

A decorative border with ornate scrollwork and floral motifs surrounds the central text. The top half of the page has a light gray background with a repeating floral pattern, while the bottom half has a background of vertical gray stripes.

# שוק ההון הלכה ומעשה

הדרך הנכונה להשקעה בקרנות פנסיה ובשוק  
ההון בצורה מקצועית ללא כל חשש הלכתי

## תוכן הענינים

- פרק א.** החששות ההלכתיים העלולים להיות בקרנות הפנסיה וקופות הגמל.....**א.**
- פרק ב.** הפתרונות ההלכתיים הקיימים כיום.....**ד.**
- פרק ג.** הצורך בהקמת קרנות כשרות חדשות.....**ו.**
- פרק ד.** הצעה למתווה כשרות חדש, העונה הן על החששות ההלכתיים, והן על הבעיות המקצועיות.....**ח.**
- פרק ה.** סיכום הדברים.....**כ"א.**
- פרק ו.** נספח המבאר את המושגים בפנסיה ובשוק ההון המובאים במאמר.....**כ"ב.**



תגובות והערות ניתן לשלוח לכתובת דוא"ל  
[shuk5375@gmail.com](mailto:shuk5375@gmail.com)

עימוד: 0548469784  
עיצוב: 0583299866

## פתיחה

**ב"ה** זכינו ואכשר דרא והתרבתה המודעות הציבורית לאיסורי הריבית בכלל, ובקרנות הפנסיה והחסכון בפרט, ויראי השם המדקדקים על קלה כבחמורה, דואגים לנהל את כספם במסלולים כשרים שאין בהם חשש איסור, כדי שלא יהיו ח"ו בכלל מלואים בריבית שעליהם נאמר 'שהם ככופרים באלקי ישראל, ושנכסיהם מתמוטטין' (ב"מ ע"א).

**במאמר** זה באנו להציע מתווה חדש לקרנות חיסכון ופנסיה כשרות ומהודרות, אשר הקרנות שינוהלו על פיו, ישתמשו בכל כלי ההשקעה המקובלים באופן הכשר והמהודר ביותר, כך שהתשואות בקרנות אלו, צפויות להיות דומות בעז"ה לתשואות בקרנות הרגילות, ועל ידי כך לא יבוא הפסד לממונם של ישראל, בפרט כאשר מדובר בכספי הפנסיה, שבמצטבר מדובר בסכומים גדולים, אשר נועדו למחיה בכבוד בגיל זקנה.

**קרנות** כשרות אלו, יגרמו גם להגברת המודעות לכך שההשקעה במסלולים הכלליים עלולה להיות כרוכה באיסורים, עקב כך שהתשואות בה צפויות להיות גבוהות בעז"ה, וע"י כך ימנע ניסיון הממון לאלו שחששו עד היום לעבור למסלולים הכשרים.

**מלבד** מה שמתווה זה קיבל את אישורם והדרכתם של גדולי הפוסקים, שהקרנות שינוהלו על פיו יהיו כשרות ומהודרות ללא כל חשש. הוא אף קיבל את אישורם של אנשי מקצוע ובכירים בשוק ההון והחיסכון הפנסיוני, אשר בדקו ואישרו שהקרנות שינוהלו על פיו, צפויות להניב בעזה"ת תשואות דומות לתשואות במסלולים הרגילים.

**הקרנות** כשרות שינוהלו ע"פ המתווה המוצע יוכלו גם להשפיע בעז"ה על מצב שמירת השבת בא"י, כיוון שהן יקנו רק מניות של חברות שאינן מחללות שבת, ועל ידי כך יהיה תמריץ לחברות להפסיק את חילולי השבת שלהם, כדי שגם שותומ"צ יקנו את המניות שלהם [לעומת זאת בקרנות כשרות הנחשפות למניות רק דרך תעודות סל, הכספים של המשקיעים

שותומ"צ מושקעים בכל החברות הכלולות במדד, כולל בחברות המחללות שבת בפהרסיא ופורצות את גדרי שמירת השבת בא"י רח"ל, וממילא אין להם אפשרות להשפיע על שמירת שבת].

**בחוברת** זו הבאנו את עיקרי מתווה הכשרות, כולל נימוקים והסברים ההלכתיים לכל אחד ואחד מן הנושאים, השתדלנו לקצר ולגעת בעיקרי הדברים בכדי שלא להכביד על הקוראים, בסופו של קונטרס זה הבאנו נספח מקצועי, ובו ביאור מקוצר של מושגים פיננסים וכלכליים, דבר אשר יוכל לתרום להבנת המציאות.

**כאן** המקום להודות לכל אותם גדולי הרבנים שהקדישו מזמנם היקר בבירור וליבון הדברים ואף עברו על כל הכתוב כאן והעירו את הערותיהם החשובות, ותהי משכורתם שלמה מאתו ית'.

**בברכת שלא נכשל ולא נכלם לעולם ועד, ושחפץ השם בדינו יצליח.**

## פרק א.

### החששות ההלכתיים העלולים להיות בקרנות הפנסיה וקופות גמל

[בסוף החוברת מצורף נספח המבאר את המונחים הפיננסיים המובאים במאמר]

#### אופן פעולת קרנות הפנסיה

בעבר קרנות הפנסיה היו קרנות המבטיחות קצבה. דהיינו שהמבוטח הפריש לחברת הפנסיה אחוז מסוים ממשכורתו כל חודש, ובתמורה התחייבה החברה שכשהוא יגיע לגיל הפרישה, היא תיתן לו קצבה חודשית בסכום שנקבע מראש. בקרנות פנסיה אלו הכסף שהפריש החוסך היה שייך לחברה [בדומה לחברות ביטוח כיום, שהמבוטח משלם להם סכום חודשי מסוים כדמי ביטוח, וכסף זה שייך לחברה. ובתמורה היא מתחייבת לשלם לו סכום מסוים אם יתממש מקרה הביטוח].

אולם כיום קרנות הפנסיה פועלות כקרנות צוברות. דהיינו שהכסף שמפרישים החוסכים נכנס לקופה משותפת השייכת לכלל החוסכים, ומנוהלת על ידי חברת הפנסיה, וכשמגיע החוסך לגיל הפרישה, הוא מקבל קצבה שאינה מובטחת מראש, אלא נקבעת על פי התשואה שצבר הכסף שחסך בקרן הפנסיה. בקרנות אלו הכסף שמפריש החוסך שייך לו, וחברת הפנסיה רק מנהלת לו בנאמנות את הכספים.

בתוצאה מכך, כל הנכסים שתרכוש קרן הפנסיה שייכים במשותף לכל העמיתים [החוסכים] בה. ואם היא מחזיקה בדברים אסורים, הרי זה כאילו קנה אותם כל אחד מהעמיתים. ונפרט את סוגי הנכסים האסורים העלולים להיות בנכסים המוחזקים בד"כ ע"י קרנות הפנסיה.

#### אגרות חוב

רכישת אגרת חוב של חברה, היא למעשה הלוואה בריבית לחברה. ובאם אין לחברה היתר עסקה הרי יש ברכישתה ובהחזקתה חשש של איסור ריבית<sup>1</sup>.



1. לדעת רוב גדולי הפוסקים, אין איסור זה אלא ריבית דרבנן בלבד, מכיון שאין למלוה אלא שיעבוד נכסים בלבד [שהרי אם יפסידו נכסי החברה, בעלי החברה פטורים מהחוב, מחמת שהשעבוד אינו אלא בערבון מוגבל, וכפי אשר קורה לעיתים קרובות שחברות פושטות את

החברה, בעלי החברה פטורים מהחוב, מחמת שהשעבוד אינו אלא בערבון מוגבל, וכפי אשר קורה לעיתים קרובות שחברות פושטות את

### מניות

לדעת חלק מהפוסקים, רכישת מניות היא כרכישת בעלות על חלק מהחברה, ולשיטתם החזקת מניות עלולה להיות כרוכה במספר איסורים:

**ריבית** - אם החברה מנפיקה אגרות חוב. הרי בעל המניה שהוא בעל החברה, לווה בריבית מאלו שקנו את אגרות החוב.

**חמץ בפסח** - אם החברה מחזיקה ברשותה חמץ, הרי הוא בבעלותו של בעל המניה, שהוא בעליה של החברה, והוא עובר בכל יראה.

**שבת** - אם החברה מחללת שבת, הרי בעל המניה שהוא בעליה, נעשה שותף בחילול שבת.

**איסור סחורה בדברים האסורים** - אם החברה עוסקת במכירת נבילות וטרפות, או בפירות שביעית, ועוד איסורים מעין אלו.

### הלוואות לעמיתים

קרנות הפנסיה מלוות לעיתים מכספי הקרן לחוסכים תמורת שעבוד כספי הפנסיה שלהם [חוסך המושך את הכסף שצבר בקרן הפנסיה לפני גיל הפרישה, חייב במס של 35 אחוז. ולכן גם חוסך הזקוק לכסף לפני גיל הפרישה, אינו פודה את כספי הפנסיה, אלא לווה מהקופה המשותפת לכולם, וכספי הפנסיה שלו רק משמשים כבטוחה לפירעון ההלוואה], וכיון שהלוואה זו היא מהכספים המשותפים, נעשה כל חוסך כמלווה, ויש בזה חשש של ריבית קצוצה.

### הלוואות לחברות וגופים ציבוריים

חלק מקרנות הפנסיה מלוות לחברות שונות בצורה ישירה [שלא בצורת רכישת אג"ח בבורסה], ואם אין ללווה היתר עיסקא, יש בזה חשש של איסור ריבית.

### תעודות סל

תעודת סל היא איגרת חוב הנושאת ריבית. הרוכש תעודת סל, מלווה לחברה המנפיקה אותה, ומקבל ריבית בשיעור של התשואה של המודד שאחריו



(ח"ו סימן ע"ז), ומנחת שלמה (ח"א סימן כ"ח), ובספר נתיבות שלום (סימן קע"ג סעיף ט' אות טו ואילך) ובספר מצות ריבית (פט"ז).

הרגל, או שהן מבצעות תספורות והסדרי החזרי חוב חלקיים], ועיין באריכות בכל זה בשו"ת חלקת יעקב (יורה דעה סימן סה), ומנחת יצחק

היא עוקבת<sup>2</sup>, וממילא יש בזה חשש של ריבית קצוצה. גם אם החברה המנפיקה את תעודת הסל [הלווה], חתומה על היתר עסקה, עדיין לדעת הרבה פוסקים יש חשש איסור בהחזקתו. כיון שאגרות החוב האסורות שקונה החברה בחלק הפיקדון, הרי הן בבעלותו של המשקיע, הנעשה מלווה בריבית. ובזה לא יועיל תנאי שהחברה תקנה בחלק הפיקדון רק את הנכסים המותרים כמו בכל היתר עסקה, כיון שכל הנכסים שקונה החברה המנפיקה, משועבדים לכל מחזיקי תעודת הסל בשווה. וכן שמכיוון שידוע מה שיעור הריווח שעלה מחלק הפיקדון, לדעת הרבה פוסקים אסור בכה"ג ליטול את דמי ההתפשרות במקום שבועה, שהרי הריווח ידוע. וגם יש בזה חשש של לפני עיור, כיוון שהחברה המנפיקה חייבת לקנות גם את אגרות החוב האסורות, וממילא הקונה תעודת סל, גורם להם בהכרח לקנות עוד אגרות חוב אסורות.



משקיע המעוניין להשקיע במניות, אך אין לו העדפה למניות מסוימות, יכול לקנות תעודת סל העוקבת אחר מדד ת"א 35, המניבה את התשואה הממוצעת שהניבו 35 החברות הגדולות הנסחרות בבורסה בת"א [התבאר בהרחבה בנספח המקצועי המצורף].

2. תעודת סל היא נייר ערך המניב את התשואה הממוצעת של קבוצה מסוימת של ניירות ערך שהוגדרה מראש [מדד]. תעודת סל נועדה למשקיעים הרוצים להשקיע באפיק השקעה מסוים, אך אין להם את הידע והכלים הדרושים כדי לבחור באלו ניירות ערך להשקיע. לדוגמה

## פרק ב.

## הפתרונות ההלכתיים הקיימים כיום

כיום קיימים שני הכשרים להשקעות ע"פ ההלכה.<sup>1</sup> א: ועד הפיקוח ההלכתי להשקעות ופיננסים שע"י 'העדה החרדית', ב: ועד ההלכה להשקעות וקרנות 'גלאט הון'.

אכמ"ל בכל פרטי המדיניות והבדלים שבין ההכשרים השונים, ולא באנו אלא בקצרה בעיקרי הדברים.<sup>2</sup>

## העדה החרדית

ועד הכשרות של העדה החרדית אוסר על הגופים הפיננסיים העומדים תחת פיקוחו לרכוש מניות כלל.<sup>3</sup> כתחליף לרכישת מניות, מתיר הועד חשיפה למניות רק דרך תעודות סל על מדדי מניות.

