

**קונטרס**  
**תתן אמת ליעקב**

## פתיחה

הקונטרס שלפניכם נכתב כתגובה לדברים שנכתבו בקונטרס "איש תרומות", אודות מתווה ההשקעה במניות בקרנות המפוקחים ע"י "ועדת הרבנים - תשואה כהלכה"<sup>1</sup>, ומחמת שהדברים שנכתבו שם הם בלתי נכונים בעליל, הן בחלק ההלכה והן בחלק המציאות, עד שהגדיל לעשות בהבאת דברי שקר גמורים וציטוטים מגמתיים, תוך התנסחות בצורה שאינה ראויה לבני תורה, ובוודאי שלא לאותם המתעסקים בצורכי ציבור, לכך סבורים היינו מתחלה שהדברים אינם ראויים לתגובה כל שהיא, בבחינת "בְּזֵל לְרַעְהוּ חֶסֶד לֵב וְאִישׁ תְּבוּנוֹת יַחְרִישׁ" [משלי פרק יא, יב] ומסתמא כל בר דעת יבחין וישפוט הצדק עם מי, וכפי שכתב ר' אברהם בן הרמב"ם שכתב בספרו המספיק לעובדי השם [ח"ב פכ"ה] בזה"ל "אדם שהוא שלם בדתו ואין תאוותיו מתגברות עליו ומלומד בתורה ובכללי ההלכה ושלם בהגיונו ומעיין כראוי אינו צריך שכנוע וזאת משום שהאמת והשקר נוגדים זה את זה ועל די גלוי האמת יתעלם השקר ממנו אבל מי שיצרו גובר עליו ומעדיף הנצחון בגלל פחיתותו, ומגן על מנהגו ומה שנתחנך עליו ובפרט אם נמצאים אצלו הגאווה וכשרון בהלכה כמעט ברור שלא יחזור בו אפילו על ידי הוכחה ברורה ומאה ראיות" עכ"ל.

אך לאחר מחשבה רבה והתייעצות החלטנו שמכיוון שישנם רבים וטובים שאינם בקיאים דיים בפרטי המציאות וההלכה ואין בידם את הנתונים והאפשרויות המתאמים ע"מ שיוכלו להבחין ולברר בין דברי אמת לשקר וכו', לכר ראינו את הצורך להעמיד את הדברים על מכונם ודיוקם ולבאר ולברר את הדברים לשורשם על מנת שתתברר התמונה המלאה ועל ידי כך בעזה"ת תצא האמת לאור.

## בירור המציאות

וכעת החלי בזה, תחלה נדון במה שפתח בבירור המציאות.

א[ מה שכתב "שהדעה הרווחת בין מנהלי הקרנות הוא השקעה בצורת ניהול פסיבי"<sup>2</sup>, ושרוב הקרנות מנהלים את הכספים במסלולים הכלליים בהשקעה פסיבית".

1 וכאן המקום להדגיש שהדברים שנכתבו החוברת "שוק ההון הלכה ומעשה" שעליו נכתב קונטרס איש תרומות, נכתבו כהצעה להקמת כשרות חדשה זה זמן רב ועידנים טרם הקמתה של ועדת הרבנים תשואה כהלכה, ואין בו אף כל אזכור לתשואה כהלכה, מתווה הכשרות של תשואה כהלכה שונה בדברים רבים מהמובא בקונטרס, כך שאין לדעת מהיכן ראה המחבר לקשר הדברים יחדיו ולהקיש משם על מתווה הכשרות של תשואה כהלכה.

2 השקעה פסיבית הינה השקעה עיוורת העוקבת אחר מדדים מסוימים, וכגון אחר מדד ת"א 35 שהוא מדד העוקב אחר 35 החברות הגדולות בבורסה בת"א. והדרך להיחשף אליו הוא ע"י קניית תעודת סל או אופציות המרכיבים את כל המניות במדד, והיא הפוכה מהשקעה אקטיבית אשר הינה השקעה בניירות ערך מסוימים אשר נבחרו אחת לאחת מתוך נירות הערך הנסחרים בבורסה.

כבר בראשית דבריו פתח בנתונים שאינם נכונים כלל! המציאות הפשוטה היא שרובם המוחלט של הכספים המתנהלים ע"י הגופים המוסדיים בארץ מתנהלים ע"י השקעה אקטיבית של בחירת נירות ערך מסוימים שעל פי דעתם אמורה להניב תשואה עודפת<sup>3</sup>. וכמעט שלא מצויים בארץ<sup>4</sup> קרנות אשר מוגדרות כעוקבות אחר מדדים בניהול פאסיבי<sup>5</sup>, לכן ודאי שהשקעה בקרנות שהחשיפה למניות נעשית בהם דרך תעודות סל ואופציות, הרי זה בבחינת דרך המועט לעומת דרך הרבים, כך שלצייר את הדברים בדיוק להפך מהמציאות כבר בפתח הקונטרס ללמד על הכלל כולו יצא.

[ב] לאחמ"כ כתב שהתשואות בקרנות הכשרות אינם פחות מהכלליות עד שכתב על מה שכתבנו "שאינם יודעים פרק בהתנהלות קרנות של כספי ציבור".

אף בזה צר לנו לקבוע שדבריו הם בבחינת שקר והטעיה גמורים! כאשר הנתונים ברורים ללא כל ספק שהתשואות בקרנות הכשרות ובקרנות שמתנהלות בניהול פאסיבי הינם נמוכים משמעותית מהתשואות שבמקבליהן הכלליות המתנהלות בצורה אקטיבית. [לשם כך צירפנו את הנתונים על התשואות מתוך אתר משרד האוצר פנסיה נט - גמל נט שבהם ניתן לראות בצורה ברורה את פערי התשואה שבין המסלולים הכלליים למסלולים שבפיקוח הלכתי, החל מיום הקמת המסלול הכשר אל מול המסלול הכללי באותה החברה מאותו התאריך. עוד צירפנו בנספחים הסבר על משמעותם הכלכלית של ההבדלים בתשואות שמגיעים לכדי סכומים גדולים ומשמעותיים, כאשר אחד מן הסיבות שלשמה הוקמה תשואה כהלכה הוא ע"מ למנוע מצב זה].

ולשבר את האוזן במשמעות הפערים בחרנו להביא הבדלי תשואות ממסלול חיסכון לכל ילד [בסיכון גבוה המרכיב בעיקר השקעה במניות] שעדיין לא מלאו לו שנה [10 חודשים], ובהם ניתן להבדיל בפערי התשואות בין ניהול אקטיבי

---

3 להלן מספר נתונים חשובים, הקרנות הכלליות מנהלות יחד מעל טריליון וחצי ₪ [1,539 מיליארד ₪], ולכלים הפיננסיים שבהם הן משתמשות, יש ניסיון של שנים רבות. לעומת זאת כל הקרנות הכשרות מנהלות יחד, רק כ 3 מיליארד ₪, והכלים החילופיים שבהם הן משתמשות, עדיין לא נוסו בטווח ארוך מספיק. חברות הניהול מעסיקות מומחי השקעות אשר תפקידם הוא לבחון את התשקיפים והדוחות הכספיים של החברות. על פי בדיקות אלו הם מעריכים, אלו ניירות ערך יניבו תשואה גבוהה יותר מהאחרות. לעומת זאת בהשקעה באמצעות תעודות סל ואופציות, מתקבלת רק התשואה של המדד, שהיא התשואה הממוצעת של כל ניירות הערך המרכיבות אותו. לדוגמא בשלושת השנים האחרונות ביחד, הניבו מדד ת"א 35 ומדד ת"א 125 תשואה של פחות מ 2%, לעומת זאת התשואה הממוצעת בקרנות נאמנות המנייתיות הייתה 16.22%. כמו"כ חשיפה למניות דרך מדדים גורמת על כורחה להיחשף למניות אשר כל בר דעת מבין שבעת זו אין להשקיע בהם [לשם דוגמא מניית טבע משמשת כמרכיב מרכזי ממדד ת"א 35, בהשקעה אקטיבית ודאי שלעת זאת ממעטי הקרנות להיחשף אליה משא"כ בהשקעה פאסיבית שנשארים במשקולות המדד בכל מקרה.

4 המחלוקת בין המומחים היא בעיקרה נוגע להשקעה על מדדים בחו"ל שמורכבים ממאות חברות ובהם יותר קשה לצפות מי יניב תשואה עודפת, אך בארץ מחמת גודלו של השוק ומספרם המועט של החברות הנסחרות בבורסה אין כמעט מי שסבור שהשקעה על מדדים עדיפה על פני השקעה אקטיבית [ואף בקרנות הנאמנות בארץ על מדדי חו"ל רובם המכריע הם קרנות מנהלות שאינן עוקבות אחר מדדים].

רק לאחרונה בסקירה שהתפרסמה ע"י מומחי מערך ההשקעות בבנק לאומי נכתב "קיימת עדיפות לבחירת מניות באופן סלקטיבי ולא באמצעות רכישת המדדים הכלליים, הן בישראל והן בחו"ל".

5 לשם דוגמא בקרנות הפנסיה בארץ מתנהלים כשלוש מאות מיליארד ₪ כאשר מתוכם מתנהלים בניהול פאסיבי רק 61 מיליון ₪ ובשני חברות בלבד [הפניקס ומיטב דש] מצורף בנספחים הנתונים מאתר פנסיה נט.

לפאסיבי, כאשר בחברת אלטשולר שחם הניב תשואה של **12.11%** בעוד שמסלול בסיכון זהה בחברת אינטרגמל המתנהל בצורה פאסיבית הניב תשואה של **2.44%** בלבד הרי לך מפירותיה של ההשקעה הפאסיבית.

נתון זה חוזר על עצמו במסלולי ההלכה שהינם זהים למסלולים בסיכון בינוני, התשואה במסלול פסגות הלכה הינה **2.21%** בעוד שבמסלול הלכה של חברת אלטשולר שחם התשואה מכפילה עצמה עד לכדי **4.1%**. נתונים אלו ושכמותם עד היום לא הובאו לכדי ידיעת הציבור אלא אדרבה שיקרו ביודעין שמסלולי ההלכה הינם בעלי תשואות גבוהות הדומים לקרנות הכלליות דבר שהינו בכדי שקר גמור!!!, ואדרבה כפי שאמר לנו אחד מגדולי הדור יש בו משום **"לפני עוור לא תתן מכשול"** כפשוטו, [לאחר שבחן ובדק היטב את הדברים והמציאות ונכח לראות את פערי התשואות] כעת עם חשיפת האמת והבאתם של הפרשי התשואות ישפוט הציבור ויבחן היטב את דרכי ואופני השקעותי.

וסיים שם המחבר בטענה שאינה מן העניין, **"ופוק חזי כמה אנשים בוחרים קרנות פנסיה מנייתיות, וכמה נמצאים במסלול כללי"**. בטענה זו מסיט המחבר את הדיון, לעולם לא עסקנו בשאלת **שיעור** אחוז החשיפה למניות, [בדרך כלל ברוב הקרנות הוא עומד על כ 30%] הדיון היה ועודנו כיצד **הדרך** להיחשף למניות אם בצורה של השקעה אקטיבית או פאסיבית.

**לסיכום:** א] מרבית הכספים המתנהלים ע"י המוסדיים מנוהלים בניהול אקטיבי. ב] בין המסלולים הכשרים למסלולים הכללים יש פער משמעותי ועקבי בתשואות.

## הבהרות דברים

טרם שנחל בבירור ההלכה ראינו מן הצורך להבהיר מספר נקודות חשובות.

א] **"ועדת הרבנים תשואה כהלכה"** הוקמה ע"י גדולי הרבנים פוסקי דורנו שליט"א אשר ראו צורך ביסוד והקמת כשרות חדשה לשוק ההון, אשר מחד גיסא הינה כשרה למהדרין, ומאידך גיסא דרכי ההשקעה בהם יהיו כמקובלים בשאר המסלולים ובכך ימנע הפסד ממונם של ישראל כשרים.

ב] מתווה הכשרות על כל פרטיו ודקדוקיו מהחל עד כלה נוסד והוקם ע"י גדולי הרבנים העומדים בראשות ועדת הרבנים ואשר אף יצאו בקריאת קודש לציבור היראים להצטרף למסלולים הכשרים שבפיקוח תשואה כהלכה [כאשר תחזינה עיניכם בנספחים].

