign CDS Spreads?". *MSCI Issue Brief*.
- Taylor, M. "Evidence of 'greenium' grows as demand for green bonds outstrips supply". Institutional Asset Manager July 4, 2021. <https://www.institutionalassetmanager.co.uk/2021/04/07/298319/evidence-greenium-grows-demand-green-bonds-outstrips-supply> [accessed: June 21, 2022].
- United Nations. <https://www.un.org/en/climatechange/net-zero-coalition> [accessed: June 21, 2022].
- Vorisek, D. and Yu, S. 2020. "Understanding the Cost of Achieving the Sustainable Development Goals". *World Bank Group: Equitable Growth, Finance and Institutions Practice Group*.



## 13.1 נספח 1 : Stakeholder vs. Shareholder Debate

דיון נורמטיבי שמתנהל בעשורים האחרונים, וביתר שאת מאז המאמר שפרסם מילטון פרידמן בשנות ה-70 של המאה הקודמת (Friedman, 1970), בוחן את מטרות החברה (Company) ואת תפקידה. ביתר פירוט - השאלה המנחה את הדיון היא האם החברה צריכה לקדם את האינטרסים של בעלי המניות בלבד (Shareholders), או שמא עליה לשקול שיקולים נוספים המשפיעים גם על גורמים נוספים הבאים במגע עם החברה, כמו ספקים ועובדי החברה (Stakeholders). דיון זה התפרסם תחת הכותרת The Stakeholder Vs. Shareholder Debate.

מילטון פרידמן הוא הקול המוביל של המחנה התומך בכך שהחברה צריכה לקדם את האינטרסים של בעלי המניות בלבד, שכן הנהלת החברה צריכה לשמוע לבעלי המניות. בעלי המניות רוצים להגדיל את תשואתם האישית, לרוב, ולכן החברה צריכה לקדם את האינטרס שלהם, ולא אחר. נוסף על כך, לדבריו, הקריטריון היחיד לבחינת התפקוד של הנהלת החברה הוא ההצלחה הפיננסית שלה, ורק על-פיו אפשר להשוות בין מנהלים שונים (Friedman, 1970).

לעומת זאת, בשנים האחרונות צומחת תנועה השואפת לקדם את האינטרסים של כלל בעלי העניין הקשורים לחברה: עובדי החברה, ספקים, בעלי המניות, לקוחות וכל בעל עניין אחר (Smith, 2003). על-פי טענה זו, הנהלת החברה מחויבת לכלל בעלי העניין, ולכן יש לה שני תפקידים: לשמור על הזכויות של כלל בעלי העניין, ולאזן בין האינטרסים השונים שלהם בעת קבלת החלטות.

בשנים האחרונות מתקיים בישראל דיון המבוסס על הדיון הרחב של Stakeholder vs. Shareholder, ועוסק בחוק החברות תשנ"ט-1999. נכון להיום, חוק החברות קובע בסעיף 11(א) כי "תכלית חברה היא לפעול על פי שיקולים עסקיים להשאת רווחיה, ואפשר להביא בחשבון במסגרת שיקולים אלה, בין השאר, את ענייניהם של נושיה, עובדיה ואת עניינו של הציבור"; כלומר - בראש ובראשונה לקדם את האינטרס של בעלי המניות כדי להשיא את רווחי החברה. ואולם, ישנם פרומים אשר פועלים כדי להעביר תיקון לחוק כך שיכיל אחריות רחבה יותר, תוך הדגשת החלק השני של תכלית החברה כפי שמופיע בלשון החוק - התחשבות בענייני עובדי החברה ובעניינו של הציבור.