במו"ב ועד הכשרות מתיר לקנות אג"ח של חברות החתומות על היתר עסקה.



שותף בחברה. [לקמן, יתבארו בהרחבה שיטות הפוסקים האם בעל מניה נעשה שותף בחברה, ועין לקמן שהבאנו דיתכן שאף לדעת המנחת יצחק אין בזמנינו איסור בהחזקת מניות מועטות שאין להן זכות השפעה, ודבריו נאמרו רק בזמנו, שמידת ההשפעה נקבעה ע"פ זכות ההצבעה, מכיון שהיו מניות עם וללא זכות הצבעה, משא"כ בזמנינו, שלכל מניה יש זכות הצבעה, אף לדבריו לא יקרא בעלים אלא מי שיש בידו זכות השפעה]. ואף בחברות שאינן מחללות שבת, וחתומות על היתר עסקה, מחמיר ועד הכשרות שלא להחזיק את המניות שלהן, על פי שיטת הגר"י בלוי הסבור שיש בזה איסור מחמת השרשור, דהיינו שמכיון שחלק מהחברות מחזיקות גם במניות של חברות אחרות, ממילא בעלי המניות של החברות הכשרות, נעשים שותפים גם בחברות האסורות. ולקמן יתבאר כי הגר"ש אלישיב זצ"ל סבר, שגם לאוסרים משום זכות הצבעה, אין לחוש בשרשור.

1. בעבר היה קיים גוף פיקוח שנקרא 'כלכלה למהדרין' שע"י הרב אריה דביר שליט"א, שאת מדיניות הכשרות של הקרנות שבפיקוחו קבע הגר"ש אלישיב זצ"ל, אך למעשה בעת האחרונה כבר לא קימות קרנות פנסיה העומדים תחת השגחתו.

2. ובאו בארוכה במדריכי הכשרות שע"י העדה החרדית, ובקונטרסי תקנת הריבית [מודעין עילית, ג"ח] שי"ל ע"י הרב יעקב לנדו מרבני גלאט הון.

3. כיוון שהם נוהגים ע"פ דעת הגר"י בלוי מדייני העדה"ח, שהתווה את מדיניות הכשרות של ועד ההלכה, שסבר שהחזקת מניות הרי היא כשותפות גמורה בחברה, ולשיטתו המחזיק מנייה נעשה שותף בכל איסורי התורה הנעשים בחברה, וכן ע"פ דעתו של גאב"ד העדה"ח בעל המנחת יצחק, שסבר שבעלות בחברה נקבעת על פי זכות ההצבעה, ולדעתם מכיון שבזמנינו לכל בעל מניה יש זכות הצבעה, כל מי שמחזיק במניה הרי הוא נעשה



בנוסף, ועד הכשרות גם מתיר להחזיק תעודות סל על מדרי אג"ח<sup>4</sup>, כדי להיחשף גם לרווחים מהאג"ח של החברות שאין ברשותם היתר עסקה.

### גלאט הון

הקרנות הכשרות שבפיקוחה של גלאט הון, הוקמו כדי לאפשר למדקדקים שאינם רוצים להזדקק להיתר עיסקא הכללי [והם אף מקפידים שלא לקחת משכנתאות, הלוואות ופקדונות בנקאיים], להשקיע לפי שיטתם.

ועד ההלכה שע"י גלאט הון אוסר על הגופים שבפיקוחו לרכוש ולהחזיק במניות כלל<sup>5</sup>. וכן הוא אוסר על החזקת תעודות סל על מדרי מניות. ועד ההלכה מתיר להיחשף לשוק המניות רק דרך כתיבת ורכישת אופציות<sup>6</sup>.

ועד ההלכה אוסר לרכוש אג"ח קונצרני ולהלוות לחברות ולעמיתים, אפילו אם הלווה חתם על היתר עיסקא כדון<sup>7</sup>, וכן הוא אוסר לרכוש תעודות סל על מדרי אג"ח<sup>8</sup>. ועד ההלכה מתיר להיחשף בשוק האג"ח רק לאג"ח ממשלתי<sup>9</sup>.

כמו כן קרנות הפנסיה שבפיקוח ועד ההלכה אינן מפקידות את הכספים הנוזלים של קרן הפנסיה<sup>10</sup> בפיקדונות בנקאיים, כיון שהן מיועדות למדקדקים שאינם רוצים להזדקק להיתר עיסקא הכללי. והן מחזיקות את הכספים הנוזלים שלהן, בחשבון עו"ש שאינו משלם ריבית בלבד.



4. והם אינם חוששים לדעת הפוסקים הסבורים שיש בכך איסור, כיוון שהם נוהגים כדעת רבותיהם דיני הבד"ץ זצ"ל, שסברו שאפשר להקל בזה. מחמת שהם חוששים לשיטות הסוברות שהקונה מניה נעשה שותף בחברה, וממילא הוא שותף גם לכל האיסורים שהיא עושה.

6. שבזה ודאי החוסך לא נעשה שותף בחברה, שהאופציה היא התחייבות של צד שלישי שאינו קשור לחברה.

7. מחמת כמה טעמים: [מתוך קונטרס תקנת הריבית חלק ב עמ' נט] א. שהגר"נ קרליץ מפקפק בהיתר עיסקא הכללי. ב. שהגר"נ קופשיץ מפקפק בנוסחאות היתר עיסקא הקיימים. ג. עקב הקושי הטכני לפקח שהחברה המנהלת אכן קונה רק אג"ח של חברות שיש להם היתר עיסקא. [חששות א- ב קיימים בכל היתר עיסקא כללי שהוא, כגון בבנקים ובחברות הציבוריות, וכבר כתבו כל הפוסקים, וכן

8. מחמת החששות שהתבארו לעיל.

9. הטעם להיתר רכישת אג"ח ממשלתי אף שלהיתר עיסקא הכללי אין כל תוקף לדעתם וכפי שנתבאר לעיל, הוא ע"פ השמועה משמו של החזו"א שממון ממשלת ישראל הרי הוא כהפקר לכל דבר, וא"כ אין בו משום איסור גזל וריבית. [ועיין לקמן מה שכתבנו באורך בענין זה].

10. כל קרן פנסיה מחזיקה שיעור מסוים [כ 6-7% מהכספים הצבורים בה], ככספים נוזלים. כדי שבמקרה שחלק מהעמיתים יפדו את כספם מהקרן, או יעברו לקרן אחרת. היא לא תצטרך למכור את נכסי הקרן.

## פרק ג.

## הצורך בהקמת קרנות כשרות חדשות

א. חלק מהקרנות הכשרות הקיימות כיום, משקיעות בתעודות סל העוקבות אחרי מדדי אגרות חוב, וכבר התבאר לעיל שיש בזה חששות רבים, ולדעת רוב גדולי הפוסקים יש בזה איסור.

ב. לקרנות הכשרות הקיימות כיום אין אפשרות להשפיע על מצב שמירת השבת בא"י, שכיוון שהן נחשפות למניות רק דרך תעודות סל או אופציות, אין להם אפשרות להימנע מסיוע לחברות המחללות שבת [ואדרבא ברכישת תעודת סל, גם כספו של המשקיע שותומ"צ, מושקע בעקיפין בחברות המחללות שבת בפחרסיא, ופורצות את גדרי שמירת השבת בא"י].

ג. הקרנות הכשרות הקיימות כיום, אינן משקיעות את הכספים שנצברו בהן בצורה ובכלים הפיננסיים הקיימים בקרנות הרגילות. אלא בכלים פיננסיים חלופיים<sup>1</sup>.

ד. מכיוון שהקרנות הכשרות הקיימות משתמשות רק בחלק מהכלים הפיננסיים שבהם משתמשים בקרנות הרגילות, ממילא פיזור הנכסים בהן קטן יותר. פיזור נכסים הוא אחד מהכלים החשובים לניהול סיכונים בהשקעות, כיוון שהוא מבטיח שגם אם יהיה הפסד באפיק השקעה אחד, הוא יתקזז עם הרווחים באפיקים האחרים. בקרן שמשקיעה רק במספר מצומצם של אפיקים, לכל הפסד באחד מאפיקי ההשקעה יש השפעה חדה על התשואה של הקרן.



לעומת זאת כל הקרנות הכשרות מנהלות יחד, רק כ 3 מיליארד ש"ח, והכלים החילופיים שבהם הן משתמשות, עדיין לא נוסו בטווח ארוך מספיק.

1. הקרנות הכלליות מנהלות יחד כטריליון וחצי ש"ח [1494 מיליארד ש"ח], ולכלים הפיננסיים שבהם הן משתמשות, יש ניסיון של שנים רבות.

ה. כמו"כ לקרן הנחשפת לאפיק השקעה מסוים רק דרך תעודות סל או אופציות, אין את האפשרות לבחור את נירות הערך הצפויות להניב תשואה עודפת. וחלק מרכזי מתפקידם של חברות הניהול בקרנות הכלליות, הוא לבחור את ניירות הערך הצפויות להניב תשואה עודפת.<sup>2</sup>

ו. כתוצאה מכך, בחלק גדול מחברות הפנסיה, קיים פער גדול בין התשואה שהשיג המסלול הכללי, לתשואה שהשיג המסלול הכשר. ולטווח ארוך הפערים בתשואה גורמים להבדל משמעותי בכמות הכסף הנצברת לחוסך, שיכולה להגיע לכדי הפסד של כמעט ממחצית דמי הפנסיה החודשיים אל מול עמית שאינו שומר תורה ומצוות.<sup>3</sup>

ז. כמו כן כידוע ההשקעה באופציות כרוכה בסיכונים גבוהים. שכן בהתעסקות באופציות, כל טעות או תקלה אפילו הקטנה ביותר יכולת לגרום להפסדים גדולים.



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%.  
3. לשם דוגמא אם ימשכו הפערים שהיו בשנים האחרונות, אם עמית במסלול כללי יקבל קצבת פנסיה בסך 6.000 ש"ח בחודש, עמית במסלול כשר עלול לקבל לפעמים כ-3000 ש"ח בלבד בכל חודש!

2. 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 תעודת סל ואופציות, מתקבלת רק התשואה של המדד, שהיא התשואה הממוצעת של כל ניירות הערך המרכיבות אותו. לדוגמא בשלשת השנים האחרונות

## פרק ד.

## הצעה למתווה כשרות חדש העונה הן על החששות ההלכתיים והן על הבעיות המקצועיות

באמור אופני ודרכי ההשקעה במסלולים הכשרים הקיימים כיום, שונים באופן משמעותי מהרכב הנכסים במסלולים הרגילים, והתשואות בהם נמוכות בצורה משמעותית. ויש צורך בקרנות כשרות חדשות, שינהלו הן באופן הכשר והמהודר ביותר, והן בצורה מקצועית ובדרכי ההשקעה המקובלות במסלולים הרגילים, כדי שלא יגרם הפסד לחוסכים שתומצי המנהלים את כספם במסלולים הכשרים. קרנות כשרות אלו, יגרמו גם להגברת המודעות לכך שההשקעה במסלולים הכלליים עלולה להיות כרוכה באיסורים, עקב כך שהתשואות בהם צפויות להיות גבוהות בעוצמה, וע"י כך ימנע ניסיון הממון לאלו שחששו עד היום לעבור למסלולים הכשרים<sup>1</sup>.

לאחר התייעצות הן עם גדולי הרבנים ופוסקים חשובים, והן עם אנשי מקצוע בשוק ההון והחיסכון הפנסיוני, גיבשנו הצעה למתווה חדש לקרנות חיסכון ופנסיה כשרות.

המסלולים הכשרים שינהלו לפי מתווה הכשרות המוצע, יחזיקו רק בנכסים שאין בהחזקתם כל חשש איסור, תוך כדי שאיפה שההשקעות בהם ינהלו באופן דומה ככל האפשר, למסלולים הרגילים, כך שהתשואות בהם צפויות להיות דומות לתשואות הרגילים.

בפרק זה יתבארו פירוט המדיניות של הכשרות המוצעת לגבי כל אחד מהמוצרים הפיננסים הנפוצים בשוק ההון, תוך התייחסות לחלק ההלכתי שבכ"א מהדברים.



1. לרוב רובו הציבור, שמסתמך על דעת כמעט כל גדולי הפוסקים שסברו שאפשר לסמוך על היתר עסקה הכללי בשימוש בבנקים [הלואות, פקדונות, ומשכנתאות].

אין אנו באים במטרה להחליף את ההכשרים הקיימים. שגם בהם יש צורך, כדי לאפשר לאלו המדקדקים שלא להזדקק להיתר עסקה הכללי להשקיע לפי לשיטתם. אך דרך זו אינה מתאימה

## אג"ח

### אגרות חוב ממשלתיות

אגרות חוב של ממשלת ישראל מאושרות לרכישה, מחמת ההיתר עיסקא הכללי שחתומה עליו מדינת ישראל<sup>1</sup>.