ג] ועדת הרבנים של תשואה כהלכה המפקחת בקביעות על הנעשה במסלולי ההשקעה השונים מונה את גדולי רבני קהילות הקודש העומדים בראשות בתי הדין החשובים שבארץ ישראל, **ה"ה הגאונים הגדולים, הרב שמואל דוד גרוס שליט"א**, רב דחסידי גור ואב"ד רבני הקריות ובי"ד הישר והטוב. **הרב מרדכי גרוס שליט"א**, אב"ד חניכי הישיבות שליט"א. **הרב שמואל אליעזר שטרן שליט"א**, גאב"ד שערי הוראה ורב מערב בני ברק. **הרב דוד שלמה זולדן שליט"א** רב דחסידי סערט ויזניץ. **הרב אהרן זיכרמן**, דמו"ץ קהל מחזיקי הדת- בעלזא. **הרב אברהם צבי הכהן שליט"א** רב דקהל חסידים שיכון ה' בב"ב ומרבני ויזניץ, **הרב בצלאל וקסלשטין** אב"ד בביה"ד הישר והטוב.

ועדת הרבנים מפקחת על כל מסלולי ההשקעה שבכשרות תשואה כהלכה ובוחנת כל העת את אפיקי ההשקעה וכשרותם, כמו"כ כל שאלה קטנה כגדולה מובאת לפתחם.

מלבד זאת מתווה הכשרות נוסד בהתייעצות מתמדת עם גדולי הרבנים המומחים להלכות ריבית אשר אף חיברו ספרים חשובים שיצאו לשם ותהילה **ה"ה הרה"ג ר' שלום גלבר שליט"א**, בעמח"ס **נתיבות שלום** ואורחות שבת, אשר הקדיש מזמנו שעות רבות בהתוויית מדיניות ההשקעה של תשואה כהלכה, ואף אישר את כשרותם המהודרת. **הרה"ג ר' מאיר לוריא שליט"א**, ראש כולל ברייש - חלקת יעקב. **הרה"ג ר' פנחס וינד שליט"א**, בעמח"ס ברית פנחס ואב"ד ביה"ד המיוחד לעניני ריבית. ועוד רבנים נוספים.

ד] בסיעתא דשמיא זכינו לראות ברכה בעמלינו כאשר מיד עם תחילת הפעלת מתווה הכשרות בחברת **אלטשולר שחם** הניבו המסלולים את התשואות הגבוהות ביותר במסלולי ההלכה, ואף מקבילים למסלולים הכלליים, כמו"כ זכינו וציבור יראי השם הביעו את אמונם בכשרותם המהודרת של המסלולים ותוך תקופה קצרה כבר מתנהלים בהם למעלה ממאה מיליון ₪.

הקדמנו מספר הבהרות הללו ע"מ שידע הציבור שהדברים שנכתבו בקונטרס איש תרומות יש בהם ח"ו משום זלזול ופגיעה בכבודם של גדלי הדור זצ"ל שיסדו מתווה דומה ובגדולי פוסקי דורנו שליט"א אשר יסדו את מתווה הכשרות, וחכמים היזהרו בגחלתן!

## יסודות ההיתרים לרכישת מניות במתווה הכשרות של תשואה כהלכה

מתווה הכשרות של **תשואה כהלכה** ברכישת מניות מבוסס על שני יסודות חשובים אשר כפי שהגדירם אחד מגדולי דורנו שליט"א הם בבחינת "**פעמיים גלאט**". א' רכישה אך ורק של מניות אשר אין בהחזקתם שום חשש איסור, לשם כך נעשתה עבודת מחקר מקיפה בעזרתם של כלכלנים ומומחים לשוק ההון, שבה בוצע מיפוי מלא של כל אחת מהחברות הנסחרות בבורסה בישראל, ע"מ לוודא באלו מהחברות יש בהחזקת המניות שלהן משום שותפות באיסורי תורה כגון א: איסורי ריבית - חברה העוסקת בפעילות של מימון והלוואות, או מנפיקה

אגח"ם ללא היתר עיסקא. ב: חילול שבת - ע"י יצור, תעשיה ומכירות בשב"ק רח"ל. ג: סחורה בדברים האסורים - חברות העוסקות ביצור או מכירת נבילות וטרפות. אותם החברות שיש בהחזקתם משום איסור נאסרו לרכישה.

הבדיקה המעמיקה נעשתה אף בנוגע לחברות ובת ושרשורים ע"מ לוודא שאף בהם אין חשש איסור ריבית [וכגון חברות אשר מנפיקות אג"ח ללא היתר עיסקא. וכמפורט באורך בקונטרס שוק ההון הלכה ומעשה].

ב' היסוד השני במתווה המניות של תשואה כהלכה אשר נועד למנוע כל חשש של בעלות על דברים האסורים בבחינת 'משמרת למשמרתי', הוא תנאי מיוחד אשר נעשה עם החברה המנהלת<sup>6</sup>, שתוכנו כדלהלן "עוד הוסכם והותנה בפירוש, שכל הכספים שיתקבלו ע"י או עבור המשקיעים או העמיתים במסלולים הכשרים של החברה, יושקעו רק בהשקעות שאין בהם חשש ריבית או שאר איסורי תורה, ובאם הם או חלק מהם יושקעו בהשקעות שיש בהם, או שלאחר זמן נהיה בהם, חשש ריבית או שאר איסורי תורה, הרי אין לעמיתים חלק בנכסים אלו, אלא יהיו הכספים שבהם נקנו נכסים אלו, הלוואה לחברה בתורת עסקה כפי התנאים שבשטר זה, והמקבל (החברה) מקנה לנותן (העמיתים) חלק שווה ערך לסכום שקיבל, ע"פ שומת הבקיאים שיקבעו ע"י החברה, בעסקיו ונכסיו הקיימים שאין בהחזקתם חשש איסור, וכן הוא יקנה בכל העסקים והנכסים שאין בהחזקתם חשש איסור שהוא יעסוק בהם או יקנה אותם משעת קבלת העסקה ואילך, בקניין המועיל ביותר, ובאופן המועיל ביותר. עסקים או נכסים אלו שהקנה המקבל לנותן, אם קנה או עסק בהם בעסקים שיש בהם חשש איסור, הרי אין לנותן חלק בעסקים אלו, אלא יקנו כנגדם בנכסים או עסקים טובים אחרים שאין בהחזקתם חשש איסור, וכל תנאי העסקה יהיו כפי המפורט בשטר זה" ע"כ<sup>7</sup>.

ע"פ תנאי זה, כל רכישה של נכס או חלקים ממנו שיש איסור בהחזקתם, תעבור בהלוואה לרשות החברה בתורת עיסקא, והם אינם בבעלות העמיתים.

[בנוסף לכך הארכנו בקונטרס "שוק ההון הלכה ומעשה" לברר עוד כחמשה התרים שיש בכוחם להתיר אפשרות של פעילות שולית אסורה וע"ש באריכות].

משום מה ראה בעל האיש תרומות לעשר תרומה גדולה מקונטרס שוק ההון הלכה ומעשה ולא ציין את אותם ההידורים כגון התנאי המיוחד וכו' [זאת ועוד בנוסף להידורים הרבים שישנם בעניינים נוספים כגון השקעה באגרות חוב אשר

6 שנחתם ע"י מורשי החתימה המוסמכים של החברה, ע"מ לתת לו תוקף משפטי.

7 כאן המקום לציין שאף בקרנות העומדים תחת פיקוח ועד ההלכה גלאט הון משתמשים בתנאי כעין זה ע"מ למנוע חששות שונים של בעלות על איסורים בנוגע לכמה עניינים. כמו"כ בעבר ניתן לבתי ההשקעות כשרות ע"י בתי הדין של הגר"נ קרליץ שחתומים עליו אבות בתי הדין הגר"ש רוזנברג, והגר"י סילמן שליט"א, שכל הכשרות התבססה על תנאי האומר שכל המעוניין שכספו יתנהל כהלכה יתנה שמעוניין שכספו יושקע רק בהשקעות שאין בהם כל חשש איסור ומשך שנים רבות נסמכו על תנאי זה בלבד להכשיר את כל מסלולי החברה. וודאי שבתנאי שנערך על ידינו שהינו שונה בכמה דברים ואף נחתם ע"י מנהלי החברה יש לו תוקף לאין ערך מהתנאי הנ"ל. לתועלת העניין הבאנו את הנוסח שאושר בחתימות ידם שע"י ניתן להשקיע אף ללא כל פיקוח בנספחים שבסוף הקונטרס.

הורו הרבנים שליט"א להדר בה ולחוש לכל החששות שיתכנו<sup>8</sup>, ובמקום זאת קבע עובדה בלתי נכונה בעליל שכל מתווה המניות של תשואה כהלכה אין לו על מה שייסמך בלתי על דעת אותם הפוסקים שסברו שאין לראות במחזיק מניות ללא השפעה כבעלים לעניין איסורי התורה, ואשר על כן הקדיש את מרבית דבריו לברר את דעת הפוסקים בעניין, ולמעשה המציאות הברורה היא בדיוק להפך, מתווה הכשרות של תשואה כהלכה נוסד על דעת שלא להסתמך על אותם הפוסקים אלא לחוש אף לדעת המחמירים שראו בקניית מניות כבעלות גמורה בנכסי החברה. [ואילו נסמכים היינו על אותם הדעות לא היה כל צורך באותה עבודה מאומצת שהושקעה בה מאמץ ודמים מרובים במיפוי המניות המותרים והאסורים של החברות הנסחרות בבורסה בישראל, אלא כל המניות היו מאושרים לרכישה].

אך מכיוון שאף כאן בחר לסלף את שיטות גדולי הפוסקים ודבריהם הברורים, תוך דירוג וקביעת מסמרות מי אכן ראוי להיחשב כפוסק ומי לא, ואף השמיט במכוון דעת רבים וגדולים ללא כל התייחסות, ראינו את הצורך להעמיד את הדברים על מכונם וכדלקמן.

כאן המקום לציין שמתווה דומה בחלקו [ובהכשר דידן הוסיפו על כך חומרות רבים ופיקוח תמידי אדוק] הוקם ע"י הרה"ג ר' אריה דביר שליט"א מגדולי תלמיד הגרי"ש אלישיב זצוק"ל כאשר כל מתווה הכשרות שבפיקוחו נוסד ואושר ע"י הגרי"ש"א דבר הידוע לכל מי שהתעסק בתחום<sup>9</sup>, כך שא"כ כל חידוש.

**לסיכום:** מתווה הכשרות של תשואה כהלכה במניות מבוסס על שני יסודות מרכזיים. א] רכישת מניות כשרות בלבד. ב] תנאי מיוחד השולל כל זיקה של בעלות על נכסים אסורים.

### **בירור דעת הפוסקים שסברו שחברה בע"מ הרי היא כגוף ללא בעלים**

ד] בקונטרס שוק ההון הלכה ומעשה הבאנו דעת כמה מגדולי הפוסקים אשר סברו שיש להתייחס לחברה **כאישיות עצמאית נפרדת** שהיא כביכול הבעלים של הממון שלה, ולדבריהם אין בעלי המניות נעשים שותפים לאיסורים שהחברה עוברת.

ובעל איש תרומות האריך בזה וכתב לברר כ"א מן הדעות שהבאנו שם וסיים **"העולה שלא שמענו מאחד מהפוסקים שהתיר למעשה מטעם הסברא שהחברה עצמה היא יישות של בעלות"**.

8 השקעה באגרות חוב עולה בחומרתה עשרת מונים על פני השקעה במניות משום שהרי היא הלוואה בריבית קצוצה לחברות, הלכך הורו הרבנים העומדים בראשות תשואה כהלכה להחמיר ככל האפשר, וכגון לחוש לקניה ביד שניה מאדם שאינו שומר תורה ומצוות ועוד חומרות רבים שאכמ"ל.

9 וכפי שהאריך בזה המחבר עצמו בקונטרס תקנת הריבית חלק א' והביא שם באריכות את שיטת הגרי"ש עיי"ש.

טרם שנבוא לברר דברי אותם הפוסקים שכתבו כן להדיא, נזכיר לבעל איש תרומות את אשר כתב בעצמו בקונטרס תקנת הריבית [חלק א עמוד י' ועמוד נג] כאשר מבאר את מעמדה הלכתי של חברה בע"מ הביא בזה ג' דעות, ובדעה הג' כתב בזה"ל **"יש מגדולי התורה שמצדדים לומר שאין מקום לשנות בדין תורה את מהות החברה בשוני מהתפיסה שמיחסים אליה בחוק... אלא שכלל אין האדם בעלים על הנכסים אלא החברה בעלת הנכסים והאדם אינו אלא בעל החברה... ולדרך זה לא שייך איסור ריבית וגזל בכל מו"מ עם חברה בע"מ עכ"ל**.

הרי שהביא כן בשם **"גדולי התורה"** בפשיטות, וכאן כתב **"שלא שמענו לאחד מהפוסקים"** הרי שברצות מכיר בהם וברצות מסלף דבריהם כחומר ביד היוצר.