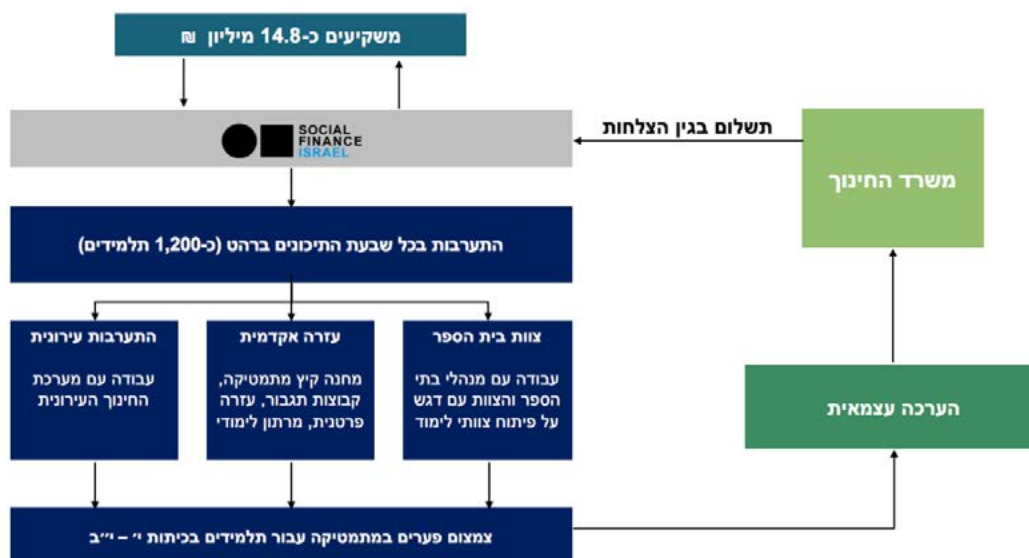
הדיון הרחב על אחריות החברה נוגע גם לענייננו, ובפרט להנפקת אג"ח ח"ב על-ידי חברות הפועלות מתוקף החוק. המצדדים בגישת Stakeholder טוענים כי פגעי האקלים נובעים בעיקר מפעילות של חברות, ובשל כך החברות הן שצריכות להיקנס על כך באמצעות רגולציה ייעודית בשילוב עם תמריצים לפיתוח פתרונות ייעודיים. לעומת זאת, המצדדים בגישת Shareholder סבורים שאין חובה על חברות למצוא פתרונות ולפתח טכנולוגיות להתמודדות עם שינויי האקלים, שכן תכליתן להשיא רווחים, כל עוד הדבר נעשה כחוק.

כיום, גורמים התומכים בהנפקת אג"ח ח"ב תומכים, פעמים רבות, בצד ה-Stakeholder בדיון. ואולם, ככל שהנפקה של אג"ח ח"ב תניב רווח גדול יותר למנפיקים ולמשקיעים<sup>33</sup> כך גם המצדדים בגישת Shareholder לא יתנגדו לצמיחה של שוק אג"ח ח"ב.

<sup>33</sup> רווח למשקיעים ורווח למנפיקים יכולים להתקיים בכפיפה אחת: למשל, ביקוש רב מצד המשקיעים יפחית את עלות גיוס ההון עבור המנפיק, והטבות מס למחזיק האג"ח או גידור מפני סיכוני שוק-אקלים יתמרצו את המשקיע לרכוש אג"ח ח"ב.

## 14. נספח 2: מודל Social Impact Bond

המודל המוצג כאן של SIB נוצר תוך שיתוף פעולה בין משרד החינוך לבין SFI כדי לקדם לימודי מתמטיקה ברמות 4 ו-5 יחידות ברהט שבנגב. במקרה זה הושקעו 14.8 מיליון שקלים בפרויקט על-ידי משקיעים שונים. SFI מפעילה חברות שאמונות על צמצום הפערים במתמטיקה עבור תלמידים בכיתות י' ו-ב'. קיימת הערכה עצמאית של הפרויקט, ומשרד החינוך ישלם למשקיעים אם הפרויקט ישיג את המטרות המדידות שנקבעו בתחילתו.



מקור: Social Finance Israel

במודל SIB יש אלמנטים הפוכים, מבחינת העדפות המשקיעים, בהשוואה לאג"ח SLB. ההבדל המהותי מבחינת המשקיע טמון בשאלה האם ישנה הלימה בין הצלחה בפרויקט ליצירת אימפקט סביבתי או חברתי לבין השאת תשואה, או להפך. SIB מייצג את הסוג הראשון: אם הפרויקט שהוסכם עליו מצליח, המשקיע יקבל החזר טוב על ההשקעה מאת המבטח (המדינה, במקרה זה האג"ח שהוצעה לעיל). SLB מייצג את ההפך: אם מנפיק איגרת החוב עומד ביעדי KPI המפורטים בתנאי האג"ח, המשקיע יקבל החזר פחות טוב על השקעתו - קופון נמוך יותר, או קרן נמוכה יותר במועד הפירעון.

במובן מסוים, אפשר לראות את שני סוגי המכשירים כסוגי השקעות כמעט סותרות: SIB מקדם הלימה בין השאת תשואה לבין קידום יעדים חברתיים, כך שבהשקעה בפרויקט יש או כישלון בהשגת המטרות (ואז מדובר בפילנתרופיה), או שישנה הלימה בין השאת תשואה לבין קידום יעדים חברתיים. לעומת זאת, SLB מקדם חוסר הלימה בין השאת תשואה (בצורת קופון) לבין השגת יעדים: אם המנפיק עומד ביעדי KPI, הדבר יפגע במשקיע, ואם המנפיק לא עומד ביעדי KPI, המשקיע עתיד להרוויח מכך.

**מכון ירושלים למחקרי מדיניות**  
**מרכז מילקן לחדשנות**  
רחוב רד"ק 20 ירושלים 9218604  
משרד: 02-5630175 (שלוחה 34)  
[www.milkeninnovationcenter.org](http://www.milkeninnovationcenter.org)