### אגרות חוב של חברות [אג"ח קונצרני]

האיסור העיקרי העלול להיות בקרנות הפנסיה והחיסכון, הוא רכישת אגרות חוב של חברות שאינן חתומות על היתר עיסקא, וחלק מרכזי מהצורך



החזו"א, הוא מביא (שם סימן קיב) את דברי הגר"מ אהרנסון זצ"ל (ישועות משה סימן ד ס"ק ה) שביאר, שהחזו"א סבר שאין כח דינא דמלכותא בחוקי הערכאות שבאר"י ואין בכוחם לשנות מאומה מדיני תורה, אך לא לומר שאין למדינה בעלות על הנכסים. וכ"כ בפתחי חושן (להגר"י בלוי זצ"ל, גניבה עמוד יח בהערה), וכ"כ חשו"ק חמד (עירובין דף לח:), וכן דעת הגר"נ קרליץ שליט"א (כפי שהיא מובאת בחוט שני ריבית עמוד סז הערה כה, ובדרכי משפט שכנים עמוד רכז), שנכסי המדינה אינם הפקר, וכן הסכים הגר"ש רוזנברג שליט"א בדעת חמיו בחוט השני הנ"ל, וכן כתב בתשובות והנהגות להגר"מ שטרנבוך שליט"א (ח"ד תשובה שיט, ח"ג יו"ד סימן שלח), וכ"כ בשו"ת משנה הלכות (ח"ו סימן שיא), וכ"כ בשו"ת אז נדברו (ח"ו סימן עד), וכ"כ בשו"ת להורות נתן (ח"א סימן סט ס"ק ט), וכמבואר כ"ז בספר דינא דמלכותא (פרק נה) ע"ש. הרי שבחזו"א אין ראוי להתיר לקבל ריבית קצוצה מהמדינה על סמך שמועה לא מבוססת זו נגד דעת רוב מניין ובניין גדולי הפוסקים, וממילא כל הקרנות הכשרות המחזיקות באג"ח ממשלתי חייבות להיסמך על היתר עיסקא. [אף שבאג"ח מדינה יש עוד צד קולא, ע"פ המבואר בשו"ת הר צבי (יו"ד סימן קכו), ובחוט השני (עמוד סז), שכיון שבמדינה יש שותפים רבים מאוד, אין הממון מתייחס לכל אחד ואחד מהשותפים, כי אם לכללות השותפות ולכן אין זה נחשב כריבית הבאה מלוה למלוה, אך שאר הפוסקים לא נקטו כן, גם בחוט השני כתב כן רק בלשון 'ונראה'].

1. מדינת ישראל חתומה על היתר עיסקא משנת תש"מ שנוסח ע"י הגר"י בלויא זצ"ל, ובשנת תשע"ג היא חתמה על היתר עיסקא חדש, שנוספו בו הידורים נוספים.

יש הסבורים שבהלוואות למדינת ישראל אין צורך בהיתר עיסקא, ע"פ שמועה בשם החזון איש, שממון המדינה הוא הפקר, ואין איסור לקבל ריבית מהפקר. אמנם דעת רוב מניין ובניין של גדולי הפוסקים שממון המדינה הוא בבעלות האזרחים, והוא כקופת השותפים, ואין להגדירו כהפקר לשום דבר וענין, וידועה עמדתו התקיפה בענין של הגר"ש אלישיב זצ"ל, וכן דעת הגר"ז אוירבך זצ"ל, ובשעתו כאשר התעורר 'פלמוס המעשרות', בו עוררו כמה מתלמידי החזו"א כנגד בד"ץ העדה החרדית והגר"י לנדא זצ"ל, שאין סמכות למדינה לעשר את התבואה כיון שאין התבואה ברשותה (הו"ד בשו"ת מנחת יצחק ח"ט סימן קיב), השיב ע"ז בשו"ת שבט הלוי (ח"ה סימן קעב) וז"ל: 'ומש"כ מבוהל אחד, דכיון שאין מתנהגים עפ"י התורה, מותר לגולם, וא"כ אין להם בעלות כלל, הוא דבר שאין ראוי להשיב, דחלילה להתיר איסור גניבה וגזילה, ותולים עצמם לשוא באילן גדול, ואין זה לגדר דינא דמלכותא אם שייך כאן או לא, וגם אין שני הדברים תלויים זה בזה' עכ"ל. ובמנחת יצחק כתב שהסכמת חברי הבד"ץ (והוא מציין (שם סימן קי) להגר"י פישר, הגר"י הורביץ, הגר"מ שטרנבוך, והגר"א זלזניק זצ"ל), וכן כבר הוסכם מאז ע"י כל גדולי הבד"ץ ואין לערער אחריהם, שיש למדינה בעלות לעשר את התבואה, ועל טענתם בשם

בפיקוח על הקרנות, הוא כדי לוודא שרכישת האג"ח בקרנות הכשרות, נעשית אך ורק מחברות החתומות על היתר עיסקא המנוסח כהלכה<sup>2</sup>, ושהוא נחתם על ידי מורשי החתימה המוסמכים לכך<sup>3</sup>.

לשם כך הושקעו מאמצים מרובים בבחינת כל אחד ואחד מהיתרי עיסקא שהחברות חתומות עליהם, כדי לוודא שאין בהם כל פיקפוק וחשש.



ההלואה לעיסקא, אף אם הוא יטען שהוא לא היה מודע לקיומו, וממילא גם אג"ח הנקנים ביד שניה מאדם שאינו שתומ"צ, חל עליהם היתר עיסקא הכללי שחתומה עליו החברה.

וכן הביאו בקונטרס תקנת הריבית [ח"א] בשם הגר"ש אלישיב זצ"ל וז"ל 'שמותר לקנות אג"ח קונצרני מחברה שיש לה היתר עיסקא כללי לכתחילה, וכל זה גם כן מטעם שהיות וההיתר הוא חלק מתקנון החברה, ונשלח לרשם החברות, הרי כל הקונה את האג"ח קונה על דעת התקנון, וכאמור יש גם גמירות דעת מטעם הנהלת החברה לתוקף הסכם זה, כיון שאכן הדבר נכון שהמלווה ממון לחברה, אם יאבד הקרן הוא לא יקבל שום תשלום כיון שזה בע"מ, ולפיכך הרי זה כמו חתימה הנעשית בין המלווה לחברה, ואם כן חברת פנסיה משקיעה באג"ח יש רק להשגיח שאותו החברה שמנפיקה את האג"ח תעשה היתר כללי וזה בר ישוב' ע"כ. כמו"כ לאחרונה נוספו בשטרות היתר עיסקא של חברות רבות תנאי מיוחד שתוכנו כדלהלן, 'מוסכם בזה, שאם יש או יהיה איזה חוב עם חשש ריבית, שלא חל עליו בתחילה תנאי היתר עיסקא זה - מיד כשיתאפשר שיחולו עליו תנאי היתר עיסקא זה, יחולו הם עליו על החלק המותר בגבייה באותו זמן, באופן המועיל ביותר למנוע איסור ריבית ושאר איסורים. ומהזמן הזה יהיה הנותן שותף בעסקי ונכסי המקבל [בהנאת מחילת מלווה ו/או בשאר קנין המועיל] כפי כל התנאים הנ"ל, והמקבל יעסוק בהם בתורת עיסקא או פיקדון'. משמעותו של תנאי זה הוא, שאף אם נסבור שמכיון והיתר עיסקא אינו מופיע בתשקיף ההלואה, לכך הוא אינו חל כלפי מלווה שלא היה מודע לו [שאינו שותומ"צ], מ"מ מכיון שהחברה התנתה שיחולו תנאי ההיתר עיסקא בכל עת שיגיע האג"ח לידי מי שמעוניין בהיתר עיסקא, א"כ הרי הוא כנותן בעיסקא המותרת.

2. לשם דוגמא ישנם היתרי עיסקא, שבסופם מופיע הנוסח דלהלן, 'החברה מצהירה בזאת כי היא מתכוונת לעמוד בהתחייבותה התשקיפיות, וכי אין כונה בחתימה על שטר היתר עיסקא כדי לפגוע בתנאי אגרות החוב, נוסח זה מרוקן את כל ההיתר עיסקא ממשמעותו.

3. כידוע לכל דעת גדולי הפוסקים על תוקפו של היתר עיסקא כללי שעורכים הבנקים, שהוא עדיף על כל היתר עיסקא כללי שנעשה בסתם, מפני שבנק הוא גוף ציבורי הפועל על פי תקנות קבועות המחייבות את כל לקוחות הבנק, וממילא כל המתעסק עם הבנק יודע ומכיר שהוא כפוף לכל תקנותיו, כולל אלה שאינן ידועות לו.

וכפי שכבר כתב הגר"י בלויא בספר ברית יהודה [עמוד תרלא] וז"ל, 'כי עיקר החשש שצריך לידע ענין ההת"ע, שאם לא כן אינו מתחייב לפי דיני עיסקא, היינו דוקא עם יחיד אבל כשמתעסק עם בנק, אף בלי לדעת הוא מתחייב להתעסק כפי תקנות היסוד של הבנק, וחלים עליו כל דיני עיסקא בין לזכות ובין לחובה... וכל האמור לעיל לענין בנקים, כחם יפה לחברות וגופים ציבוריים, כגון חברות בטוח וכדומה' עכ"ל. וא"כ ה"ה בנידון דידן, כיון שההיתר עיסקא נחתם על ידי מורשי החתימה של החברה, אף אם הוא אינו מופיע בתשקיף, יש לו תוקף חוקי ומשפטי [ישנה חוות דעת רשמית ממשפטים בכירים, המאשרת את תוקפו המשפטי של היתר עיסקא שנחתם על ידי חברות המנפיקות אג"ח, אף אם הוא לא מוזכר בתשקיף ההלואה], וא"כ אף אם הלוקח אינו מודע לקיומו של ההיתר עיסקא, שיכת הסברה המובאת לעיל לענין הבנקים, שמכיון שהמלווה מודע שכל התקשרות עם החברה מבוססת על מערכות חוקים ותקנות שבדרך כלל הוא אינו מודע לקיומם, א"כ דעתו בסתמא על כל התנאים בכללותם, וכיון שההיתר עיסקא הוא אחד מהם, יש לו תוקף להפוך את

ענין נוסף שנדרש בו פיקוח תמידי הוא בנוגע לסדרות אג"ח שהונפקו לפני מועד חתימת ההיתר עיסקא<sup>4</sup>, ויש צורך לפקח שהמסלולים הכשרים ירכשו רק את אגרות החוב שהונפקו לאחר חתימת ההיתר עיסקא, לשם כל נערכה רשימה מסודרת של כל החברות שמנפיקות אג"ח עם תאריכי ההנפקה המדויקים של כל סדרת אג"ח, וע"פ רשימה זו יקנו בקרנות שיתנהלו לפי מתווה הכשרות המוצע, רק אג"ח שהונפקו לאחר חתימת ההיתר עיסקא<sup>5</sup>.

חברות בת אשר מנפיקות אג"ח ואין ברשותם היתר עיסקא, אף אם בהיתר עיסקא של חברת האם נכתב בפירוש שהוא כולל גם את חברות הבת, מ"מ האג"ח של חברות הבת יאסרו לרכישה, אא"כ הן התומות בעצמן על היתר עיסקא.

### הלואות לעמיתים

חשש איסור נוסף העלול להיות בקרנות הפנסיה והחיסכון, העולה בחומרתו על החששות שהתבארו עד כה<sup>6</sup>, הוא ההלואות לעמיתים<sup>7</sup>, שהן הלואה ברבית קצוצה מישראל לישראל, ולשם כך במסלולים שיתנהלו לפי המתווה המוצע, ההלואות לעמיתים יעשו רק ע"פ תנאי היתר עיסקא, שיופיעו במסמכי ההלואה שהלווה חותם עליהם.



7. קרנות הפנסיה מלוות בריבית לעיתים מכספי הקרן לחוסכים תמורת שעבוד כספי הפנסיה שלהם [חוסך המושך את הכסף שצבר בקרן הפנסיה לפני גיל הפרישה, חייב במס של 35 אחוז. ולכן גם חוסך הזקוק לכסף לפני גיל הפרישה, לא פודה את כספי הפנסיה, אלא לווה מהקופה המשותפת לכולם, וכספי הפנסיה שלו, רק משמשים כבטוחה לפירעון ההלוואה]. וכיון שהלוואה זו היא מהכספים המשותפים, נעשה כל חוסך כמלווה, ויש בזה חשש של ריבית קצוצה.