ועתה לגופם של דברים.

לכל הבא לשערי בית המדרש ידועה דעתו של הגאון בעל הצפנת פענח [בתשובותיו סימן קפד] שסבר שחברה בע"מ מוגדרת הרי היא כישות משפטית נפרדת. [בכל ספרי השו"ת וההלכה שעסקו בנידון הביאו את דבריו כן בפשיטות]

דברי הגאון זצ"ל עוסקים בשאלה שם האם ניתן ללוות מבנק אף ללא היתר עיסקא כלל [ולא כפי שהציג האיש תרומות את דבריו שעוסקים רק באופן שכבר חתם פעם אחת על היתר עיסקא] וכתב ע"ז בזה"ל **"עיינ ב"מ דנ"ז ומנחות דף צ' דאין ריבית להקדש ומ"מ מבואר בתו"כ פ' בהר וספרי דלמעשר שני עשאם ממון גבוה מ"מ יש רבית והגדר דשיעבוד צריך דוקא לאדם מסוים ולכך גבי הקדש ליכא מציאות רק צורה משא"כ במע"ש וכו' והנה גדר הבאנק לא נקרא דבר מסוים רק דבר של צורה לא חומר כי גם מי שיש להם באנק הם אינם משועבדים לעצמם רק הכסף המונח שם ועוד ושוב ליכא למי הוא משועבד וכן הגדר של צדקה ברבית ועי' ב"ק דף צ"ג דליכא שמירה ג"כ מטעם זה ובירושלמי דשביעית פ"ח גבי ליתן מתנה לכל מי שירצה דליכא שמירה וה"נ ברבית לכן אין זה רבית בבאנק ע"פ ד"ת עכ"ל**.

הרי שכתב להדיא דגדר הבנק הוא כבעלים לעצמו ודימהו לצדקה, ומה שסיים **"אין זה רבית בבאנק ע"פ ד"ת"** כבר כתבו רבים דלכאורה אין כונתו לומר דמדרבנן אסור אלא **דעל פי דיני התורה** אין כאן איסור כלל. [עיינ בתורת ריבת עמ' רמז הערה ק' מש"כ בזה, ובקובץ מתיבתא תש"נ עמ' רסד].

הפוסק השני שהבאנו הוא היד שאול והמחבר כדרכו מזלזל בו ומגדירו "כצורב צעיר".

כל מי שדרך על מפתן הסוגיא דחברה בע"מ יודע שדברי היד שאול הם מהתשובות החשובות ביותר בנידון, וכבר ניתן לראות שהגאון האדיר בעל המנחת יצחק בתשובותיו [ח"ג סימן א] מביא דבריו ומפלפל בהם לאורך כל תשובתו הארוכה, וכן הביאו את דבריו עוד רבים מגדולי הפוסקים.

ומש"כ בדעת הגר"ח פ' שיינברג זצ"ל שהוא דעה אחרינא, מסתמא לא עיין שם כלל דהגר"ח פ' האריך שם להצדיק הדעה דהוא כאישיות נפרדת והאריך בבירור



דעת הצ"פ. [ואף אם כהבנתו סוף סוף סבר שאין בעלי המניות נחשבים כבעלי החברה עד שהגדיר נכסי החברה כהפקר גמור וממילא אין כאן בעלות כלפי איסורי התורה].

ולהלן נצטט מדברי הגר"ח פ' שינברג בקובץ אור השבת ח"ז עמי יד ואילך.

וז"ל "מסתבר לענ"ד לכאורה שחברת בע"מ או הנקרא קארפאריישאן בלע"ז שמדינא דמלכותא אין גובין אלא מנכסי החברה ולא מהשותפים בו דלית להו דין בעלים כלל מדין התוה"ק ליחידים המשתתפים בה וכן ליכא עלייהו שעבוד הגוף לחובות החברה המשותפת ולפי"ז לכאורה לא יהא בו משום איסור ריבית מדאורייתא וכע"ז לא יהא בו משום איסור חמץ מדאורייתא וכן לא יהא בבהמותיו משום שביתת בהמתו בשבת ויו"ט וכן לא יהא חיוב לטבול את הכלים שקונה ממנה דלא הוי כקונה מעבו"ם מדלית לי' בעלים בלל דעכ"פ מסתבר לכאורה שיהא בו מקום להקל באיסורי שבר שבת ומעשה שבת שאין אלא מדרבנן"

ובמסקנת הדברים כתב "סוף דבר מסתבר לענ"ד לכאורה שמעיקרא דדינא קארפאריישאן וחברה בע"מ הויין להו גולם בעלמא ולא בעלות עם תנאי גובינא וכן מסתבר להו לכמה פוסקים וכן"ל ולפי"ז לא יהא בו שכר שבת ועכ"פ הוי מח' הפוסקים באיסור דרבנן דשומעין להקל... **לענ"ד מסתבר לכאורה כהני פוסקים רס"ל שקארפאריישאן וחברה בע"מ הויין להו בגולם בעלמא או לכל היותר כציבור ועכ"פ לא כשותפות שהתנו בה" עכ"ל**.

וכן נכתב בעוד כמה ספרי תשובות עיין בשו"ת באר ראי להגר"א קצנלבוגן סימן כה. ובשו"ת בית אב"י ח"ב סימן

וכן הוא דעת כמה מגדולי דייני זמנינו, עיין בשו"ת מנחת אשר להגר"א וייס אב"ד דרכי הוראה שכתב בפשיטות בזה"ל **"ולענ"ד ברור דיש לנקוט עיקר להלכה דחברה כזו הינה אישיות משפטית בפני עצמה** והמעמד המשפטי המודרני של חברות תקף גם לפי ההלכה דכיון שאף אחד משלשת גורמי השליטה בעלי המניות חברי הדירקטוריון והמנכ"ל אין לו בעלות גמורה ומצב זה לא שער אבותינו אין לנו להתחכם ולחדש חדשות אלא לקבל את משפט העמים בכל העולם כולו וכל כה"ג ודאי דינא דמלכותא דינא ולא רק שאי"ז סותר דין תורה אלא לענ"ד זה עיקר דין תורה כיון שמאפייני הבעלות חלוקים בין שלשת הגורמים הנ"ל וכ"כ בצפנת פענח סי' קפד דמשום כך אין דין ריבית בבנקים עכ"ל. [אלא שלענין דינא כתב דראוי להחמיר באיסורי ריבית משום דעת החולקים].

וכן היא דעת הגאון הגדול הרב נפתלי נוסבוים שליט"א<sup>10</sup>.

לסיכום: דעת הצפנת פענח להתיר ללוות מבנק אף ללא היתר עיסקא מחמת היותו של הבנק חברה בע"מ וכצורה בפני עצמה, וכן הוא דעתם של עוד כמה מהפוסקים ה"ה הגר"ח פ' שיינברג, והגר"א וייס ועוד.

10 כפי שנמסר לנו ע"י הרה"ג אריה צבי רוטנברג שליט"א רב דחסידי גור שכונת חפציבה בית שמש.

## בירור דעת הפוסקים שסברו שאין בעלות ללא יכולת השפעה

ה[ בהמשך דברינו שם בקונטרס שוק ההון הלכה ומעשה הבאנו שדעת רבים מהפוסקים שכל שאין לבעל המניה יכולת להתערב בניהול החברה אינו נחשב כבעלים לענייני איסורי התורה.

והבאנו שכן הוא דעת הגאון ר' שלמה קלוגר, ולפי שכתב שהבנתינו בדבריו הם טעות ממש ראינו להעתיק לשונו ולברר דבריו שכתב בשו"ת האלף לך שלמה [חלק אורח חיים סימן רלח] "נשאלתי מהגביר נתן קאליר היות כי יש לו אקציען מהפאבריק וולאדאווקי והפאבריק מוכרת חמץ אם מחויב גם הוא לכתוב שטר מכירה על החמץ הזה והשבתי שדרך האנשים שיש להם אקציען בהקרדיטאנשטאלט וכן בכל הבאנקען יש להם רק חלק לריוח או להפסד ואין להם שום זכות להגיד ולחוות דעתם בענין תהלוכת מסחר במכירה וקני' היוצאים הדרושים להמסחר או להפאבריק לכן לא חל החיוב על ר"נ למכור" עכ"ל.

והנה בהבנת דברי הגרש"ק יש שהבינו שהנידון הוא במקרה שהחברה עוסקת במכירת חמץ בפסח רח"ל [ולא שהחברה מכרה חמץ לגוי] ונשאל הגרש"ק אם מחויב בעל המניות למכור את חלקו בחברה לגוי, וע"ז השיב שמכיון שאין למחזיק המניה השפעה על התנהלות החברה אינו נחשב כבעלים לענייני איסורי התורה,

כן מצאתי שהבין בשו"ת משנה הלכות [חלק ה סימן קב] וז"ל "איברא דכבר הורה זקן בזה בשו"ת אלף לך שלמה א"ח סי' רל"ח בהגביר ר"נ קאליר שהיה לו אקציען בפאבריק וולאדאווקי **והבית חרושת מוכרת חמץ בפסח** ונשאל אי מחוייב לכתוב שטר מכירה גם על החמץ הזה והשיב שדרך האנשים וכו'... לכן לא חל החיוב על ר"נ למכור ע"ש" עכ"ל.

וכ"כ בשו"ת חשב האפוד [ח"א סימן סב-סג], ועי"ש שהשווה דעתו לדעת המהרי"א הלוי, וכן כתבו עוד רבים מהאחרונים להשוות דעתם. [ועיין בקובץ נזר התורה ניסן ס"ה מהגאון חיד"ו וייס שהאריך בזה וסיים "ובמה שהחליט במנחת יצחק נגד דעת הפוסקים הגדולים ה"ה המהרש"ק ומהרי"א הלוי לע"ד אין לו שום מקור, שו"ר במנח"י [ח"ז סי' כו] שהביא משו"ת חשב האפוד [ח"א סי' סג] שגם הגאון מטשעבין הסכים לדברי מהרי"א הלוי ועל כן בודאי אין להחמיר לאחרים בזה"].

וכן ראיתי בשו"ת עמק התשובה [ח"ב סימן לה] "בדבר הסטאקס [אקציען] אשר הפאבריקן מוכרין ויש מהם שמלאכתן ומסחרן הוא בחמץ כגון שכר או יי"ש של חמץ וכדומה אם הקונים יהודים מותרין להשהותן אצלן בפסח שלא ע"י מכירה הנה כבר עמדו על מדוכה זו רבנן קשישאי ה"ה הגאון רשכבה"ג מהרש"ק ז"ל בשו"ת האלף לך שלמה [סי' קל"ח] **וכתב לדבר פשוט שאין שום איסור בהשהייתן הואיל ואין להקונים שום זכות לומר איזה דעה בהנהגת המסחר לאו ממוני' הוא כלל ואינו עובר עליו על כל יראה ותשביתו עיי"ש וכן בשו"ת מהרי"א הלוי ז"ל [ח"ב סי' קכ"ד] דן להתיר החמץ של בעלי המניות" עכ"ל.**

אך אף אם נבאר בדברי הגרש"ק כפי שהבין בעל האיש תרומות שהשאלה עוסקת במקרה שהחברה מכרה את החמץ כדין לגוי ונשאל האם גם בעלי המניות צרכים למכור את החמץ לגוי, לכאורה אינו מובן כלל מה טעם בכלל להצריך את בעל המניות במכירה נוספת סוף סוף מנהלי החברה שנתמנו ע"י כבר מכרו את החמץ לגוי בשליחותו, אלא דצ"ל דיתכן שאין מכירתם מועילה כלפיו מאיזה טעם שהוא, וע"ז עונה שמכיון שאין לו השפעה בחברה אינו צריך למכור את חלקו כיון שבעלותו פחותה מאותו אדם שיש בידו לחוות דעה בניהול החברה, וא"כ חזינו שכל שאין בידו להשפיע אינו נחשב כבעלים שחייב לדאוג שלא יעבור על איסורי התורה דאם חלקו חשיב כבעלות גמורה נראה דיש לו למכור בעצמו החמץ.

וסיים שם בקונטרס "ונשאר אם כן שכן דעת מהרי"א הלוי ולא זו בלבד שאינו דעת רבים אלא **דעת יחיד** אלא שעוד זאת יש לשאול מה חשב בעל הקונטרס כאשר בא לזכות את בעל החיבור בתואר גדולי הפוסקים", [וממשיך לקבוע שם מסמרות מי אכן ראוי לתוארים מעין אלו].