4. חברות רבות מנפיקות מידי מספר שנים, סדרה חדשה של אגרות חוב, ולפעמים חתימת ההיתר עיסקא נעשתה אחר שהונפקו כבר מספר סדרות אג"ח.  
5. התנאי המובא לעיל בהערה 3 מאפשר לרכוש את כל סדרות אגרות החוב, מכיון שאף אם הם הונפקו טרם חתימת ההיתר עיסקא, חלים עליהם תנאי ההיתר עיסקא כעת.  
6. ובו לא שייך כל צד היתר, כיון שהוא הלואה מישראל לישראל ע"י שליח [החברה המנהלת] בריבית קצוצה.

## מניות

### פתיחה

אחד המרכיבים החשובים ביותר בקרנות החיסכון והפנסיה, הוא ההשקעה במניות בצורה ישירה, שהוכחה כתורמת רבות לתשואות במווח הארוך. בקרנות הכשרות הקיימות כיום אין כל חשיפה למניות בצורה ישירה, אלא רק דרך תעודות סל או אופציות, העוקבות אחר התשואה הממוצעת של מדדי מניות<sup>1</sup>, דבר זה גרם שהתשואה במסלולים הכשרים, תהיה נמוכה מהתשואה בקרנות הרגילות<sup>2</sup>. בקרנות שינוהלו ע"פ המתווה המוצע, הושקעו מאמצים מרובים, ע"מ לאפשר השקעה במניות בצורה ישירה, כשלשם כך נערך מיפוי מקיף של כל נירות הערך הנסחרים בישראל, כדי לבדוק באלו מהמניות יש בהחזקתם משום חשש של איסורי תורה, ובאלו אין כל חשש<sup>3</sup>.

בקרנות שינוהלו ע"פ המתווה המוצע, יותרו לרכישה רק מניות של חברות שנבדקו ונמצא שאין בהחזקתן כל חשש איסור. על אף שבקרנות אלו תותר קניית מניות רק של חברות שנבדק שאין איסור בהחזקתן, מ"מ הקדמנו לבאר את דעת הפוסקים לגבי החזקת מניות, כיון שניתן לצרף כצד נוסף להיתר גם את דעת רוב הפוסקים שהתירו רכישת מניות מועטות שאין לקונה אותן יכולת להשפיע על התנהלות החברה.

בנוסף יתבאר לקמן, שאנו מציעים לערוך עם החברה המנהלת תנאי, שבאם יקנו במסלולים הכשרים נכסים אסורים, הרי שנכסים אלו לא יהיו בבעלות העמיתים, אלא בבעלות החברה. תנאי זה פותר את כל החששות היכולות להיות בקניית מניות, כיון שגם אם הקרן תקנה מנייה של חברה שיש בהחזקתה חשש איסור, הרי שהיא לא תהיה בבעלות העמיתים, אלא בבעלות החברה המנהלת.



תשואה של פחות מ 2%, לעומת זאת קרנות נאמנות מניות אקטיביות הבוחרות את המניות שהן קונות, הניבו תשואה ממוצעת של 16.22%. ב: רכישת מניות דרך תעודות סל או אופציות, כרוכה לעיתים בתשלום עמלה לחברות תעודות הסל או לכותב האופציות.

3. והתברר ע"פ חוות דעת המומחים, שאף אם ירכשו את המניות המותרים בלבד, ניתן יהיה להגיע לתשואות הדומות לתשואות במסלולים הכלליים.

1. מדדי מניות הינם קבוצות של מניות המקובצות על פי סיווגים שונים, המדדים נועדו כדי לתת אינדיקציה למגמת המסחר והמחירים, של המניות הכלולות במדד.

2. בחשיפה עקיפה למדדי המניות יש שני חסרונות מרכזיים. א: הכרח להיחשף רק למדד בכללותו, המונע את האפשרות לבחור מניות מסוימות מהמדד, [לשם דוגמא תעודות הסל על המדדים ת"א 35, ות"א 125 הניבו בשלושת השנים האחרונות



א. דעת הפוסקים בענין החזקת מניות ללא אפשרות השפעה הנגדרת מעמדם ההלכתי של בעלי מניות בחברה בע"מ, לענין האם הם נחשבים לשותפים באיסורים שהחברה עוברת, היתה אחת השאלות שעסקו בהם גדולי הפוסקים ברורות האחרונים מאז הקמת מוסד החברות, בבואנו לסכם את עיקרי הדעות עולה המסקנה הברורה, שלדעת רוב הפוסקים אין לראות במחזיק מניות שאין בידו להשפיע על התנהלות החברה, כבעלים כלפי איסורים שעלולה החברה לעבור.

יש אשר נקטו כן מטעם שכיון שע"פ החוק ומנהג החברות, החברה היא 'אישיות משפטית נפרדת', שהיא הבעלים של ממון החברה, ובעלי המניות הם בעלים רק של החברה, ולא של הממון שלה, א"כ גם ע"פ דין תורה אנו מתייחסים לחברה כאישיות נפרדת שהיא הבעלים של הממון שלה, וא"כ אין בעלי המניות נעשים שותפים לאיסורים שהחברה עוברת<sup>4</sup>. [כ"כ בספר צפנת פענח (דפוס ניו יורק סימן קפד), וכן כתב בספר 'יד שאול' (הו"ד בשו"ת מנחת יצחק ח"ג סימן א), גם הג"ר חיים פנחס שיינברג זצ"ל (קובץ אור השבת ח"ז עמוד יד) נטה להכריע שחברה בע"מ היא 'אישיות משפטית', אלא שלמעשה לא סמך להקל אלא בחשש איסור דרבנן ע"ש].

ורבים מגדולי הפוסקים כתבו, שאף שמצד דין תורה אין תוקף למושג 'אישיות משפטית נפרדת', מ"מ כיון שאין לבעלי המניות יכולת להתערב בעניני ניהול החברה, א"כ הם אינם שותפים לאיסורים שהחברה עוברת, כיוון שניהול החברה נעשה על ידי המנהלים שלה, ולא ע"י בעלי המניות [כ"כ מטעמים שונים שאכמ"ל, בשו"ת מהרי"א הלוי (ח"ב סימן נד וקכד), ובשו"ת מהר"ם שיק (יו"ד סימן קנח), וכן כתב הג"ר שלמה קלוגר זצ"ל (בשו"ת האלף לך שלמה או"ח סימן רלח). ובשו"ת חשב האפור (ח"א סימן סב) העיד שדן בנידון זה לפני הרב מטשעבין, והוא הראה לו תשובת מהרי"א הלוי, ובשו"ת מנחת יצחק (ח"ז סימן כו) כתב ע"ז 'נראה שהסכים לדבריו'].



4. ולדעתם אף מי שמחזיק בבעלות מלאה על נכסי החברה אינו עובר על האיסורים שנעשים בה.

ורבים מגדולי הפוסקים בדורות האחרונים כתבו לחלק, שאף אם נאמר שמי שיש ברשותו חלק גדול ממניות החברה [בעל השליטה] נחשב לבעלים של ממון החברה, מכיון שיש באפשרותו להשפיע על החלטות החברה. מ"מ ודאי שאין בעל מניות מועטות של החברה נחשב לבעלים של הממון שלה, מכיון שאין באפשרותו להשפיע על החלטות החברה, ואין בכוונתו להיעשות שותף בנכסי החברה, ואינו אלא כקונה זכות להשתתף ברווחים והפסדים שלה. [כ"כ בשו"ת אנרות משה (אה"ע ח"א סימן ז), וכן כתב הגרי"ש אלישיב זצ"ל בשו"ת קובץ תשובות (ח"ג סימן קכד), וכ"כ בספר נתיבות שלום (סימן קעג סעיף י עמוד תעו) בשמו, וכן היא דעת הגרש"ז אויערבך זצ"ל בספרו מנחת שלמה (תניינא סימן ק), וכן דעת שו"ת איש מצליח (חלק א סימן ל), וכן פסקו הג"ר עובדיה יוסף זצ"ל והילקוט יוסף (שבת ח"ב סימן שו סעיף ד ס"ק ז), וכ"כ בשו"ת קנין תורה (ח"ב סימן לג), ובשו"ת מלמד להועיל (ח"א צא)].

בנוסף לכך, ידועה דעת המנחת יצחק [ח"ג סימן א], שחילק בין מחזיק מניות שיש לו זכות הצבעה, שמציאות זו נותנת משמעות של בעלות בחברה, ובין מחזיק מניה שאין לו זכות הצבעה, שאינו נחשב כבעלים בחברה<sup>5</sup>.

אומנם כל זה היה שייך בעבר, שהיו קיימים שני סוגי מניות, כאלו שיש למחזיק בהם זכות הצבעה באסיפה הכללית של בעלי המניות, וכאלו שאין למחזיק בהם רק חלק לריווח ולהפסד, אך כיום לכל המניות יש זכות הצבעה, (באם ירשמו את המניה כנדרש), וא"כ לכאורה אפשר לומר שלדעת המנחת יצחק כל בעל מניה נחשב כבעלים בחברה. אלא שיש לומר דהא גופא מחמת שיש לכל מניה זכות הצבעה, חוזר הדבר לקדמותו, וכל שאין לקונה המניה כוח להשפיע ע"י הצבעתו, אף לשיטת המנחת יצחק אין לראות בו כבעלים, וכ"כ בספר נתיבות שלום (סימן קעג סעיף י עמוד תעו) בדעתו, וז"ל: 'וכהיום מצויים



5. ובקובץ מבית הלוי (ח"א עמוד לו, ח"ג עמוד כד, חלק יא עמוד טז, קובץ בעניני ניסן עמוד יא, קובץ בעניני יו"ד עמוד קמח, ובחלק טו עמוד פב), כתב שכן הייתה גם דעתו של הגר"ש וואזנר, אך בשבט הלוי (חלק ה סימן קעב כתב: 'וגם פשוט בעיני שחברה בע"מ שנתיסד ע"י מי שהוא יחיד או רבים והוא המשקיע כספים והרווח שייך לו או לכמה שותפים אף על פי שבחוקיהם הוא כגוף אחר כלפי הבעלים האמיתיים וממילא יוצא

שאין כאן בעלים כלל, מ"מ אין זה דעת תורה דכיון שהוא המשקיע ואם אבדו אבדו לו, ואם הרווחו הרווחו לו ובכחם של בעלי חברה למכור וליתן כאוות נפשם הם המה הבעלים. ובחלק יא (סימן סב) כתב: 'שיש להנ"ל עיקר המניות, ועי"ז הבעלות על הבנינים וחנויות', ומשמע מדבריו שרק מי שיש בידו חלק משמעותי ממניות החברה, והוא יכול להשפיע על ההחלטות שלה נחשב כבעלים.

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.

### קניית מניות ע"י קרנות נאמנות.

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.

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>7</sup>, וזאת כדי



נעשית כשליחו לגבי זה [ודמי לקני על מנת להקנות, שאע"פ שגוף הממון שלו, היות והוא נתן לאחר את הכוח למכור או להקנות אותו שלא מדעתו, נחשב אותו האחר לבעלים לגבי זכות ההקנאה, ולא הוי כשלוחו].

7. 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 להחזקת 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

6. ואף שיש לדחות את דבריהם, שהרי סוף סוף אין כונת הקונה להיחשב כבעלים, וכעיקר הטעם שכתב באג"מ 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. ועוד שלמעשה אין למשקיע בקרן כל אפשרות להשפיע על הצבעות החברה המנהלת, שהרי שאין לו אפשרות להורות למנהלי הקרן מה להצביע באספות החברה, ולא מצינו דין שליחות בשליח שאין המשלח יכול לומר לו איך לפעול בממון שלו, וא"כ אפשר לומר שאדברא בקניית מניות דרך קרנות נאמנות יש יותר צד להתיר, כיון שלמשקיע אין זכות הצבעה, והחברה המנהלת מצביעה על פי דעתה בלבד ולא ע"פ המשקיעים, וא"כ היא אינה

לוודא שהיתרם של גדולי הפוסקים אכן עומד בעינו, ומשמש כבסיס איתן להתרת רכישת מניות.

### ב. מיפוי המניות המותרים והאסורים

על אף שנתבאר שמעיקר הדין לדעת רוב הפוסקים ניתן היה לרכוש את כל המניות באשר הם, מ"מ בכדי לחוש אף לאותם הדעות שראו בכל מחזיק מניות כבעלים, ובכדי שהדברים יעשו בדרך של גלאט ולכתחילה, נעשתה עבודת מחקר מקיפה בעזרתם של כלכלנים ומומחים לשוק ההון, שבה בוצע מיפוי מלא של כל אחת מהחברות הנסחרים 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: פחורה בדברים האסורים - חברות העוסקות ביצור או מכירת נבילות וטרפות.<sup>8</sup>

לאחר שהתבררו תוצאות המיפוי נערכו שני רשימות.

א: רשימה של מניות המותרות לרכישה, שבה כלולות רק חברות שאין בהם איסורי ריבית, כיון שהן חתומות על היתר עיסקא<sup>9</sup>, ושהן אינן מחללות שבת, דהיינו שהחברה אינה עוסקת ביצור ותעשיה ומסחר בשבת<sup>10</sup>, וכן שהן אינן



יח, ובח"א סימן עב, ובח"ג סימן א), ובאג"מ (או"ח ח"ד סימן נ"ד), ובקובץ תשובות להגר"ש אלישיב (ח"ג סימן קכג), ובשו"ת ציץ אליעזר (ח"כ סימן כ), שאף לשיטות שבעלי מניות מועטות נחשבים כבעלים של מומן החברה, מ"מ מעיקר הדין אין כל איסור בהחזקת מניות מועטות של חברות המחללות שבת, אם הן אינן מחזיקות ברשותן בהמות [שאז יכול להיות בזה איסור שביתת בהמתן], מחמת שאין איסור שיעשה במומו חילול שבת, ומשום לפני עיוור אין כאן, כיוון שחילול השבת לא מתרבה ע"י רכישת המניות שלו, ומשום שכר שבת אין כאן, כיוון שהריוח בא בהבלעה, ומשום שכירות פועלים שיעשו מלאכה בשבת אין כאן, כיוון שהפועלים נשכרים ע"י ועל דעת ההנהלה, ולא ע"י בעלי המניות, ומשום איסור הנאה ממעשה שבת אין כאן, כיוון שבנעשה ע"י ישראל מותר במוצ"ש לרוב הדעות, ולכו"ע לא נאסרו דמיו. אך מ"מ כיוון שאנו רוצים להימנע מתמיכה במחללי

לחברות המנהלות יכולת השפעה, והדברים יקבעו ע"י הרבנים הגאונים שליט"א בכל חברה לגופה, אחר בדיקה מעמיקה של פילוח בעלי המניות שלה. 8. ולענין חמץ בפסח, כבר נהגו כל ישראל לכלול במכירת החמץ את המניות שברשותם, וכמו"כ החברות העוסקות ביצור ומכירת מזון מבצעות מכירת חמץ כהלכתה, וממילא אין לחוש לאיסור חמץ בפסח. 9. בחברות שאין בהן פעילות של הלוואות כלל, הותרה רכישת המניות שלהן גם אם הן אינן חתומות על היתר עיסקא, שכיוון שהן אינן לוות או מלוות, ממילא אין בהן חשש ריבית, [ולגבי חששות של ריבית העלולים להיות בפעילות השולית של החברה, עיין לקמן בהערה לגבי חברות בת ושרשור]. 10. על אף שבנוגע לאיסורי שבת, דעת גדולי הפוסקים [עיין בדברי חיים (ח"ב סימן לד), ובשו"ת מהרש"ג (ח"ב סימן פא), ובמנחת יצחק (ח"ה סימן

סותרות בדברים האסורים.

ב: רשימה של חברות האסורות לרכישה, כיוון שיש בהן את אחד מהאיסורים הנ"ל.

### חברות בת ושרשור

לאחר שהושלמה הבדיקה של כל החברות הנסחרות בבורסה, נעשתה בדיקה בנוגע לחברות הבת<sup>11</sup> והשרשור<sup>12</sup> של כ"א מהחברות המותרות, ע"מ לוודא שאין באחת מהחברות המוחזקות על ידן באופן מלא [חברות בת] או חלקי [שרשור], פעילות הכרוכה באיסור ריבית או שבת, דבר האוסר אף את קניית המניות של החברה המותרת, שנעשתה בעלים לחברה אסורה. הותרו לרכישה אך ורק חברות המותרות, אשר אין בבעלותם חברות בת או מניות של חברות המחללות שבת<sup>13</sup>, או מנפיקות אג"ח ללא היתר עסקא<sup>14</sup>.



מבחינת החוק חברת הבת היא "אישיות משפטית נפרדת", הנשלטת ע"י חברת האם.

12. מצוי שחברות הנסחרות בבורסה קונות בעצמן מניות של חברות אחרות, הדבר מצוי בעיקר בחברות החזקה, שכל הפעילות שלהן היא קניית חלקים מחברות אחרות. כך שיוצא שבעלי המניות של חברת ההחזקות, נעשים בעלים בעקיפין [בשרשור, מלשון שרשרת] בחברות שאת המניות שלהן קנתה חברת ההחזקות.

13. לענין איסורי שבת בחברות המוחזקות, כיון שכבר התבאר [בהערה 10] שמעיקר הדין אין איסור על קניית מניות של חברות המחללות שבת, ורק מצד שאין לתמוך במחללי שבת, אנו נמנעים מלקנות מניות של חברות המחללות שבת. בחברה שאינה מחללת שבת המחזיקה במניות של חברה המחללת שבת, כל שהשווי והפעילות של החברה המוחזקת הוא שולי ביחס לשוי והפעילות של החברה המותרת המחזיקה, לא נאסרה קניית המניות של החברה המותרת מחמת החזקתה בחברה המחללת שבת, כיוון שהחברה בעצמה שומרת שבת, רק שחלק מזערי מהנכסים שלה מושקעים בחברה המחללת שבת, ובכח"ג שלרווחים הבאים מחמת חילול שבת, אין כמעט השפעה על הרווחים של החברה המותרת המחזיקה, אנו מתירים לקנות את המניה שלה, כמו"כ כל צדדי ההיתר שיתבארו בהערה הבאה לגבי חברות שיש חשש לאיסור ריבית בשיעור מזערי בחברות המוחזקות על ידם, שייכים גם לגבי שבת.

14. בחברות המחזיקות בחברות אחרות המנפיקות

שבת ולהשפיע על שמירת השבת בארץ ישראל, הושקעו מאמצים מרובים לבדוק מי מהחברות מייצרת או סוחרת בשבת, או משכירה או מפעילה קניונים ומרכזי עסקים בשבת, דבר הפוגע בקדושת השבת בפרהסיא, ופורץ את חומות שמירת השבת, והמניות של חברות אלו נאסרו לרכישה, אך מניות של חברות שאינן פועלות בשבת, רק שיש בהן לעיתים שירותי אבטחה ותמיכה טכנית בשבת וכד', שחילול השבת בהם הוא בהיקף שולי, ואף אין בהן משום מעשה שבת ושכר שבת, הותרו לרכישה [ועיין לקמן בהערה 14 שיתבאר עוד צדדי היתר בזה]. כאן המקום לציין, שהדרך היחידה להשפיע על מצב שמירת השבת בא", היא רק דרך הקרנות שינוהלו לפי המתווה המוצע, שהן ימנעו מקניית מניות של חברות העוסקות בחילול שבת, ואם כל שותומ"צ לא יקנו את המניות של חברות אלו, יהיה בידינו לצמצם את חילולי השבת. משא"כ בקרנות הקונות מניות דרך תעודות סל, שלמעשה הן גורמות בעקיפין לרכישת כל המניות אף של חברות המחללת שבת בפרהסיא ופורצות את גדר שמירת השבת בא". כמו"כ אף בקניית מניות דרך אופציות אין כל אפשרות להשפיע על שמירת השבת.

11. ברוב החברות הגדולות, חלק מהפעילות הכלכלית של החברה, נעשית באמצעות חברות בת, דהיינו שהחברה מקימה חברה נוספת שהיא הבעלים של כל המניות שלה, והיא ממנה את ההנהלה ומכוננת את הפעילות שלה, הקמת חברות בת נעשית בעיקר לצורכי חשבונאות ומיסוי, אך

ההחלטות שלה, אבל לגבי החברות שבהן היא מחזיקה, לכו"ע הוא אינו נחשב לשותף בהן, מכיון שהיכולת שלו להשפיע על ההתנהלות של החברות המשורשרות היא רחוקה מאוד. ב. ע"פ דעת השואל ומשיב [מהדורה קמא חלק ג סימן לא, והסכימו עמו בשו"ת מנחת אלעזר (חלק ב סי כ"ב), ובשו"ת בית יצחק (חלק ב יו"ד ק"ס ס"ק ט"ו)], ל"ב) ובדרכי תשובה (יו"ד סי ק"ס ס"ק ט"ו)], שמדין בריה או אומרים בחברה שיש בה שותפים יהודים וגוים, שחלק האיסור נעשה בממונם של הגויים, וא"כ ה"ה בנידון דידן, מכיון שבכל חברה יש בעלי מניות גויים, לכך לענין החלק המועט [שיש להסתפק בכלל אם ישנו], אמרין שהוא נעשה בממונם של בעלי המניות הגויים. ג. ע"פ שיטתו המפורסמת של המהרש"ג (יו"ד ב סימן פא), שבמידה ועיקר פעילות החברה היא בדברים המותרים, יש לראות את הפעילות השולית בדברים האסורים כאונס כלפי מחזיק המניות, לעומת עיקר פעילות החברה כולה. ד. ע"פ שיטת המהר"ט (ח"א סימן קטז), שעיסקא שהמקבל מלווה את המעות בריבית, אין הנותן עובר על איסור ריבית, כיוון שהמקבל שהוא שותף בריוח, עביד אדעתא דנפשיה. [והובאו דבריו ברעק"א סימן קסט, וכן פסק במנחת פיתים יו"ד סימן קסט], וא"כ כיוון שמנהל הקרן מקבל דמי ניהול, א"כ הוא המלווה, והמשקיעים אינם עוברים על איסור ריבית. וכן בקניית מניות, ששכרם של מנהלי החברה נקבע על פי הצלחת החברה, א"כ הם המלוים בריבית, ולא בעלי המניות. [ועיין בקונטרס תקנת הריבית ח"ב, שכתב בשם הגר"ד לנדו שסברת המהר"ט היא מטעם שהיו כקני ע"מ להקנות, וכתב שע"פ דברי המהר"ט לכאורה אין איסור למשקיעים בקרנות, אלא שכתב שם שכיוון שמנהלי הקרן אינם נוטלים חלק מהרווחים אלא רק דמי ניהול, א"כ הם אינם נחשבים לשותפים בריוח, ואין אנו אומרים שהם נעשים המלווה. אלא שיש לדון בסברא זו, שהרי סוף סוף הם נוטלים את דמי הניהול מסך כל הנכסים, וככל שיתרבו הנכסים הם יטלו יותר דמי ניהול. ומ"מ אין סברה זו שייכת רק לגבי קרנות הלוות ומלות בריבית, אבל לגבי קניית מניות, שמנהלי החברה נוטלים את שכרם לפי הצלחת החברה, ודאי שייך ההיתר של המהר"ט]. ה. כשחשש הריבית הוא שהחברה לווה ברבית ללא היתר עיסקא, ניתן לצרף את דעת המהרש"ג והאגרות משה שאין איסור ריבית בהלוואה הזאת לחברה בע"מ.

אג"ח ללא היתר עיסקא, אנו אוסרים אף את קניית המניות של חברת האם המחזיקה, אע"פ שהיא בעצמה חתומה על היתר עיסקא, כיוון שהיא מחזיקה במניות של חברה הלווה בריבית. ורק לגבי חברות המותרות המחזיקות במניות של חברות שאינן חתומות על היתר עיסקא, כל עוד שהעיסוק המרכזי של אותם החברות אינו כרוך באיסור ריבית, כגון שגיוס ההון שלהם לא מתבצע ע"י הנפקת אג"ח, אלא עיקר הפעילות הכלכלית שלהן נעשית ע"י הנפקת מניות, או מימון בנקאי [כל הפעילות מול הבנקים היא עפ"י היתר עיסקא], שבחברות אלו אין בעיקרון חשש של איסור ריבית, ואף שיתכנו חששות שונים של איסור ריבית בפעילות צדדית ושולית של החברה, מ"מ יש להקל בכל גוני מכמה טעמים [בנוסף לדעת רוב גדולי הפוסקים שהתירו החזקת מניות מועטות גם בחברות העוברות איסורים]. א. **לגבי חברות הבת:** אף אם הן בעצמן לא חתמו על היתר עיסקא, היות שחברת האם חתמה על היתר עיסקא שנכתב בו בפירוש שהוא כולל גם את חברות הבת של החברה, דעת רוב הפוסקים שהוא תקף גם לגביהן, כיון שחברת האם היא זו שממנה את ההנהלה של חברות הבת ושולטת בה, וחברת הבת היא כחטיבה של חברת האם שהתאגדה כחברת בת רק לצרכי מיסוי, וכל הפעילות שלה מוכוונת ע"י ההנהלה של חברת האם, כך שהיא רוצה ומסכימה להיתר עיסקא שנחתם ע"י הנהלת חברת האם, ומה שלא החתימו עליו את ההנהלה של חברת הבת גם, זה רק מחמת קושי טכני, ולא מחמת שהיא אינה מסכימה להיתר עיסקא. [ואם נאמר שמכיון שע"פ החוק חברת הבת היא אישיות משפטית נפרדת, אין חברת האם יכולה לקבל בשבילה החלטות, א"כ אין חשש איסור כלל, כיוון שכל מה שיש חשש ריבית, זה מכיוון שאנו אומרים שע"פ דין תורה החברה היא לא אישיות משפטית נפרדת, אלא הממון שלה שייך לבעלי המניות, אבל אם נלך אחרי ההגדרה החוקית הרי שיש חשש איסור כלל, שהרי ממון החברה המלווה בריבית שייך לחברה בעצמה, ולא לבעלי המניות שלה. יש לציין שגם מבחינת החוק, יש משמעות להיתר עיסקא שנחתם ע"י הנהלת חברת האם]. **ולגבי חברות המחזיקות חלק מחברות אחרות [שרשו]:** דעת פוסק הדור הגר"ש אלישיב זצ"ל, שגם לשיטות שבעל מניה נחשב לשותף בנכסי החברה, זה רק לגבי החברה עצמה שאת המניות שלה הוא קנה, כיון שיש לו אפשרות להשפיע על

## תעודות סל

בקרנות שינוהלו ע"פ המתווה המוצע יאסר להחזיק בתעודות סל העוקבות אחר מדרי אג"ח, מחמת החששות שנתבארו בפרק א'.