מלבד מה שהניח לדעת המהרי"א הלוי כדעת יחיד בשעה שהבאנו להדיא שכן הוא דעת הגאון מטשבעין ובעל החשב האפוד כפי שנביא לקמן דבריהם [ומשום מה השמיטם המחבר] כנראה שלא ידע את מעמדו של הגאון בעל המהרי"א הלוי אשר כפי שכותב החשב האפוד על דבריו בענין מניות "**סוף דבר הכל נשמע, יש לנו אילן גדול להשען עליו הוא מהרי"א הלוי ז"ל אשר כל בית ישראל נשען עליו ואין להחמיר כלל**" עכ"ל.

עתה נביא את דבריו של בעל החשב האפוד שמעיד שכן סבר הגאון מטשבעין זצ"ל. "ובדבר אשר נסתפק כהדר"ג, אם הקונה מניות הנקרא אקציען ובלשון מדינה זו שערס, והחברה עובדת בשבת ויום טוב, או עוסקת בחמץ בפסח, או חברה שעוסקת ברבית, אם מותר לישראל לקנות אקציען מחברה זו, ואינו נלכד באיסורים שיש בה. הנה על מדוכה זו כבר ישבנו כמה פעמים עם הרבנים הגאונים חברי הבד"ץ שליט"א, ואמנם **נהוג עלמא להקל בזה**, וכמה אנשים אשר זה כל עסקם, ומקופיא עוסקים בזה רובם. ויש לנו לחפש עליהם זכות, וכחא דהתירא עדיף. ובכן אודיעהו אשר לפני שנים מספר דנתי בדבר לפני הגאון שר התורה מטשבעין שליט"א, והראה לי תשובות הגאון מו"ה יצחק אייטנגא ז"ל בשו"ת מהריא הלוי כי שם מתבאר הדבר קצת [והעתיק לשונו שם, וכתב] והטעם השני של מהרי"א הלוי ז"ל, שאין בעל אקציען שותף כלל בעסק, אלא בעל זכות ברוחים. הנה שמעתי שכן הוא הדעה של הרבה בעלי חוק ומשפט בערכאות, ואם כנים הדברים ודאי שאין שום נידנוד איסור בדבר. ואמנם הערני שישנם שני מיני אקציען, יש אשר רשמית בלי שום זכות התערבות בעסק ורק בעלי זכות לקבל רווחים. אך יש אשר בעצם יש להם זכות התערבות, אלא שבטלים במיעוטם כי העסק מתנהל על פי רוב דעות. ונראה דלמעשה אין נפקותא בזה, דסוף סוף אין לו דעה מעוצם מיעוטו, ואינו אלא מקבל רווחים. סוף דבר הכל נשמע, יש לנו אילן גדול להשען עליו הוא מהרי"א הלוי ז"ל אשר כל בית ישראל נשען עליו ואין להחמיר כלל" עכ"ל.

ועיין בשו"ת מנחת יצחק חלק ז סימן כו "ושוב ראיתי בספר חשב האפוד (מהרה"ג מוה"ר חנוך דוב פדווא שליט"א סי' ס"ב), שדן בזה לפני הגאון מטשעבין זלה"ה, והראה לו תשובת הגאון מהרי"א הלוי הנ"ל, **כנראה שהסכים לדבריו**" עכ"ל.

ועוד הביאו דבריו רבים לדינא, שו"ת מלמד להועיל חלק א (אורח חיים) סימן צא, ובשו"ת משנה שכיר א סימן יד.

**לסיכום:** דעת רבים מגדולי הפוסקים שכל שאין אפשרות השפעה על התנהלות החברה אינם נחשבים כבעלים לעניין איסורי התורה. כ"א המהרי"א הלוי, האלף לך שלמה, הגאון מטשיבעין החשב האפוד, ועוד.

**בירור דעת גדולי הפוסקים שכל שאין לבעל המניות אפשרות להשפיע על התנהלות החברה אף במידה ויש בידו זכות הצבעה אינו נחשב לבעלים בחברה.**

ו] טרם שבוא לברר דברי הפוסקים עלינו להבהיר מעט בנוגע לפרטי המציאות בבעלות המניה.

ברוב החברות מתחלקת החזקת המניות לשלושה א' **החזקות בעלי ענין**, שהם בדרך כלל מי שמחזיקים בגרעין השליטה<sup>11</sup>/בעלי ענין מהותי<sup>12</sup>/בעל ענין.<sup>13</sup> ב' **החזקות מוסדיים**, החזקות הגופים שמנהלים את כספי הציבור כגון כספי בפנסיה וקרנות נאמנות. ג' **החזקות ציבור**, אנשים יחידים אשר מחזיקים במניות בודדות שאינם בעלי ענין בחברה.

בהרבה מן החברות בעלי גרעין השליטה מחזיקים ברוב ניכר ממניות החברה. אומנם גם בחברות אשר בעלי השליטה אינם מחזיקים ברוב המניות כל שבידם שיעור ההחזקה הגדולה אל מול שאר בעלי המניות אין זה מגרעה משליטתם ולמעשה על פיהם יישק כל דבר וענין, ואף שמי שמחזיק את מרבית מניות החברה הם הציבור מ"מ מכיון שהתאגדות היחידים שפעמים שהם מיליוני בנ"א שכ"א מחזיק פרומיל מהחברה הוא דבר שלא יתרחש לעולם מכמה סיבות, א' מחמת הקושי הטכני הכרוך התאגדות של כ"כ הרבה בנ"א לענין אחד ודעה אחת. ב' מחמת שבד"כ ע"מ להצביע נדרש רישום ועניינים טכניים מורכבים. ג' מחמת שרוב האנשים שמחזיקים במספר מניות מועט מועלם לא הייתה דעתם ומטרתם להתערב ולהשפיע על התנהלות החברה אלא כל מטרתם לקנות מניה ע"מ

11 להלן נצטט מתוך חוק נירות ערך, "בעל שליטה" - מי שמחזיק בעשרים וחמישה אחוזים או יותר מזכויות ההצבעה באסיפה הכללית של החברה אם אין אדם אחר המחזיק בלמעלה מחמישים אחוזים מזכויות ההצבעה בחברה.

"דבוקת שליטה" – מניות המקנות עשרים וחמישה אחוזים או יותר מכלל זכויות ההצבעה באסיפה הכללית. 12 "בעל מניה מהותי" – מי שמחזיק בחמישה אחוזים או יותר מהון המניות המונפק של החברה או מזכויות ההצבעה בה.

13 "בעל ענין" מי שמחזיק בחמישה אחוזים או יותר מהון המניות המונפק של התאגיד או מכוח ההצבעה בו, מי שרשאי למנות דירקטור אחד או יותר מהדירקטורים של התאגיד או את מנהלו הכללי, מי שמכהן כדירקטור של התאגיד או כמנהלו הכללי, או תאגיד שאדם כאמור מחזיק עשרים וחמישה אחוזים או יותר מהון המניות המונפק שלו או מכוח ההצבעה בו או רשאי למנות עשרים וחמישה אחוזים או יותר מהדירקטורים שלו

שתניב לה רווחיים ואינם מתעניינים בהתנהלות החברה ופעולותיה ואינם משתתפים באספות החברה וכד' וברוב המקרים אין להם בכלל את הכילים המתאימים להבין את התנהלות החברה. כל אלו גורמים לכך **שהרוב הוא דומם** ועל כן אף במקרים שאין לבעלי השליטה רוב אלא רק כמה עשרות אחוזים מהחברה מ"מ בפועל הם מנהלים ומקבלים את ההחלטות בחברה.

נתון זה גרם לרבים מגדולי הפוסקים שלא לראות במחזיקי המניות המועטים כבעלים ובפרט כלפי איסורי התורה<sup>14</sup>.

תחלה נפתח בדבריו של בעל האגרות משה בתשובתו המפורסמת [אבן העזר חלק א סימן ז] וז"ל **"ובדבר ליקח שערס מקאמפאניעס שעושין מלאכה ומסחר בשבת הא חזין שנתפשט להיתר והטעם פשוט שאין להחשיב את הקונים שערס שהוא רק משהו מהמסחר שאין להם שום דעה בהמסחר אף לענין חלקם לבעלים של"ד לשותפות במקצת שיש לו דעה כבעלים, וגם אין הקונה שערס רוצה להיות בעלים בהמסחר ואינו רוצה לקנות כלום בהמסחר אלא הוא רק כקונה ריוח והפסד שיהיה בהמסחר לפי סך כך וכך שקנה, ויותר נראה שאין בהם גדר קנין בדינא שהוא לקנין דבר שלא בא לעולם, רק מצד קניני דיני המדינה. ומה שלפי תנאי המכירה יש לבעל השערס דעה לבחירת פרעזידענט הוא רק פטומי מילי בעלמא כי למעשה משאירין לעצמן יותר מהרוב שלא שייך שיאמרו דעה וגם הקונים אין רוצים לומר דעה בזה כי אין כוונתם לקנות זה ולכן לע"ד אין לחוש למה שעושים הבעלים דהקאמפאניעס שאינו נוגע להם... ולכן אין בזה שום איסור וכמו שנוהגין הרבה בני"א ואף יראי חטא לקנות. אבל ודאי לקנות מדה מרובה כ"כ עד שיתחשבו בדעתו יש לאסור אף בפעקטערע /בבית חרושת/ ומסחר של עכו"ם כיון שלא התנו כמו שצריכין להתנות כשעושה ישראל שותפות עם עכו"ם כדאיתא בש"ע או"ח סימן רמ"ה" עכ"ל.**

הנה כל המעיין יבחין שדברי האג"מ מבוססים על שני סברות א' חוסר היכולת להשפיע על החלטות החברה עד שדבריו הם בבחינת פיטומי מילי בעלמא. ב' מחמת שאין בכוונת ורצון הקונה להיחשב כבעלים אלא רק לקנות סוג של כלי שיכול להניב לו רווחים בעלית ערך המניה.

וודאי שאין לומר שכל דבריו אינם אלא באופן שיש מי שמחזיק ברוב המניות [וכפי שרצה בעל האיש תרומות לפרש דבריו] שהרי עיקר סברתו היא שכל שאין ביד הקונה יכולת ורצון להשפיע על החלטות החברה אינו מוגדר כבעלים ולכך בחברות שיש בהם גרעין שליטה וכד', אשר בפועל הם מנהלים את החברה וממנים את הדירקטוריון ודאי שאין לבעל מניות בודד כל יכולת השפעה על התנהלות החברה, כמו"כ סברתו שאין ברצון הקונה להיחשב כבעלים קיימת אף באופן שאין מי שמחזיק רוב כל שלא קנה שיעור ניכר בחברה.

<sup>14</sup> גם בחוק למרות שהיום מוקנת לכל אחד ממחזיקי המניות זכות הצבעה מ"מ לעניינים רבים יש עדיפות למי שמחזיק שיעור ניכר, וכגון הזכות לכנס אסיפה מיוחדת, השמורה רק למי שמחזיק 5% מהחברה. או הזכות לכלול נושא בסדר היום של אסיפות החברה, השמורה רק למי שמחזיק 1% מהחברה. [חוק החברות סעיפים 62-67] ועוד עניינים רבים כמפורט באריכות בחוק החברות.

[ואף בזמן האג"מ ברוב החברות בארה"ב לא היה כמעט מי שהחזיק ברוב מניות החברה]

וכסברתו כתב מרן פוסק הדור הגרי"ש אלישיב זצ"ל, שכתב (קובץ תשובות ח"ג יו"ד סימנים קכג-ד לענין איסור שבת וריבית בהחזקת מניות), "אכן לאסור משום זה לחוד, מכיון שיש לו חלק בעסק, והעסק עובד בשבת. **נראה דמכיון דחלקו לא מקנה בעלות כזה שיהא בידו למחות או לשנות את הדבר, אין לאסור בשביל זה**" עכ"ל. [ולא התנה כלל דדוקא כשיש מי שמחזיק ברוב] ובתשובה אחרת שם כתב לענין החשש לאיסור ריבית במניות, **"מילתא דפשיטא היא דהבעלים הם אלה שאצלם רוב המניות. והלום ראיתי שכבר הורה זקן באג"מ אעה"ז ז בנוגע לחילול שבת**" עכ"ל.