## תנאי

ועל כולנה כתוספת הידור וכדי למנוע כל חשש של בעלות על דברים האסורים בבחינת 'משמרת למשמרת', יעשה עם החברה המנהלת תנאי מיוחד<sup>15</sup>, וז"ל '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 שבשמר זה, והמקבל (החברה) מקנה לנותן (העמיתים) חלק שווה ערך לסכום שקיבל, ע"פ שומת הבקאים 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



שבמסלול הכשר. בתנאי זה לבדו יש בכדי להיתר את החששות שפורטו לעיל, בלי צורך להזדקק לכל הצדדים להיתר שהתבארו. מחמת תנאי זה [וגם מחמת שאר הצדדים להיתר שהתבארו לעיל], אנו מתירים גם קניית מניות של בנקים וחברות החתומים על היתר עיסקא, אע"פ שלעיתים הם מחזיקים בחשבון הנוסטרו שלהם [החשבון העצמי של הבנק או החברה, שבו הוא מנהל את הכספים השייכים לבנק בעצמו בנפרד מהחשבונות של לקוחות הבנק], מעט אגרות חוב של חברות שאינן חתומות על היתר עיסקא, כיוון שאגרות חוב אלו הן שבריר מתוך נכסי הבנק, ממילא גם לגביהם אפשר לומר את התנאי ואת כל צדדי ההיתר האחרים שהתבארו. 15. שיחתם ע"י מורשי החתימה המוסמכים של החברה, כדי שיהיה לו תוקף.

ו. תנאי החלפת הנכסים, היתר מרכזי לכל החששות הנ"ל שבפעילות השולית האסורה, הוא התנאי שנעשה עם החברה המנהלת, שכל רכישה אסורה שנעשית בכספי העמיתים בקרן הכשירה, אינה בבעלות העמיתים אלא בבעלות החברה [ע"י הלוואה בהיתר עיסקא], ולגבי החשש של פעילות שולית בחברות מוחזקות שיכולה להיות בה חשש ריבית, ודאי אפשר לסמוך על תנאי זה, שהרי בודאי שיש לחברה מספיק נכסים להקנות כנגד הנכסים האסורים מחמת הפעילות השולית, ותנאי זה מועיל אף לנכסים מסוימים בתוך חברה, שהרי ניתן לרכוש מניה בשותפות, ולהתנות שחלק מהנכסים שלה יהיו שיכים לשותף אחד, והחלק האחר לחבריו, וממילא ע"י תנאי זה, אף אם יש במניה מסוימת פעילות שולית אסורה, הרי היא אינה ברשות העמיתים

או עסקים טובים אחרים שאין בהחזקתם חשש איסור, וכל תנאי העסקה יהיו כפי המפורט בשטר זה' ע"כ. ע"פ תנאי זה, כל רכישה של נכס שיש איסור בהחזקתו, תעבור בחלואה לרשות החברה בעיסקא, והוא אינו בבעלות העמיתים<sup>16</sup>.



שעות למכור את המניה שלה, או לגבי חברה החתומה על היתר עיסקא המחזיקה בחשבון הנוסטרו (החשבון שבו מתנהלים הכספים של החברה בעצמה) מעט אגרות חוב של חברות שאינן חתומות על היתר עיסקא, וכדו'], אפשר לסמוך על התנאי, כיוון שלגבי חששות אלו, ודאי שיש לחברה מספיק נכסים להקנות, וגם מותר לקחת את כל הרווחים בתור דמי התפשרות, שהרי קשה לבדוק את שעור הרווח מהחלקים שיש לגביהם חשש, ובזה ודאי שאפשר להתפשר על סכום הריח, במקום שהחברה תטרח להוכיח כמה ריוח עלה מחלקים אלו.

16. בקרן שאינה כשרה, אי אפשר לסמוך על תנאי זה, כיוון שאין לחברה המנהלת מספיק נכסים להקנות כנגד הנכסים האסורים, וגם יהיה אסור ליטול את רווחי הקרן בתור דמי התפשרות, כיון שידוע כמה הרווחו הנכסים האסורים, ורק לגבי חששות הנוגעים לחלק מזערי מהנכסים [כגון לגבי חברות המותרות שיש להם חברות בת שיתכן ויש בהן פעילות שולית שיש בה חשש ריבית (שהתבאר לעיל שמלבד מה שיש בזה עוד הרבה טעמים להקל, גם התנאי מועיל לזה), או לגבי חברה שהייתה מותרת ונאסרה, שיתכן ויקח לחברה מספר



## פרק ה. סיכום הדברים

מוצע בזה מתווה לחקמת קרנות כשרות, שיהיו באופן המהודר ביותר ללא כל חשש איסור. ובמקביל ינוהלו בצורה מקצועית, הן ע"י כך שהן ישתמשו בכל כלי ההשקעה המקובלים במסלולים הרגילים, והן ע"י כך שאחוז כספי הקרן שיוקצה לכל סוג של נכסים יהיה כמו במסלולים המקבילים, רק שבתוך כל סוג של נכסים תקנה הקרן הכשרה רק את הנכסים שאין איסור בהחזקתם כמפורט לעיל<sup>1</sup>, ועל ידי כך התשואות במסלולים אלו, צפויות להיות דומות בעז"ה לתשואות במסלולים הרגילים.

בנוסף, לקרנות אלו תהיה יכולת השפעה על מצב שמירת שבת ואיסורי ריבית בארץ ישראל. שכיוון שהן יקנו רק מניות ואג"ח של חברות שאינן מחללות שבת, החתומות על היתר עסקה. יהיה הדבר תמריץ למנהלי החברות להימנע מחילול שבת, ולחתום על היתר עסקה.

קרנות כשרות אלו הן צורך גדול לדור. שעל ידן ינצלו מאות אלפי יהודים מלהיכשל באיסור ריבית רח"ל. וגם יש בהן הצלה לממון ישראל, שלא ייווצר מצב, שכל יהודי יר"ש החוסך את כספי הפנסיה שלו במסלול כשר, יקבל כשיפרוש לפנסיה, סכום הנמוך באופן משמעותי ממי שהשתכר סכום דומה לשלו, רק השקיע את כספי הפנסיה שלו בקרן שאינה כשרה.



מקבילה למסלול הכללי. לדוגמא אם האפיק המנייתי הכללי מורכב מ 20% מניות של חברה א. 30% מניות של חברה ב. ועוד 10% במניות של שלוש חברות נוספות. וחברה א. איננה מאושרת להשקעה. יחזיק המסלול הכשר רק את המניות של ארבע החברות הנותרות, באותה התפלגות יחסית של האפיק המנייתי במסלול הרגיל.

1. לדוגמא אם קרן הפנסיה הכללית מחזיקה שליש באג"ח מדינה, שליש באג"ח קונצרני, ושליש במניות. גם הקרן הכשרה תקצה את נכסיה באותה הצורה, רק שבשליש האג"ח היא תקנה רק אג"ח של חברות החתומות על היתר עסקה. ובשליש המניות, היא תקנה רק מניות של חברות שאין חשש בהחזקת המניות שלהם. גם ההתפלגות בתוך כל אפיק השקעה, תהיה

## פרק ו'

## נספח מקצועי

## ביאור המושגים בפנסיה ובשוק ההון המובאים במאמר

## א. מושגים כלליים בפנסיה

## קרן פנסיה

**קרן** פנסיה היא תכנית לביטוח פנסיוני, המבטיחה לעובד ולעצמאי תשלום חודשי לכל ימי חייו עם פרישתו מהעבודה בהגיעו לגיל פרישה. החברות בקרן פנסיה מבוססת על תשלומים חודשיים של העובד ומעבידו<sup>1</sup> [או של העובד לבדו כאשר מדובר בעצמאי].

**קרן** פנסיה היא סוג של קופת גמל אשר ניתן למשוך ממנה את הכספים רק כקצבה חודשית. הקצבה נקבעת על פי התשואה שהשיגה הקרן, ותוחלת החיים הממוצעת בעת הפרישה. בקרן פנסיה מקיפה ישנו גם מרכיב ביטוחי [ביטוח נכות - המבטיח קצבה במקרה של נכות, וביטוח שארים - המבטיח קצבה לאלמנה או ליתומים במקרה מוות לפני גיל הפרישה].

**כספי** הקרן מנוהלים על ידי החברה המנהלת, הגובה דמי ניהול, וכן דמי ביטוח [קיימים מספר מסלולי ביטוחים בתעריפים שונים, לדוגמא מסלול המבטיח 75% מהשכר הממוצע במקרה נכות, יקר ממסלול המבטיח רק 50% מהשכר במקרה נכות]. במקרה של טעות בהערכת סיכוני הנכות והמוות, הגירעון או העודף מקוזזים עם כספי הקרן [איזון אקטוארי, יבואר להלן].

**רק** קרנות הפנסיה זכאיות לרכוש 'אג"ח מיועדות' בריבית גבוהה, המסיעות להם להשיג תשואה גבוהה יותר מקופות הגמל, שאינן זכאיות לרכוש אג"ח מיועדות [יבואר להלן].



נצברת גם בקרן הפנסיה, ושייכת לעובד גם אם לא פוטר. בפיטורים, העובד יכול לפדות חלק מהפיצויים בפטור ממס. שיעורי ההפרשה עתידיים לעלות.

1. כיום העובד מפריש 6% משכרו ויכול להעלות את ההפרשה עד 7% בפטור ממס, והמעביד מפריש 6.5% עבור הפנסיה, ו-6% עבור פיצויים [ההפרשה לפיצויים

**בעבר** היה קיימות מספר סוגי פנסיות:

**'פנסיה** תקציבית' [לעובדי מדינה בלבד עד שנת 2001] – עובדי מדינה מקבלים עם פרישתם אחוז קבוע מתוך השכר שלהם הנקבע לפי הותק ודרגת השכר שלהם, ללא קשר לתשואה שהשיגו הכספים שהפרישו לפנסיה. בנוסף עובדים הזכאים לפנסיה תקציבית מפרישים משכרם רק 2% לפנסיה, לעומת עובדים רגילים המפרישים 6% אחוז משכרם.

**'קרנות** פנסיה ותיקות' [עד שנת 1994] – קרנות שהבטיחו לחוסך קצבה קבועה עם הגיעו לגיל הפרישה [כ 1.3% מהשכר על כל שנת עבודה. המחושבים מממוצע השכר בגיל הפרישה]. בקרנות אלו הקצבה אינה קשורה לתשואה שהשיגו הכספים שהפריש העובד לפנסיה, והחברה המנפיקה היא זו שסופגת את ההפסד במקרה של תשואה נמוכה. רוב הקרנות מסוג זה נקלעו לגירעונות ולא יכלו לעמוד בהתחייבויותיהם. והם הולאמו על ידי המדינה, אשר משלימה את הגרעון.

**אך** כיום ניתן להצטרף רק לקרנות פנסיה חדשות שבהם הקצבה נקבעת רק על פי התשואה ששיגו הכספים של הקרן [המדינה מסבסדת גם קרנות אלו, באמצעות הנפקת 'אג"ח מיועדות'. אולם בסכום נמוך משמעותית מהסבסוד בקרנות הוותיקות]. בקרנות אלו הכספים הנצברים בקרן, שייכים לחוסכים, וחברת הפנסיה רק מנהלת אותם בעבורם [כשמגיע החוסך לגיל הפרישה, תיקבע הקצבה על פי כמות הכסף שהוא צבר בקרן הפנסיה. אמנם קיים בקרן הפנסיה גם מרכיב של ערבות הדדית, כך שהחוסך יקבל סכום קבוע לחודש לכל ימי חייו, אפילו אם הוא חי יותר או פחות מתוחלת החיים הממוצעת. לדוגמא אם כשפרש העובד נצבר לו בקרן הפנסיה מיליון ש"ח, ותוחלת החיים הממוצעת באותו הזמן הייתה 200 חודשים לאחר גיל הפרישה. יקבל העובד 5000 ש"ח לחודש לכל ימי חייו, בין אם הוא יחיה רק 180 חודשים ובין אם הוא יחיה 220 חודשים. כך שהעובדים שחיו פחות מסבסדים את העובדים שחיו יותר<sup>2</sup>].