וכן כתב בשמו מספר פעמים בספר נתיבות שלום (עמ' תפ) וביאר דעתו שלענין איסורי התורה סוג כזה של בעלות לא מחשיבו כבעלים וז"ל, "ואין הכוונה בזה לומר שאנו דנים את המעות שהשקיע אדם בחברה הזו בזה שקנה את המניה כמעות הלואה לחברה, דא"כ יהא אסור לקחת רווחים שהרוויחו המניות מטעם ריבית. אלא הכוונה, דנהי שבעל המניה הוא שותף בחברה, ולכן נוטל חלק מרווחיה. **מ"מ בעלותו זו היא בעלות רופפת בלי זכות שליטה כלל, ועל בעלות כזו לא הטילה תורה איסורים, ואין דנים אותו כמלוה או לזה ברבית. וכן נוטה הגרי"ש אלישיב שליט"א לומר. ומה"ט דעתו דא"צ לחוש מעיקר הדין במניות של חברה מחללת שבת. וכן קרוב הדבר לומר, דאין איסור בחמץ בפסח, אף שיש בבעלות החברה חמץ. ולדבריו ההיתר הזה נאמר גם בחברה שהיא בבעלות יהודים, דאף דאמרינן דבעל המניה הוא שותף בחברה, והוא נוטל חלק מרווחיה, מ"מ אין לו דין בעלים לענין איסורי תורה. והנה בימינו ישנן חברות אשר אין בהן סוגים של מניות, אלא כל המניות יש בהן זכות הצבעה, ואם יתאגדו יחד הרבה בעלי מניות שלכל אחד סך מועט של מניות, יוכלו לקבל שליטה בחברה. אמנם אעפ"כ נראה, שכל זמן שלא עשו בעלי המניות כן, ולפי סכום המניות שקנה ניכר הדבר שאינו מתכון להשתתף כלל בניהול החברה. דינו לכל ענין כבעל מניה שאין לו זכות הצבעה."**

וכן הביא בשמו הרב אריה דביר שנתמנה על ידו לפקח על הכשרות בשוק הפיננסי (הובא במוסף שבת קודש יתד נאמן תרומה תשס"ז) לאחר שנשאל אם עצם קניית מניה לא הופכת את המחזיק לשותף, השיב בזה"ל **"מרן הגרי"ש אלישיב שליט"א סבור שמעיקר הדין, קניית מניה אינה הופכת את הקונה לשותף בחברה, מאחר ואין לקונה אפשרות וזכות של השפעה כמבואר בתשובה הנ"ל מהאג"מ"**.

וכדעתם נראה להדיא בשו"ת מנחת שלמה תניינא (ב - ג) סימן ק שהבין כהבנת האג"מ שזכות המניה אינה אלא כקונה כלי לרוח ולהפסד ואינו כבעלים בחברה וז"ל **"אך מש"כ דסתמא דמילתא יש גם להישראל חלק בהגביות [ע"י שותפות במניות] דברי סברא הם, משום דמסתבר שאין לנו להוסיף על הגזירות ולא מצינן דאסרו כי אם גבינות עכו"ם, ולכן בכה"ג דידיעין ודאי דשל עשבים ניהו אפשר**

שהוא מותר. אלא שעכ"ז נלענ"ד דאם כל המנהלים הם נכרים הרי זה חשיב גבינות נכרים, משום דבעל המניה חשיב רק בעלים לענין הרכוש, כלומר לענין ריוח והפסד, אבל כיון דעל הגבינות עצמן אין לו שום בעלות ולא כל כמיניה כלל לומר מה לעשות בהם הרי זה חשיב שפיר גבינות נכרים" עכ"ל.

ומסתמא כונתו בלשון שנקרא בעלים "לענין ריוח והפסד" כדברי האג"מ בלשון "אלא הוא רק כקונה ריוח והפסד שיהיה בהמסחר לפי סך כך וכך שקנה", וכפי שהקדימם בשו"ת מהרי"א הלוי [ח"ב קכד] "כי אין להם שום מגע ומשא בגוף העסק, רק שנותנים להם בריוח וגם בהפסד. אבל אין להם יד ושם, לא בהקרקעות ולא בהמטלטלין", הינו שכל בעלתו מתבטאת בעלית וירידת ערך המניה ולא על הבעלות.

וכדרכו בחר להתעלם מעוד דעת רבים וגדולים שסברו כן ונעתיק לשונם, בשו"ת איש מצליח [חלק א סימן ל] "מ"מ נראה שאין הבעלים לענין זה אותם הקונים האכסיון". שהרי אין להם דבר ולא חצי דבר לעשות קטנה או גדולה בפנים החברה רק ליקח חלק בריוח לתקופת השנה. אבל כל ענייני החברה הם מתנהלים ע"פ מייסדיה הראשונים, אשר ידם על העליונה לחוקק סדריה ומשטריה ולתקן מוצאה ומובאה ולהביא פועלים וכל המצטרך כאשר יישר בעיניהם. והם איפוא הבעלים האמתיים שהפועלים עושים הכל בשליחותם. שהרי כלם מקטן ועד גדול על פיהם יצאו ועל פיהם יבואו ואדעתא דידהו קעבדי ודאי" עכ"ל.

וכ"כ בשו"ת קנין תורה בהלכה סימן לג "נלע"ד אחרי התחקות על מציאות ענין האקציען שאין כאן שום ענין לשותפות כלל... ובמציאות כן הדבר ממש בקונה אקציען בימינו אלו הנה הבאנק או העסק נתייסד מתחילתו ע"י גוים רק דאח"כ מוציאים אקציען למכירה נכון, שעפ"י התכנית והחוק מכנים כעין בעלות להקונה שבאסיפה כללית פעם בשנה יש לו דעה והיא מוחלטת עפ"י רוב הקולות וכאשר מחלקים הריוח לכאן"א יתכן שיעלה לו יותר מאותו שהניח כספו סתם בהבנאק ולמעשה אין כאן בעלות ושותפות כלל וכלל כי הבאנק לדרכו ילך כהוראת מייסדי מנהיגי הגוים ותמיד נמצאים יחידים בעלי הון תועפות מהגוים שיש להם נ"א אחוז מהאקציען וממילא שאין להמיעוט שום דעה לא בהעסק ולא בההנהלה וטורח זה למה להם להופיע בהאסיפה ובפרט אם ירצה לדבר מענין דת שבת ורבית יהי' לחוכא בעיני כל... ובשו"ת מנחת יצחק [ח"ג ס"א] דן הרבה בענין בעלות מוגבלת די"ל דמיקרי בעלות ולא נגע בכל מש"כ לברר המציאות... ולפי"מ שנתבאר אין חומרא אפ' לענין שביתת בהמתו" עכ"ל.

**לסיכום:** דעת רבים מגדולי הפוסקים שאף במניות שיש זכות הצבעה כל שאין אפשרות להשפיע על התנהלות החברה אין לראות בו כבעלים, כ"כ האגר"מ, הגריש"א, הגרשז"א, הגרע"י, ועוד.

### בירור דעת המנחת יצחק

[ז] עתה נבוא לברר מה שכתבנו בדעת המנחת יצחק, שבתשובתו המפורסמת בח"ג סימן א' יצא לחלק בין מניות בעלי זכות הצבעה למניות שאין בהם זכות

הצבעה, ולדבריו לכאורה בזמנינו אנו מכיון שכל בעלי המניות הם בעלי זכות הצבעה א"כ הרי כל בעל מניה נחשב כבעלים. אלא שהבאנו מש"כ בספר נתיבות שלום [מהרה"ג ר' שלום גלבר שליט"א, ומשום מה בחר בעל האיש תרומות כדרכו בכל הקונטרס בהבאת ציטוטים מגמתיים להשמיט את המקור המצוין להדיא בקונטרס ולייחס את הסברא דלהלן למחבר שוק ההון הלכה ומעשה]

וז"ל שם [סימן קעג סעיף י עמוד תעו] "וכהיום מצויים שני סוגים של חברות מניות, יש חברות אשר אכן יש בהן שתי סוגי מניות כנ"ל, מניות שיש בהן זכות הצבעה ומניות שאין בהן זכות כזו, ויש חברות אשר כל המניות שלהן שוות, אמנם גם באופן השני מקובל הוא שיש בעלי מניות המשתתפים בפועל באסיפות ומתנהגים כבעלים, ויש בעלי מניות אשר אינם מתעניינים כלל בנעשה בתוך החברה, ונשתתפו רק ע"מ לקבל רווחים, ואפשר שאם קנה סך מועט של מניות באופן שאין זה שכיח כלל שיתערב בניהול החברה, הרי זה דומה למניות שאין בהן זכות הצבעה" עכ"ל.

וכל מי שמעיין בדברי המנחת יצחק נראה שישד את כל חילוקי ע"פ הסברא של יכולת ההשפעה וכפי שביאר דבריו בחלק ז סימן כו וז"ל "והנכון בזה, דהשותפות קיים כפי תנאם, בבעלות מוגבלת, ורק לכ"פ שהבאתי בספרי שם, בעלות מוגבלת כה"ג, לא הוי יותר ממלוה, רצוני לומר, דאף דאין לנו דין אישית משפטית, מ"מ אפשר שותפות כה"ג הוי על ידי תנאם, וכיון שהבעלות מוגבלת, ל"ה יותר ממלוה, וזה שיטת המהרי"א הלוי (ח"ב סי' קכ"ד) שהבאתי בספרי שם, ושוב ראיתי בספר חשב האפוד (מהרה"ג מוה"ר חנוך דוב פדווא שליט"א סי' ס"ב), שדן בזה לפני הגאון מטשעבין זלה"ה, והראה לו תשובת הגאון מהרי"א הלוי הנ"ל, כנראה שהסכים לדבריו, ואני כתבתי להוכיח, דאף בעלות מוגבלת, יש לו דין בעלות, וכ"ז אם יש לו זכות בניהול העסק, אבל היכא דהוי שותפות בלא זכויות כלל, ל"ה יותר ממלוה בעלמא, וזה הוי כעין הכרעה, בין אותן שס"ל דבכל שותפות כה"ג, ל"ה יותר ממלוה בעלמא, ובין אותם שס"ל, שיש להם דין בעלות, ובספר חשב האפוד הכריע לגמרי כהמהרי"א הלוי, דאף באותן שיש להם זכות בניהול העסק, ל"ה דין בעלות, ולענ"ד כמו שכתבתי" עכ"ל.

הרי שישד חילקו אם יש לו זכויות בניהול העסק לבין אם אין לו וא"כ היום מכיון שלמעשה אין לו יכולת להשפיע וזכותו היא כקליפת השום הרי חזר הדבר לקדמותו הינו לזמנו דהמנחת יצחק שסבר שכשאין לו זכות הצבעה לא חשיב כבעלים, ואף שיש לו זכות הצבעה אין לראות בזה כבעלות אלא להחשיבו כמי שאין לו זכות הצבעה. וזה ברור ופשוט לכל מעיין.

וכן נדברתי עם כמה תלמידי חכמים גדולים שנקטו כן בפשיטות בהבנת דבריו.

לסיכום: יש שכתבו שאף לדעת המנחת יצחק מכיון שאין אפשרות להשפיע על התנהלות החברה הרי זה נחשב כמניות ללא זכות הצבעה.



## בירור קניית מניות דרך קרנות נאמנות

ח] עוד כתבנו שם בזה"ל אלא שיש שרצו לחלק בין קניית מניות בצורה ישירה דרך הבורסה, לקניית מניות דרך קרנות נאמנות כגון קרנות הפנסיה, וסברת החילוק היא, שאינה דומה קניית מניות בצורה ישירה מהחברה, שבה בודאי אין לקונה מניה בודדת כוח השפעה, לקונה מניות ע"י קרנות פנסיה, שמכיון שהם מאגדים תחת ידם מספר רב של מניות, פעמים שיש בידם כוח להשפיע על החלטות החברה, ומנהלי הקרנות נחשבים כשלוחם של המשקיעים בקרן והם מיצגים אותם באסיפת בעלי המניות, וא"כ נעשה בעלים מכוח ההתאגדות שיש ביד שליחו מנהל הקרן.

ולכך כתבנו שם את הפתרון שנעשה בכדי למנוע חשש זה וזה וז"ל [והשמיט במכוון בעל האיש תרומות את דברינו הללו] **"לשם כך נערכה בדיקה מדוקדקת, כדי לוודא שאכן אף במניות של החברות שאין בהן איסורי תורה והן מותרות לרכישה [כדלקמן], אין לחברה המנהלת [לדוגמה – מגדל] אפשרות להשפיע על התנהלות החברה<sup>15</sup>, וזאת כדי לוודא שהיתרם של גדולי הפוסקים אכן עומד בעינו, ומשמש כבסיס איתן להתרת רכישת מניות"**.

כך שכל דבריו שם שמגדיר "שכאן טמון הכישלון הגדול של בעלי תשואה כהלכה" ניתן לומר כנגד "כאן טמון השקר הגדול של בעל איש תרומות" שהרי ענין זה נבדק בכל חברה וחברה שקודם שמאשרים אנו את רכישת מניותיה בודקים אנו את מידת ההשפעה של החברה המנהלת ע"י בירור שיעור החזקתה בחברה אל מול יתר בעלי המניות [הדבר משתנה בכל חברה וחברה מחמת שהדבר תלוי בפרטים רבים ונקבע ע"י הרבנים שליט"א].