במקרה שנצבר לעובד מיליון ש"ח בגיל הפרישה, יש לו אפשרות לבחור בין לקבל 5000 ש"ח לחודש לכל ימי חייו, ובמסלול זה גם הוא ימות לפני הגיל של תוחלת החיים הממוצעת, לא יקבלו יורשיו קצבה. או לקבל 4000 ש"ח לחודש וזו אם הוא

2. קיימים מספר מסלולי פרישה. בחלק מהמסלולים אם מת העובד בגיל מוקדם מתוחלת החיים הממוצעת, ימשיכו היורשים לקבל את הקצבה עד לגיל של תוחלת החיים הממוצעת, במסלולים אלו סכום הקצבה נמוך מהמסלולים האחרים [לדוגמא

**כספי** קרן הפנסיה מחולקים למספר קופות:

**קופת הפנסיה.** [שאליה מופרשים כל הכספים המופרשים על ידי העובדים].

**הקופה הביטוחית.** [שאליה מופרשים הכספים המשמשים לפיצויים במקרה נכות או מוות לפני גיל הפרישה. קופה זו מתקזזת עם קופת הפנסיה ("איזון אקטוארי")]

**קופת הפורשים.** [שאליה מועברים הכספים שצבר העובד, עם פרישתו].

**בכל** הקופות קיים מנגנון של ערבות הדדית, ויכולה להיות להן השפעה זו על זו.

### איזון אקטוארי

**השוואה** של הנכסים, לעומת ההתחייבויות של קרן הפנסיה.

**במידה** והנכסים של קרן הפנסיה עולים בערכם על התחייבויות, נוצר לקרן עודף אקטוארי. ובמידה שההתחייבויות עולות על שווי הנכסים, הקרן נמצאת בגירעון אקטוארי. גירעונות או עודפים אקטואריים נוצרים מהערכה מוטעית של הסיכונים הביטוחיים למקרי נכות או מוות לפני גיל הפרישה [ההערכות מבוססות בדרך כלל על נתונים סטטיסטיים מהעבר]. לדוגמא בקרנות פנסיה ישנו בדרך כלל ביטוח למקרה נכות. אם הקרן העריכה שעל כל 10,000 חוסכים יקרה מקרה נכות אחד בכל שנה, שלו היא צריכה לשלם מיליון ש"ח, היא גובה מכל חוסך 100 ש"ח בכל שנה כביטוח נכות. אם בסופו של דבר קרו שני מקרי נכות שעלו לקרן שני מיליון ש"ח, הרי הקרן בגירעון אקטוארי. הגירעונות והעודפים האקטואריים מקוזזים עם רוחי הקרן. לדוגמא קרן שהרוויחה 5% בשנה מסוימת, אך באותה שנה נוצר לה גירעון אקטוארי בסכום השווה לאחוז מנכסי הקרן, מקזזים אחוז זה מהרווחים, והתשואה הסופית שלה בניכוי גירעון אקטוארי היא רק 4%.

**החישובים** האקטואריים הינם מורכבים, ומושפעים במידה רבה מהחלטות הרגולטור [המפקח על הפנסיה במשרד האוצר]<sup>3</sup>. כל חברה מחזיקה



3. לדוגמא, שיעור הכספים שיועברו מתוך ההפרשות לקופת הפיצויים נקבע על ידי הרגולטור, ומעודכן מידי תקופה. לשיעור זה יש השפעה משמעותית על

ימות ימשיכו יורשיו לקבל את הקצבה עד לגיל של תוחלת החיים הממוצעת. כך שבכל המסלולים יש את המרכיב של הערבות ההדדית].

מומחים אקטואריים, שתפקידם לחשב את התחשיבים האקטואריים בצורה מדויקת.

**האיזון** האקטוארי הינו נתון חשוב בהשוואת קרנות פנסיה, שכן קרנות שיש בהם יותר אחוזי נכות [כגון קרן קטנה שהצטרפה אליה קבוצת עובדים העובדת בתחום שיש בו סיכון מוגבר לנכות. או קרן שאינה מקפידה כראוי על בדיקה רפואית של המצטרפים אליה, כדי לוודא שהם אינם סובלים מבעיות בריאותיות], נוצר בהן גירעון אקטוארי הפוגע בתשואות הקרן.

### ביטוח מנהלים

**ביטוח** מנהלים היא תכנית פנסיה המשולבת עם כיסויים ביטוחים, כגון ביטוח חיים, שארים, ואובדן כושר עבודה, אשר חלק מהסיכונים הפנסיונים והביטוחים בה מבוטחים על ידי חברת הפנסיה, בשונה מקרן פנסיה רגילה שבה כל הסיכונים מוטלים על העמיתים [ערכות הדדית].

**בביטוח** מנהלים, במקרה של נכות או מוות לפני גיל הפרישה, כספי הפיצויים משולמים על ידי החברה המנהלת. בשונה מקרן פנסיה רגילה שבה כספי הפיצויים משולמים מכספי הקרן [איזון אקטוארי].

**בנוסף**, בעבר [עד שנת 2013] היה נהוג בתוכניות אלו גם הבטחת 'מקדם הקצבה', דהיינו שחברת הביטוח התחייבה לחוסך בהגיעו לגיל הפרישה, הוא יקבל קצבה שתקבע על פי נוסחה מובטחת מראש, ולא על פי נוסחה שתקבע בהתאם לתוחלת החיים במועד הפרישה כמו בקרנות פנסיה הרגילות. [לדוגמא חוסך שצבר עד גיל הפרישה מיליון ש"ח, וכשפרש תוחלת החיים הממוצעת הייתה עוד 200 חודשים לאחר הפרישה. בקרן פנסיה רגילה הוא יקבל כ 5000 ש"ח לחודש לכל ימי חייו, ובביטוח מנהלים אם נקבע עמו מראש מקדם קצבה של 175 חודשים, הוא יקבל כ 5715 ש"ח לחודש לכל ימי חייו]. כיום אין בביטוח המנהלים את הרכיב של מקדם קצבה מובטח מראש, אבל עדיין הסיכון של התארכות תוחלת החיים, והסיכון של



כספי קרן הפיצויים שייכים לעמיתים. ואם נוצר בקרן הפנסיה עודף או חסר של כסף, היא מתקזזת ומתחלקת עם קרן הפנסיה [איזון אקטוארי].

האיזון האקטוארי של החברות [אם נקבע שיעור נמוך מידי, נוצר גירעון אקטוארי, וכן להיפך].  
4. לכל קרן פנסיה יש קרן ביטוח אשר כל עמית מפריש לה חלק מההפרשות שלו בכל חודש.

תשואות נמוכות לאחר גיל הפרישה מוטל על החברה, בשונה מקרן פנסיה רגילה, שבה סיכונים אלו מוטלים על העמיתים<sup>5</sup>.

**כמו** כן בשונה מקרן פנסיה רגילה שבה יש מספר מצומצם יחסית של כיסויים ביטוחים. בביטוח מנהלים יש גמישות בתנאי התכנית, הנקבעים בין הלקוח לחברת הביטוח בפוליסת הביטוח.

**לסיכום**, בקרן פנסיה רגילה כל הסיכונים מוטלים על החוסך, וסכום הפנסיה שיקבל החוסך יקבע על פי שלש נתונים. 1. התשואה שתשיג הקרן לאורך השנים, 2. אחוז מקרי הנכות שיקרו בקרן במהלך השנים [איזון אקטוארי], 3. תוחלת החיים הממוצעת בעת פרישתו. לעומת זאת בביטוח מנהלים, חלק מהסיכונים מבוטחים על ידי החברה, וסכום הפנסיה שמקבל החוסך נקבע רק על פי התשואות שהשיגה הקרן [ולמצטרפים כיום גם על פי תוחלת החיים בעת הפרישה].

**דמי** הניהול בביטוחי מנהלים יקרים משמעותית מקרנות הפנסיה, כיוון שאת הסיכון הביטוחי [ובעבר גם את הסיכון להתארכות תוחלת החיים], לוקחת החברה על עצמה.

## קופת גמל

**קופת** גמל היא תכנית חיסכון ארוכת טווח, הפטורה ממס רוحي הון.

**בעבר** [עד 2006] היה ניתן למשוך את הכספים מקופת הגמל בפטור ממס, כעבור 15 שנה מתחילת ההפקדה, או בגיל הפרישה. אמנם כיום ניתן למשוך את הכספים מקופת הגמל רק מגיל 60. חוסך המושך את הכסף לפני הזמן [בכספים שהופקדו לפני 2008, אם עוד לא חלפו 15 שנה מתחילת ההפקדה.



5. העמיתים. [בביטוח מנהלים בין בעבר ובין כיום, רק הסיכון בשינוי בתשואה לאחר פרישת העובד הוא על חשבון החברה. אבל הסיכון בשינוי בתשואה לפני גיל הפרישה הוא על העמיתים, כך שהסכום שאותו מחלקים בתוחלת החיים הממוצעת, הוא הסכום שצבר העמית בפועל. ורק בקרנות הפנסיה הוותיקות ובפנסיה תקציבית, יקבל העובד קצבה ללא קשר לתשואות שהשיג הכסף שהפריש].

5. כשמגיע החוסך לגיל הפרישה, מחלקים את הכסף שהוא צבר בקרן הפנסיה, פלוס התשואה העתידית המשווערת ששיג הכסף עד מות המבוטח, במספר החודשים שחוסך ממוצע חי לאחר גיל הפרישה, וסכום זה יקבל החוסך מידי חודש. אם לבסוף התארכה תוחלת החיים, או שהכסף לא השיג את התשואה המשווערת. בביטוח מנהלים החברה תספוג את ההפסד, ואילו בקרן פנסיה רגילה ההפסדים יוגלגלו על שאר

ובכספים שהופקדו לאחר 2006, אם עוד לא הגיע לגיל 60] חייב במס של 35%.

**עד** שנת 2008 היו ניתן להפקיד כספים גם ל'קופה הונית' [בגיל הפרישה אפשר לקבל את כל הסכום שהצטבר בבת אחת]. אולם החל משנת 2008, אי אפשר להפקיד לקופות הוניות אלא רק ל'קופת גמל משלמת קצבה' [ניתן למשוך את הכסף רק כקצבה חודשית, אלא אם כן יש לחוסך קצבה בגובה של חצי מהשכר הממוצע במשך [כיום כ 4500 ש"ח], שאז הוא יכול למשוך את היתרה כסכום חד פעמי]. או ל'קופת גמל שאינה משלמת קצבה [ קופה ממנה לא ניתן למשוך ישירות כספים שהופקדו בה, למעט כספים ממרכיב הפיצויים, אלא על ידי העברתם לקופת גמל משלמת לקצבה]<sup>6</sup>.

### קרן השתלמות

**סוג** מיוחד של קופת גמל, המשמשת גם כחסכון לטווח בינוני ולא רק לטווח ארוך.

**חסכון** בקרן השתלמות מקנה הטבות מס, שניתנות במקביל, ובאופן בלתי תלוי באלו של חסכון פנסיוני. נהוג שהמעביד מפקיד 7.5% מהשכר, במקביל להפקדה של 2.5% של העובד [במגזרי תעסוקה מסוימים המעביד מפריש יותר. לדוגמא לעובדי הוראה מפריש המעביד 8.5%. כספים אלו מופרשים רק לקרן ייעודית לעובדי אותו מגזר. לדוגמא 'קרן השתלמות למורות ולגננות']. הפקדת המעביד פטורה ממס [עד לגובה שכר של 15,712 ש"ח לחודש לשכיר, או 255,000 לשנה לעצמאי]. משיכת הכספים פטורה אף היא ממס רווחי הון במקרים הבאים:

**בתום** 6 שנים ממועד התשלום הראשון לאותו החשבון.

**כעבור** 3 שנים ממועד התשלום הראשון לאותו החשבון, במידה והעובד הגיע לגיל פרישה. וכעבור 3 שנים ממועד התשלום הראשון לאותו החשבון, אם הכספים ישמשו את העובד לצורך השתלמותו.



בעיקר לחוסכים שרוצים להפריש יותר משיעור ההפרשה המרבי לקרן הפנסיה בפטור ממס [ישנה גם תקרה לכמות הכספים הנוספת שניתן להפריש לקופת הגמל בפטור ממס].