אומנם בבואנו לדון בעיקר הסברא שקניית מניות דרך קרנות נאמנות חמורה יותר, נראה שהדבר צ"ע גדול מכמה טעמים כדלהלן.

א] אין כל חולק על כך שהחוק מחייב את מנהלי הקרנות להשתתף בהצבעות. אבל כפי שכבר כתבנו לדעת כל גדולי הפוסקים שצינו לעיל השאלה היא לא אם יש להם זכות הצבעה ומשתתפים בפועל בהצבעות אלא השאלה היא אם יש להם **"יכולת ורצון להשפיע"** ומבירור המציאות אצל כמה מנהלי קרנות גדולים עולה התמונה הברורה שלא רק שאין להם כל מטרה להשפיע על התנהלות החברות שמחזיקים בהם מניות [כהגדרת אחד ממנהלי הקרנות "אני קונה מניה של חברה שאני מאמין בחברה ובהנהלה שלה, אף פעם אני לא מתערב בדברים מהותיים

---

15 בחברות שיש בהם בעלים המחזיקים למעלה מ- 50%, בודאי שאין לחברה המנהלת כל השפעה, אלא אף בחברות שיש בהם גרעיני שליטה (מחזיק מניות בשיעור של פחות 50%) אם שיעור החזקות המניות שבידי הציבור (אנשים פרטיים) גבוה או שווה ערך להחזקות המוסדיים (קרנות הפנסיה והביטוח), ממילא אין למוסדיים כל השפעה, מכיון שלמחזיק גרעין השליטה יש רוב אוטומטי עקב הימנעות הציבור מהשתתפות בהצבעות, ואין הנידון אלא בחברות המוחזקות בידי המוסדיים באופן מוחלט, או בחברות שכוחם של המוסדיים משמעותי, ויש לחברות המנהלות יכולת השפעה, והדברים יקבעו ע"י הרבנים הגאונים שליט"א בכל חברה לגופה, אחר בדיקה מעמיקה של פילוח בעלי המניות שלה.

בחברה, במידה ומשהו בחברה לא נראה לי אני פשוט מוכר את המניות של אותה החברה וקונה אחרים כי אני יודע מראש שאין לי כל סיכוי לשנות משהו בחברה שיש בה דירקטוריון שרבו מתמנה ע"י ההנהלה" סוף ציטוט.] אלא יתרה מזאת ברוב המקרים אין להם אף את היכולת להשפיע כיון שגם בחברה שאין בה לבעל השליטה רוב והציבור מחזיק בשיעור גדול מהמניות, למעשה בפועל ההצבעות נקבעים בניכוי הציבור מחמת היותם רוב דומם וממילא שם יש לו בד"כ רוב מוחלט, כך שמעולם לא קרה מצב שנקבעה החלטה משמעותית בניגוד לרצונו של בעלי השליטה בחברה.

ב[ סברתו השניה של האג"מ שייכת אף בקניית מניות ע"י קרנות נאמנות כיון שסוף סוף עיקר מטרת הקונה היא להרויח מעליית ערך המניה וודאי שלא להיחשב כבעלים בחברה וכדכתב שם 'וגם אין הקונה שערס רוצה להיות בעלים בהמסחר, ואינו רוצה לקנות כלום בהמסחר, אלא הוא רק כקונה ריוח והפסד שיהיה בהמסחר לפי סך כך וכך שקנה, ... וגם הקונים אין רוצים לומר דעה בזה, כי אין כוונתם לקנות זה" עכ"ל.

ג[ יש שסברו שאדרבה קניית מניות דרך קרנות נאמנות היא סיבה להקל בדבר ושאדרבה ע"י אין כל איסור אף לרכוש מניות של חברות העוברות על איסורים [וכן מורה ובא הרה"ג ר' דוד מורגנשטרן שליט"א משמו של הגרי"ש אלישיב זצ"ל]

טעם הדבר הוא שמכיון שע"פ חוק השקעות משותפות בנאמנות, מוגדרים כל הנכסים המנוהלים ע"י הגופיים המוסדיים כמנוהלים בנאמנות, משמעות הניהול בנאמנות הוא שנכסי הקרן שייכים ל"נאמן". [שהוא חברה נפרדת ממנהל הקרן. אולם, מנהל הקרן הוא זה שפועל בהם ומבצע את פעולות הקניה והמכירה. הן הנאמן והן מנהל הקרן הם נאמנים לטובת בעלי היחידות בקרן הנאמנות] סעיפים 74–76 לחוק השקעות משותפות בנאמנות, תשנ"ד-1994, ס"ח 308.

ולתועלת הענין נצטט את לשון החוק

### דין נכסי הקרן

76. (א) נכסי הקרן יהיו מוקנים לנאמן לטובת בעלי היחידות, ויהיו רכוש נפרד מרכושו האחר ואם היה בהם נכס שאינו ניירות ערך הנסחרים בבורסה, גם יירשם על שמו.

(ב) הנאמן יתן למנהל הקרן ייפוי כוח לנהל את נכסי הקרן, ובכלל זה לנקוט הליכים משפטיים לשם שמירת נכסי הקרן וכל זכות הנובעת מהם.

(ג) הנאמן יתן למנהל הקרן ייפוי כוח להשתתף באסיפות כלליות של תאגיד שניירות הערך שלו מוחזקים בקרן, או למנות שלוח מטעמו להשתתף באסיפות כלליות כאמור, לתקופה שיקבע; מינה מנהל הקרן שלוח, ינחה אותו בדבר דרך הצבעתו באסיפה הכללית.

ולהלן עוד ציטוט במשמעות הנאמנות. "אל הזכות האישית מתווספת ונקשרת זכות *in rem* לנהנה אין את זכות הבעלות בנכס (הנמצאת לרוב בידי הנאמן). יש לו זכות קניינית שביושר (equitable proprietary claim), שהיא זכות מיוחדת במינה, אשר אינה נמנית עם זכויות הקניין הרגילות".

מכיון שכך סבר הגרי"ש שמעיקר הדין אין כל איסור להשקיע בקרנות שאין מפוקחות שהרי המשקיע [העמית] אינו נחשב כבעלים על המניות אלא הנאמן שעל שמו הם רשומים, העמית אינו מוגדר אלא "כנהנה שיש לו יחידה בקרן הנאמנות" וא"כ אינו עובר כל איסור בהחזקת המניות, ובמידה ויש לחברה המנהלת היתר עיסקא כהלכתו מועיל לפתור את כול האיסורים והחששות ההלכתיים.

מסברא נוספת יש להוכיח שהבעלות על הנכסים בקרן נאמנות פחותה מהבעלות על קניית מניות באופן ישיר, שהרי אם אדם משקיע את כספו בקרן נאמנות, בבוא היום יתאפשר לו אלא ליטול את שווי הנכסים וודאי שלא יוכל לדרוש את הנכסים שבקרן, בשונה מאם יקנה מניה מסוימת דרך הבנק שבה הוא הבעלים ובידו למכור ולעשות בה ככל אשר יחפץ<sup>16</sup>.

כך שמכל זה נלמד שהחילוק שראה בו בעל האיש תרומות כסברא גדולה לחלק בין השקעה באופן פרטני להשקעה דרך קרנות נאמנות הוא חילוק דחוק עד למאוד שאדרבה אם יש לחלק הוא להקל ולא להחמיר.

## סיכום הדברים

א] מתווה תשואה כהלכה נוסד ומפוקח ע"י גדולי הרבנים פוסקי דורינו שליט"א שהתוו את כל פרטי הכשרות כך שיש להם לישראל על מה שיסמכו.

ב] הצורך המרכזי בהקמת ועדת הרבנים תשואה כהלכה היה הדאגה לממונם של ישראל כשרים שלא יבואו ליד הפסד מרובה מחמת ההפסדים הגדולים במסלולים הכשרים שנגרמו מחמת פערי התשואות [עיין בסוף החוברת בנספחים] שנבעו מחמת השקעות באפיקים אלטרנטיביים בהשקעה פאסיבית. ב"ה שזכינו לראות ברכה בעמלינו והתשואות במסלולים שתחת פיקוח תשואה כהלכה הינם הגבוהים ביותר במסלולי ההלכה.

ג] מתווה המניות של תשואה כהלכה מבוסס על קניית מניות שאין בהם כל חשש שלא איסורי ריבית ושבת, ובנוסף על כך נערך תנאי מיוחד עם החברה המנהלת המונע כל אפשרות לחשש כל בעלות על איסורים ולו הקלושה ביותר.

ד] בקונטרס זה הארכנו לברר דעת רובם המכריע של גדולי הפוסקים שסברו שכל שאין לבעל המניות השפעה בחברה אין לראותו כבעלים ובפרט כלפי איסורי התורה, והעלנו למסקנא שמלבד שכן היתה דעתם של גדולי עולם מהדורות הקודמים כן הוא הכרעת גדולי הפוסקים בדור האחרון ה"ה האגרות משה, המנחת שלמה, הגרי"ש אלישיב, הגר"ע יוסף, ועוד.

<sup>16</sup> ויש מגדולי ההוראה שכתבו שעל כן גדר הבעלות בקרנות נאמנות הוא כקני על מנת להקנות. עיין בכל זה באריכות בשו"ת מנחת אשר מהגר"א וייס ח"ב סימן קג שהאריך וכתב במסקנת הדברים שאין לראות בנאמן כשליח או פועל אלא כקנין בתורת קני על מנת להקנות. ובמקום אחר הארכנו בזה.

ה] על אף שבמתווה המניות של תשואה כהלכה אין כל צורך להיסמך על אותם הדעות מ"מ כמשמרת למשמרתי ומתוך רצון שהיתרם של גדולי הפוסקים ישמש כסניף נוסף לרכישת המניות נעשתה בדיקה ע"מ לוודא שאף לחברות המנהלות אין כל השפעה באותם החברות וכל זאת בכדי לחוש לסברא שיש להחמיר יותר בקניית מניות דרך קרנות נאמנות.

לסיום נביא את דברי הגאון הגדול בעל החלקת יעקב [יורה דעה סימן סג] **"הראתיך לדעת שמצוה גדולה לחפש עצות להקל על פי דעת השו"ע והפוסקים, על המסחר הנהוג שלא יהי' מסובך באיסור רבית וא"ר. ואף גם לפעמים כשנאלצים להיכנס בפירצה דחוקה ולסמוך על הפוסקים המקילים, וכמובן לפי כללי ההוראה - וזה התנצלותי כלפי המבקרים, שכמה פעמים בקונטרס הלזה חפשתי וסמכתי על דעת מקילין. כמה חרדו ורעשו הרבנים הגאונים שבכל דור להקל בתקנות עגונות להתיר אשה מכבלי העיגון, דבר הנוגע רק ליחידה, ואינה מצווה על פו"ר וגם לא על מצות שבת, עי' בי"ש רס"א, רק משום דטב למיתב טן דו וכו', על אחת כמה וכמה בדבר הנוגע להכלל וחיי בני אדם תלויים בזה, עי' טו"ז יו"ד סי' רצ"ד לענין שתיית שכר שעורים של חדש. מצוה על כל רב ומורה ת"ח וצורב, לחתור חתירות ולמצא עצות עפ"י דרכי התורה וכללי ההוראה, להקל על המסחר שלא יהי' יושבת ומסובך באיסור רבית החמור - והשי"ת יצילנו משגיאות ויאר עינינו בתוה"ק" עכ"ל,** ודו"ק.

### **נספחים מצורפים**

- א. קריאת קודש ומכתבי גדולי ישראל אודות תשואה כהלכה.
- ב. דו"ח פערי התשואות בין המסלולים הכשרים למסלולים הכלליים.
- ג. ביאור על משמעות הפערים.
- ד. היקף הנכסים המתנהלים בניהול פאסיבי.
- ה. תנאי שנעשה עם חברת אלטשולר ע"י בית הדין של הגר"נ קרליץ שחתומים עליו גדולי הדיינים .

# קריאת קודש

## לתיקון גדול בפיקוח הלכתי להשקעות בשוק ההון

הן ידוע ומפורסם לכל, גודל הזהירות הנצרכת והמחויבת לכל ירא וחרד בהשקעה בקרנות הפנסיה ושאר תכניות החיסכון, לבל יכשלו חלילה באיסורי ריבית, ולבל יתנו יד וסיוע לחילול שבת ושאר איסורים.

ודבר בעתו מה טוב, כאשר הוקמו עתה מסלולי השקעות כשרים ומהודרים, אשר אין בהם שום חשש איסור, המנוהלים על ידי ועד הרבנים לחסכון ופנסיה כהלכה 'תשואה כהלכה', כשהכל נעשה על פי הוראותיהם ובהדרכתם של גדולי הפוסקים זצוק"ל ויבדלחט"א.

ובאשר חסה תורה על ממונם של ישראל, אף נתנו בהם את הדעת למניעת הפסד בתנובת התשואות, כדי שימצאו בהם הכל את חפצם, מבלי שום ניסיון של ממון, ובאופן שיהיה הכל לכתחילה גמור מבלי שום חשש ופקפוק כלל.

ונבא בזה בקריאה אל אחב"י להעביר את כלל קרנות הפנסיה קופות הגמל וההשתלמות ושאר תכניות החיסכון, למסלולים הכשרים אשר אין בהם חשש איסור. ועל של עתה באנו, לבחור שכספי תכניות החיסכון לכל ילד, ינוהלו במסלולים הכשרים.

זלמן נחמיה גולדברג נפתלי נוסבוים מרדכי גרוס יעקב מאיר שטרן

שמואל דוד הכהן גרוס חיים פסח הורוץ צבי הירש ויזניצר

(רבני הקריות אשדוד)

שמאי קהת גרוס חיים דוד שובקס אהרן זיכרמן

(רבני בעלזא)

אברהם צבי הכהן שלמה זעפרני אהרון בוטבול יוסף פליישמן

# בית דין צדק חניכי הישיבות

בית הדין המיוחד לענייני כשרות ההשקעות  
בראשות הנאב"ד הנאון רבי מרדכי גרוס שליט"א

ב"ה. חדש אייר ה'תשע"ז לפ"ג

## תעודת כשרות

הנני להודיע, כי מסלולי החסכון ההשקעה והפנסיה של חברת "אלטשולר שחם", מנוהלים על פי הלכה בפקוחו של ועד הרבנים "תשואה כהלכה".

אפיקי ההשקעה ודרכי ההשקעה במסלולים אלו, נבדקו היטב בסיועו של ד"ר משה ארנון, פרטיו וכל המסמכים, גם על ידי בית דין מיוחד שש"י בד"צ "חניכי הישיבות", והם הוסדרו באופן שלא יהיה בהם חשש כל דהו, אלא בהיתר מוחלט חלק וגלאט.

מסלולים אלו יעמדו תחת השגחתו באופן מתמיד, כדי לוודא שהם מתנהלים על פי כללי ההלכה, שהתונו בצוותא, אגא זעירא זמן חבירא עם הדיינים הגאונים חברי הבית דין שליט"א.

תיקת תעודה זו הוא עד כ"ט אלול תשע"ז.



בית דין צדק ובית הוראה לדיני ממונות וריבית ש"י

בית הוראה הישר והטוב (צ"ח)

באישות הרבנים מלכות הרבנים שש"י ונכבדים הרבנים חיים ונחמן שש"י  
מסמך של תעודה רב אברהם מן הדין קליין וצ"ל

בע"ה

אייר תשע"ז

ידוע כי בהשקעה בקרנות הפנסיה ותוכניות חיסכון, עלולים להיכשל באיסורים, כגון ריבית וחילול שבת.

בימים אלו הוקמו בס"ד מסלולי השקעה כשרים ומהודרים, המנוהלים תחת פיקוחו של ועד הרבנים לחיסכון ופנסיה כהלכה 'תשואה כהלכה', על פי הוראותיהם והדרכתם של גדולי הפוסקים זצ"ל, ויבדלחט"א.

מסלולים אלו תוכננו באופן, שיוחקו בהם רק גירות ערך של חברות החתומות על היתר עסקה, ושאינן בהם חילול שבת, ושעם כל זאת, הרכב הנכסים ודרכי ההשקעה בהם, יהיו כמקובל בקרנות מסוג זה, כך שהם יניבו תשואות הדומות לתשואות במסלולים הכלליים, ובכך ימנעו הפסד לחפצים להשקיע במסלולים אשר אין בהם חשש איסור.

בית הדין הישר והטוב בדק את הרכב הנכסים במסלולים אלו, והננו לאשר שהינם כשרים למהדרין ואין בהם חשש איסור לנוהגים ללוות ולהשקיע על פי היתר עסקה.



8 Ariel St. Jerusalem 9438636  
Tel. 972-2-5388380 Fax. 972-2-5388384

9157102 ירושלים 57298, ת.ל.  
E-mail: hatov@enativ.com

9438636 ירושלים 8 אריאל  
טל. 02-5388380 פקס. 02-5388384

Kahal Machzekei Hadas  
Of Belzer Chassidim  
E. Israel



קהל מחזיקי הדת  
דחסידי בעלזא  
בארץ ישראל

גבעתי | זאב | חיפה | קרית גת | תל אביב

ירושלים | בני ברק | אשדוד | בית שמש

## הודעה משמחת

בימים אלו הוקמו בס"ד מסלולי השקעה כשרים ומהודרים, המנוהלים תחת פיקוחו של ועד הרבנים לחיסכון ופנסיה כהלכה 'תשואה כהלכה', על פי הוראותיהם והדרכתם של גדולי הפוסקים זצ"ל, ויבדלחט"א.

מסלולים אלו תוכננו על ידי אנשי מקצוע, והרכב הנכסים ודרכי ההשקעה בהם, יהיו כמקובל בקרנות מסוג זה, כך שהם יניבו תשואות הדומות לתשואות במסלולים הכלליים, ובכך ימנעו הפסד למשקיעים בהם.

בד"צ קהל מחזיקי הדת בדק את דרכי ההשקעה במסלולים אלו והינם כשרים למהדרין, והם עומדים תחת פיקוחו התמידי.



Rabbi Samuel David Gross  
Dean Kolell Beit Israel  
Rabbi Of Chasidei Gur - Ashdod

הרב שמואל דוד הכהן גרוס  
ראש כולל בית ישראל  
רב חסידי גור - אשדוד

ב"ה, י"ח תמוז תשע"ז

הנני להבהיר בזאת בקשר למסלול הכשר של חברת אלטשולר שחם המתנהל בפיקוח ועד הרבנים לחיסכון ופנסיה כהלכה 'תשואה כהלכה' שהייתי ממסדי, שכל פרט ופרט נידון יחד עם צוות של ת"ח שהתייחסו לכל שאלה שיכולה להיווצר במסלול, הן בענייני ריבית, והן בענייני שבת ובשאר דברים האסורים, ואחר שישבו עם החברה והסכימו לכל התנאים שהצבנו לפניהם, דעתנו היא שהמסלול פותר את כל הבעיות באופן של לכתחילה.

הצורך בפתיחת מסלול זה, הוא מכיון שישנן חששות רבים של איסורים שונים, הן בקצבת הביטוח לאומי [חיסכון לכל ילד], והן בפנסיות ששם השאלות הרבה יותר חמורות, והן נוגעות להרבה אנשים שחלקם אינם מודעים לכך, ואם כי יש מסלולים אחרים בפיקוח, אך ראיתי שהרבה אנשים נמנעים בגלל שהם חוששים לרווחים שהם פחות, וגם שיש בהם סיכונים, והיה צורך לפתוח מסלול שהרווחים בו יהיו דומים לרווחים במסלולים הרגילים.

ויש גם מעלה במסלול זה בנוגע לשמירת שבת, שמפקחים שלא להשקיע בחברות המחללות שבת, ויש בזה חיזוק גדול לשמירת השבת.

קרנות אלו עומדות תחת פיקוח ע"י אברכים ת"ח שמינית לכך וסמכתי ידי עליהם, והם בקיאים הן בחלק ההלכתי, והן בחלק המעשי, ומתייעצים עמי על כל פרט ופרט.

והצטרפו לזה הרבה בתי דינים חשובים, ות"ח מגדולי הפוסקים וגדולי המומחים בענייני ריבית, והפיקוח הוא תמידי, וכל דבר נעשה על צד החומרא.

והש"ת יעזור שנזכה לקדש שם שמים.





# השוואת תשואות בין המסלול הכשר למסלול הכללי בכל חברה\*

7/7/2017

מדינת ישראל  
רשות שוק ההון ביטוח וחיסכון

## סיכום פעילות לפי קרן לתקופה נבחרת

(במיליוני ש"ח)

תשואה כוללת מיום פתיחת המסלול הכשר בחברה עד היום\*\*  
תשואה שנתית ממוצעת ב 3 שנים אחרונות  
תשואה שנתית ממוצעת ב 5 שנים אחרונות

פרויקט מדיי סיכון פותח בשיתוף עם מרכז קיסריה

\* כולל העברות בין קרנות

\*\* עודף/גירעון אקטוארי בגין הגורמים הדמוגרפיים

מספר	שם	תקופת דיווח לתקופה	מצטברת לתקופה	ממוצעת 3 שנים	ממוצעת 5 שנים	עודף/גירעון אקטוארי	שיעור דמי ניהול 2016	יתרת נכסים לסוף התקופה	צבירה נטו
							הפקדות	נכסים	
214	הראל פנסיה								
2172	הראל פנסיה - גילעד כללי	05/17-01/10	63.27%	5.15%	7.72%	-0.89%	1.67	---	36,521.0
2173	הראל פנסיה - הלכה	05/17-01/10	47.74%	3.68%	5.74%	-0.89%	1.19	---	792.0
170	כלל פנסיה								
2002	ספיר	05/17-11/10	45.87%	4.31%	7.42%	-1.72%	1.47	---	39,317.6
2004	חושן (כהלכה)	05/17-11/10	37.85%	3.53%	5.93%	-1.72%	1.14	---	262.1
162	מגדל מקפת אישית								
2102	מקפת אישית - כללי	05/17-10/10	47.24%	4.36%	6.61%	-1.21%	1.47	---	49,236.5
2112	מקפת אישית - מסלול הלכה	05/17-10/10	33.84%	3.46%	5.49%	-1.21%	1.10	---	384.9
163	מיטב דש פנסיה מקיפה								
2155	מיטב דש מקיפה מסלול לבני 50 ומטה	05/17-11/14	12.98%	4.79%	6.95%	-0.17%	1.48	---	2,524.8
2156	מיטב דש מקיפה הלכה	05/17-11/14	6.26%	---	---	-0.17%	---	---	396.7
168	מבטחים החדשה								
2009	מבטחים החדשה - כללי	05/17-08/10	54.05%	4.71%	7.34%	-1.28%	1.63	---	72,178.1
2182	מבטחים החדשה - מסלול הלכה	05/17-08/10	38.84%	3.67%	5.55%	-1.48%	1.27	---	304.1
1531	פסגות פנסיה מקיפה								
2070	פסגות פנסיה מקיפה - מסלול לבני 50 ומטה	05/17-06/12	40.40%	4.56%	7.02%	1.10%	1.59	---	1,179.4
2074	פסגות מקיפה - אפיק הלכה	05/17-06/12	31.33%	3.79%	5.60%	1.10%	1.31	---	288.1

\*\* תאריך פתיחת המסלול הכשר משתנה מחברה לחברה.

תשואה כוללת מיום פתיחת המסלול הכשר בחברה עד היום\*\*  
תשואה שנתית ממוצעת ב 3 שנים אחרונות  
תשואה שנתית ממוצעת ב 5 שנים אחרונות

מספר	שם קופה	תקופת דיווח	מצטברת לתקופה הדו"ח	ממוצעת 3 שנים	ממוצעת 5 שנים	שיעור דמי ניהול 2016	יתרת נכסים לסוף התקופה	צבירה נטו	מדד ביטוח
						הפקדות	נכסים		
154	הראל השתלמות כללי	05/17-12/10	40.76%	3.80%	6.83%	1.35	---	4,538.5	2,777.4
1523	הראל השתלמות מסלול כהלכה ***	05/17-12/10	24.90%	1.86%	4.35%	0.71	---	93.4	88.2
579	מגדל השתלמות כללי ***	05/17-03/12	31.81%	3.09%	5.84%	1.16	---	11,065.6	-461.2
2048	מגדל השתלמות הלכה ***	05/17-03/12	23.71%	2.16%	4.28%	0.77	---	54.0	51.7
768	מיטב דש השתלמות כהלכה ***	05/17-04/04	99.06%	1.99%	5.12%	0.89	---	268.1	48.0
880	מיטב דש השתלמות כללי ***	05/17-04/04	141.02	3.39%	6.48%	1.27	---	7,636.1	2,049.9
306	פסגות שיא השתלמות כללי ***	05/17 04/12	35.88%	3.94%	6.64%	1.36	---	9,691.0	-97.4
2018	פסגות שיא השתלמות הלכה ***	05/17-04/12	28.79%	2.71%	5.44%	0.94	---	111.7	108.1

\*\* תאריך פתיחת המסלול הכשר משתנה מחברה לחברה.

\* הנתונים נלקחו מפנסיה נט וגמל נט ונכונים ליום 7/7/2017. אין באמור כדי להוות תחליף ליעוץ ול/או שיווק פנסיוני אישי המתאים לצרכי הלקוח. אין באמור התחייבות להשגת תשואה כל שהיא ואין במידע על תשואות שהושגו בעבר כדי להעיד על תשואות שתושגנה בעתיד. ט.ל.ח.

# השפעת הפרשי התשואות על החיסכון והקצבה לטווח ארוך

על אף שבמבט ראשון ניתן לחשוב שהבדל של אחוז בתשואה הינו זניח ולא משמעותי. בפועל לכל הפרש קטן בתשואה, אפילו של אחוז או חלקי אחוז בלבד, יש השפעה דרמטית על סכום הכסף הנצבר בחיסכון.

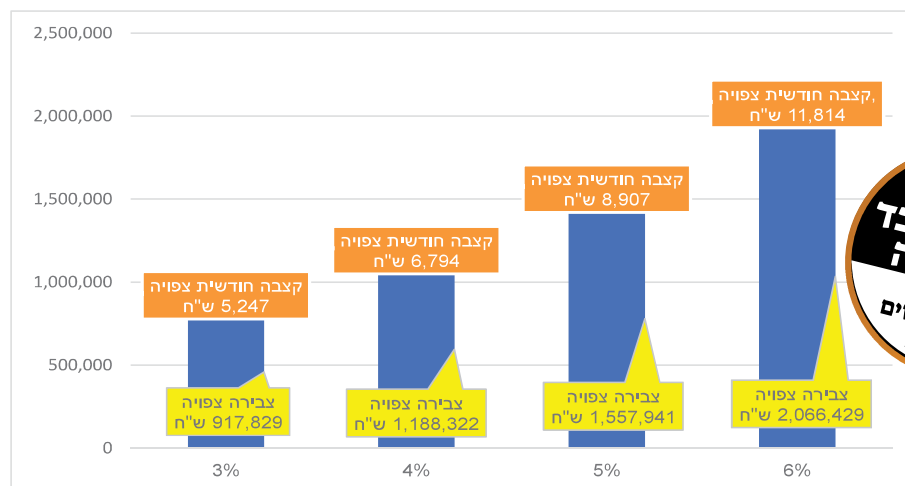
הפרשים אלו נובעים מההשפעה של 'ריבית דריבית'. שפירושה, שהתשואה (הרווח) אינה משולמת רק על הקרן, אלא גם על התשואה שהצטברה מהשנים הקודמות.

לדוגמא אם אדם הפקיד 1000 ₪ באופן חד פעמי בפקדון הנושא ריבית שנתית של 5%, בשנה הראשונה הוא יקבל ריבית של 50 ₪ (5% מ 1000 ₪), בשנה השניה הוא יקבל ריבית של 53 ₪ (5% מ 1050 ₪), בשנה העשרים הוא יקבל ריבית של 126 ₪, ואילו בשנה החמישים הוא יקבל ריבית של 546 ₪.

כתוצאה מאפקט ה'ריבית דריבית', בחיסכון לטווח ארוך הסכום המצטבר של התשואה, גדול פי כמה מהסכום המצטבר של הקרן. לדוגמא, בהפקדה חודשית של 1000 ₪ במשך 50 שנה, הסכום המצטבר של הקרן בסוף התקופה יהיה 600,000 ₪, ואילו הסכום המצטבר של התשואה יהיה 1,969,345 ₪!

ככל שהחיסכון הוא לטווח יותר ארוך, כך ל'ריבית דריבית' יש השפעה משמעותית יותר, ולכן בחסכון לפנסיה שהוא לטווח ארוך ביותר, יש משמעות קריטית אפילו להבדלים קטנים בתשואה.

ניתן לראות דוגמא להשפעת הפרשי התשואות בחיסכון לפנסיה בגרף המצורף\*. המפרט כמה תהיה הצבירה והקצבה החודשית של אדם שהתחיל לעבוד ולהפריש לפנסיה מגיל 25, ויפרוש בגיל 67, והשתכר כל חודש 5000 ₪ (הפרשה חודשית של 925 ₪ לפנסיה). באם קרן הפנסיה שלו תשיג תשואה שנתית ממוצעת של 3%, כשהוא יפרוש לפנסיה הוא צפוי לקבל קצבה חודשית של 5,247 ₪, לעומת זאת אם קרן הפנסיה שלו תניב תשואה של אחוז אחד יותר בלבד (4%) הוא צפוי לקבל קצבה חודשית של 6,794 ₪, ובאם קרן הפנסיה שלו תניב 6% כל שנה, הוא צפוי לקבל קצבה חודשית של 11,814 ₪ (יותר מפי שניים מחבירו לעבודה שעבד והשתכר כמוהו, אך קרן הפנסיה שלו הניבה רק 3%).



**הבדל של 1% בלבד בתשואה של עשרות אחוזים בחיסכון**

\* התחזית היא לגבר שאינו נשוי, שהפריש לפנסיה במסלול עתיר חיסכון מגיל 25 ופרש בגיל 67, ושילם דמי ניהול בשיעור של 1.31% מההפרשה, ו 0.01% מהצבור (דמי ניהול בקרן ברירת מחדל). תחזית הקצבה הצפויה היא למסלול פרישה ללא הבטחת תקופה. התחזית עלולה להשתנות כתוצאה משינויים בתקנונים ובהוראות ההסדר התחיקתי. אין באמור כדי להוות תחליף ליעוץ ואו שיווק פנסיוני אישי המותאם לצרכי הלקוח. אין באמור התחייבות להשגת תשואה כל שהיא, ט.ל.ח.





## נוסח ההיתר להשקעות כשרות בשוק ההון

1. מאחר שישנן חברות המשקיעות בהשקעות שיש בהן חשש איסור עפ"י דין תורה, הנני מתנה עימכם שלמרות האמור בתקנון של הקופה ו/או הקרן כל הכספים שהנני מפריש לקופה ו/או הקרן יהיו רק בעסקים המותרים עפ"י דין תורה שאין בהם חשש איסור, ואין לי חלק בשאר העסקאות וההשקעות של הקופה ו/או הקרן. והכול בקניין המועיל עפ"י תורתנו הקדושה ועפ"י חוקי הממשלה.
2. כמו כן כל העסקאות המותרות שהנכם עושים עבורנו יהיו עפ"י תנאי "היתר עסקה" שבסוף ספר חכמת אדם, ובאופן שצריך שהיה כולו פיקדון יהיה כולו פיקדון.
3. על אף האמור לעיל הנני מצהיר והותנה בין הצדדים שאני כלקוח לא אוכל לדרוש מההשקעות שעשיתם עבורי יותר מהסכום שהיה מגיע לי, אילו הייתי שותף בכל ההשקעות של הקופה ו/או הקרן, וכל הכספים מעבר לזה יהיו שייכים לכלל משקיעי הקופה ו/או הקרן. לחילופין אם תטען החברה שעסקים אלו הרוויחו פחות מאשר ההשקעות לכלל כל העמיתים אזי תחול על החברה חובת ההוכחה עפ"י תנאי היתר העסקה של החברה.

נבאתי על החתום:

הלקוח

הנוסח מאושר לקרנות המופיעות ברשימת ביה"ד
עפ"י בית הדין של הגאון ר' ניסים קרליץ שליט"א
ועפ"י הגאון ר' מנדל שפרן שליט"א בני ברק
מ/ר משה מנחם בן (לוי)
מס' 1000 / 1000
תאריך: 10/10/10

אנו מאשרים את קבלת פנייתך לעיל.

אלקשולר שחם בע"מ



קרנות פנסיה נבחרות 1

כל הקרנות	קרנות חדשות	קרנות כלליות	מסלולי קרנות חדשות	מסלולי קרנות כלליות
הפניקס מסלול פאסיבי - מדדי אג"ח [9978]	הפניקס מסלול פאסיבי - מדדי אג"ח חו"ל [9979]	הפניקס מסלול פאסיבי - מדדי מניות [9982]	הפניקס מסלול פאסיבי - מדדי מניות חו"ל [9983]	מיטב דש מקיפה פאסיבי- מדדי אג"ח עד 25% במדדי מניות [1560]

תשואות (Home/AlphaInfo/) מדד אלפא

קרנות חדשות (Home/Concepts/)

קרנות הזכאיות לרכוש אג"ח מיועדות

קרנות כלליות (Home/Concepts/)

קרנות שאינן רשאיות לרכוש אג"ח מיועדות

תקופת הדוח 2

הצג מ - אוקטובר 2016

עד ל - ספטמבר 2017

12 חודשים אחרונים

הצג דוח

ל ג ה

הצג/הסתר מסלולים

18/11/2017

סיכום פעילות לפי קרן לתקופה נבחרת 09/2017 - 10/2016

(במיליוני ש"ח)

- קרן פנסיה היא מכשיר חיסכון לטווח בינוני וארוך ומומלץ מאד לבחון את ביצועי הקרן לאורך זמן ולא לאורך חודשים בודדים
- הנתונים המוצגים באתר דיווחו על ידי הגופים המדווחים ובאחריותם

[פרויקט מדדי סיכון פותח בשיתוף עם מרכז קיסריה](#)

\* כולל העברות בין קרנות

\*\* איזון אקטוארי בגין הגורמים הדמוגרפיים

\*\*\* תשואות קרן פנסיה לא מוצגת החל מינואר 2017

					תשואות פיננסיות ***						שם	מספר
צבירה נטו	יתרת נכסים לסוף התקופה	שיעור דמי ניהול ממוצעת בשנת 2016		שארפ - ריבית חסרת סיכון ל-5 שנים	איזון אקטוארי **	ממוצעת 5 שנתית	ממוצעת 3 שנתית	מצטברת לתקופה	תקופת דיווח			
		הפקדות	נכסים									
2016	2015	2016	2015	2016	2015	2016	2015	2016	2015	2016	2015	
3,046.0	18,069.9	0.30%	3.50%	---	-0.59%	---	---	---	09/17-10/16	<a href="#">הפניקס פנסיה מקיפה</a>	209	
27.2	32.4	---	---	---	-0.59%	---	---	8.92%	09/17-10/16	<a href="#">הפניקס מסלול פאסיבי - מדדי מניות חו"ל</a>	9983	
8.9	12.8	---	---	---	-0.59%	---	---	6.50%	09/17-10/16	<a href="#">הפניקס מסלול פאסיבי - מדדי מניות</a>	9982	
2.0	2.9	---	---	---	-0.59%	---	---	2.08%	09/17-10/16	<a href="#">הפניקס מסלול פאסיבי - מדדי אג"ח</a>	9978	
0.9	1.1	---	---	---	-0.59%	---	---	-2.99%	09/17-10/16	<a href="#">הפניקס מסלול פאסיבי - מדדי אג"ח חו"ל</a>	9979	
1,035.8	7,103.3	0.22%	1.83%	---	0.40%	---	---	---	09/17-10/16	<a href="#">מיטב דש פנסיה מקיפה</a>	163	
6.6	10.3	---	---	---	0.40%	---	---	7.80%	09/17-10/16	<a href="#">מיטב דש פנסיה מקיפה פאסיבי- מדדי מניות</a>	1589	
0.6	1.0	---	---	---	0.40%	---	---	3.65%	09/17-10/16	<a href="#">מיטב דש פנסיה מקיפה פאסיבי- מדדי אג"ח עד 25% במדדי מניות</a>	1560	
4,081.8	25,173.3	0.29%	3.28%		-0.40%	6.20%	4.18%	5.80%	09/17-10/16	סה"כ		

					תשואות פיננסיות			שם			
צבירה נטו	יתרת נכסים לסוף התקופה	שיעור דמי ניהול ממוצעת בשנת 2016		שארפ ריבית חסרת סיכון ל-5 שנים	איזון אקטוארי	ממוצעת 5 שנתית	ממוצעת 3 שנתית	מצטברת לתקופה	תקופת דיווח		
		הפקדות	נכסים								
27,356.3	283,572.4	0.26%	2.85%		-0.19%	6.61%	4.48%	7.47%	09/17-10/16	<a href="#">קרנות חדשות</a>	
749.6	5,223.3	0.60%	- - -		-0.18%	5.74%	3.35%	6.57%	09/17-10/16	<a href="#">קרנות כלליות</a>	
28,105.9	288,795.8	0.27%	2.85%		-0.19%	6.57%	4.42%	7.34%	09/17-10/16	סה"כ כלל הקרנות	