6. למעשה, כיום קופת גמל היא כמו קרן פנסיה עם מספר הבדלים: אין בה מרכיבים ביטוחים, היא לא זכאית לרכוש אג"ח מיועדות, ובמקרים מסוימים ניתן למשוך חלק מהכספים שהצטברו בה בתשלום אחד בגיל הפרישה. כיום קופת גמל משמשת

**מיידית.** במידה ונפטר העובד. [על ידי המוטבים שבחר].

**דמי הניהול המרביים** בקרנות השתלמות הם 2% לשנה מסך הצבירה.

### **אג"ח מיועדות**

**אג"ח** מיועדות הם אגרות חוב ממשלתיות, הצמודות למדד המחירים לצרכן ובעלות תשואה [ריבית] מובטחת המונפקות לקרנות פנסיה.

**אג"ח** אלו מונפקות על ידי המדינה, והריבית עליהם גבוהה באופן משמעותי מאגרות חוב רגילות שמנפיקה המדינה. מטרת הנפקת אגרות חוב אלו הוא הבטחת התשואה של קרנות הפנסיה. אגרות חוב אלו אינן סחירות, וניתנות לרכישה רק על ידי קרנות הפנסיה, ולא על ידי משקיעים פרטיים.

**סדרת** אג"ח המיועדות המונפקת כיום נקראת 'ערד' והריבית עליה היא 4.86% לשנה.

### **דמי הניהול**

**המחיר** שהחוסך משלם בעבור ניהול כספי הפנסיה שלו על ידי הקרן.

**דמי הניהול** מחושבים כאחוז מהיתרה הצבורה ו/או כאחוז מההפרשות [ההפרשות הן הסכום המופרש לקרן הפנסיה, והצבירה היא סך כל הכסף שנצבר בכל השנים הקודמות בקרן הפנסיה]. מחיר זה אינו קבוע, והוא ניתן למיקוח מול הגוף המנהל. אך יש סכום מקסימום הנקבע על ידי משרד האוצר. סכום דמי הניהול המקסימליים כיום הוא, 6% מההפרשות, ו 2% מהצבירה. לוועדי עובדים, או כל קבוצת עובדים המתאגדת יחד. יש כוח רב יותר במשא ומתן מול החברות, והם מצליחים להגיע בדרך כלל לדמי ניהול זולים יותר מהממוצע.

### **ועדת בכר או רפורמת בכר**

**ועדת** בכר הוקמה בשנת 2004 בידי בנימין נתניהו שהיה אז שר האוצר, ובראשות ד"ר יוסי בכר שהיה מנכ"ל משרד האוצר. לפני הקמת הועדה, הבנקים ניהלו את רוב כספי קופות הגמל, קרנות ההשתלמות, קרנות הנאמנות ומספר קרנות פנסיה, בנוסף לניהול חשבונות עו"ש, תכניות חסכון וחשבונות נ"ע נזילים עבור הלקוחות, ולפיכך שלטו כמעט בלעדית בשוק ההון ושוק האשראי בישראל. הועדה המליצה להוציא מהבנקים את ניהול



גופי הפנסיה וקרנות הנאמנות, והם נמכרו לחברות הביטוח ובתי ההשקעות. ובכך עיצבה הועדה את שוק ההון כפי שהוא כיום. הבנקים נכנסו במקום זה לייעוץ השקעות וייעוץ פנסיוני.

## ב. מושגים כלליים בשוק ההון

### חברות בע"מ

**במהלך** מאות השנים האחרונות, נוצר בעולם סוג חדש של ישות המכונה 'חברה בערבון מוגבל'. הצורך בישות זו נוצר, מכיון שעם התפתחות המסחר הבינלאומי והמהפכה התעשייתית, נוצרו ענפי מסחר שכדי לעסוק בהם יש צורך בהשקעה גדולה, שלאדם פרטי או אפילו לשותפות של מספר אנשים, אין את היכולת לעמוד בהם [לדוגמא אדם פרטי או שותפות של מספר אנשים יכולים להקים ביחד מפעל ליצור פריטים קטנים, או לפתוח חנות. אבל אין באפשרותם להקים רשת מסילות רכבת, או נמל ימי, למיזמים גדולים מסוג זה גם אין אפשרות להקים שותפות של מספר גדול של אנשים, מכיון שניהול החברה לא יכול להיעשות על ידי כל השותפים המרובים, והוא יעשה תמיד רק על ידי מספר מועט של שותפים, כך שאנשים מפחדים להיכנס לשותפות שאין ביכולתם לפקח על פעילותה, כיון שהם יכולים לספוג הפסדים הגדולים בהרבה מהסכום שאותו הם השקיעו בחברה והסכימו לסכן]. עקב כך התפתחה בהדרגה סוג של שותפות המכונה חברה בע"מ, כך שאדם הרוצה ליזום מיזם כלכלי הדורש משאבים מרובים, יכול להקים אותו כחברה בע"מ, והחברה תגייס הון מהציבור באמצעות הנפקת מניות, שהן תעודות זכות הנותנת למחזיק בה זכויות להשתתף ברווחי ובהחלטות החברה, תמורת הכסף שהוא השקיע בה.

**מבחינת** חוקי המשפט הבינלאומי, חברה בע"מ היא אישיות משפטית נפרדת, דהיינו שכמו שאדם יכול לתבוע ולהיתבע על נזקים שהוא גרם ועל ההתחייבויות שלו, כך חברה בע"מ יכולה לתבוע ולהיתבע. ולא עוד אלא שרק החברה יכולה לתבוע ולהיתבע על הפעולות וההתחייבויות שלה, אבל לא בעלי המניות שלה, בעלי המניות יכולים להפסיד רק את הסכום שאותו הם השקיעו בחברה, אבל הם אינם אחראים להתחייבויות החברה, מעבר למה שהם שילמו עבור המניות [ערבון מוגבל]. באמצעות הקמת חברה בע"מ ניתן להקים מיזמים גדולים שיש בהם סיכוי לרווח עתידי גבוה, הכרוך בסיכון שהמיזם יכשל. עקב כך שבעלי המניות מוכנים להשקיע בה, מכיון

שהם יודעים שגם אם החברה תיכשל ולא תצליח לעמוד בהתחייבויות שלה, הם לא יפסידו מעבר לסכום שהם השקיעו בה.

**כפי** שהתבאר מבחינת חוקי המשפט הבינלאומי חברה בע"מ היא אישיות משפטית נפרדת, שרק היא הבעלים של כל נכסי והתחייבויות החברה, והיא מנוהלת רק על ידי דירקטוריון שלה, ולא על ידי הבעלים [לדוגמא גם אם אדם יקים חברה ש 100% מהמניות שלה הם בבעלותו, אם הוא ישתמש בנכסי החברה ללא הסכמת הדירקטוריון, הוא יחשב לגנב. מכיון שנכסי החברה שייכים לחברה בעצמה, ולא לבעלי המניות שלה]. מבחינת החוק בעלות על מניה היא רק זכות חוזית המעניקה למחזיק בה זכות לקבל מרווחי החברה חלק שווה לשיעור המניות שהוא מחזיק בה, ולעיתים גם זכות להשתתף במינוי הנהלת החברה, ובהחלטות העקרוניות שהיא מקבלת. [מחזיק מניה תמיד יקבל חלק ברווחים השיעור ההשקעה שלו, אך לא תמיד הוא יקבל זכות נצבעה דומה, לדוגמא אדם שברשותו 10% ממניות החברה יקבל תמיד 10% מהרווחים שלה, אך לעיתים זכויות ההצבעה שלו יהיו רק 5%, ולעיתים בכלל לא תהיה לו זכות הצבעה].

### שוק ההון

**שוק** ההון הוא השוק לניירות ערך, המתחלק לשוק המניות ושוק האג"ח. תפקידו לאפשר לחברות ולממשלה לגייס הון מהציבור, בדרך כלל לטווחים ארוכים.

**שוק** ההון כולל מערכת מורכבת של בנקים, ברוקרים ומוסדות פיננסיים אחרים [חברות ביטוח, קרנות הנאמנות, וקופות הגמל], הקשורים ביניהם באמצעות מערכות תקשורת ממוחשבות ואחרות לצורך קיום אפקטיבי ויעיל של ענייניהם העסקיים. הבורסה לניירות ערך תופסת מקום מרכזי בשוק ההון והיא למעשה טבורו של השוק, אך שוק ההון עצמו רחב היקף, וחורג הרבה מעבר לפעילותה של הבורסה. מכיוון שהעסקות בשוק הפיננסי נעשות הן בבורסה והן מחוצה לה.

**שוק** ההון מפגיש בין חברות הזקוקות למימון, לחברות אחרות או אנשים פרטיים המעוניינים להשקיע את הונם כדי לייצר ערך כלכלי. אילולא הוא היה קיים, לא היו יכולים היזמים לממש את ההזדמנויות העסקיות העומדות בפניהם ולפתח ולמכור מוצרים ושירותים חדשים, מפאת העדרו של ההון

הדרוש להקמת מפעלים פרסום וכיוצא באלה. וכן בעלי ההון שאינם רוצים או אינם יכולים להיות יזמים בעצמם, לא היו יכולים להשתמש בהונם באופן הנושא פרי.

**התווך** היעיל בין שתי קבוצות אלו, הוא מכשיר פיננסי הכרחי בכלכלה המודרנית, והוא מאפשר לחברות חדשות ולחברות קיימות לייצר ערך כלכלי ורווחה כלכלית. ולמשקיעים פרטיים להיות שותפים לרווחים מהצמיחה הכלכלית.

### הבורסה לניירות ערך

**בורסה** לניירות ערך היא גוף עסקי, [לרוב חברה בע"מ], המקיימת שוק מוסדר למסחר בניירות ערך.

**הבורסה** היא פלטפורמת מסחר בניירות ערך, כדוגמת מניות, איגרות חוב, כתבי אופציה וכדומה, המשמשת כמתווכת בין קונים ומוכרים של ניירות אלה. המסחר בבורסה מתקיים במרבית המדינות המודרניות. בכל בורסה קיים אוסף של ניירות ערך הנסחרים בה.

**גופים** אשר מעוניינים להציע את ניירותיהם באמצעותה חייבים לעמוד בכללים רגולטוריים שונים לשם כך, הן כאלה המוטלים על ידי הבורסה, והן על ידי הרשויות הממשלתיות המפקחות על המסחר בבורסה באותה המדינה. במדינות רבות קיימות מספר בורסות המתחרות זו בזו על המשקיעים ומוכרי ניירות הערך.

**במדינת** ישראל פועלת בורסה יחידה לניירות ערך, הבורסה לניירות ערך בתל אביב, המהווה מונופול על המסחר בניירות ערך בישראל, ובה רשומים למסחר ניירות ערך של כ-450 חברות עם שווי שוק של כ-860 מיליארד שקל. ברגולציה הממשלתית על בורסה זו משתתפים בין השאר רשות ניירות ערך, אגף שוק ההון במשרד האוצר והרשות להלבנת הון.

### ניירות ערך

**ניירות** ערך הם מניות, איגרות חוב, כתבי אופציה, וניירות ערך מסחריים. הם עשויים להיות מונפקים בידי תאגיד [כגון חברה, או אגודה שיתופית] או ממשלה. חלק מניירות הערך נסחרים בבורסה, שוק מוסדר ומפוקח, בו קונים ומוכרים נפגשים על מנת לבצע עסקאות בניירות ערך, סחורות, מטבע

חוץ וכדומה. כיום, מרבית העסקאות מבוצעות בבורסה, אך קיימות גם עסקאות מחוץ לבורסה המבוצעות בדרך כלל על ידי גופים מוסדיים. העסקאות מבוצעות על ידי חברי הבורסה. מחירי ניירות הערך הנסחרים בבורסה משתנים באופן רציף מדי יום בהתאם להיצע וביקוש.

**כיוון** שהמסחר בבורסה פתוח לכלל הציבור, המחירים הנקבעים לניירות הערך הנסחרים בה מושפעים מהלכי הרוח בציבור, מפרשנויות שונות הניתנות להודעות החברות הנסחרות בה, ומספקולציות המועלות בתקשורת. לדוגמה, חברות בתחום התחבורה תלויות באופן ישיר באספקת נפט, ועל כן שערי מניותיהן ינטו לרדת בתקופות בהן ישנה עלייה במחירי הנפט. בדומה לכך לרוב אירועים של חוסר יציבות מדינית או פוליטית יגרמו לתנודות כלפי מטה בשערי ניירות הערך, מאחר שסוחרים רבים יותר יחששו לאירועים אשר יזיקו לחברה ויפגעו ברווחיותה.

**גם** שיעור הריבית נחשב לגורם כלכלי משמעותי המשפיע על מחירי המניות. שיעור ריבית גבוה מהווה תחרות על כספם של המשקיעים ומכביד על רווחיות החברות, ואילו שיעור ריבית נמוך מדרבן את הכלכלה ורווחיות החברות מצד אחד ואת מצב רוח המשקיעים מצד שני.

## מניות

**מניה** היא נייר ערך המקנה חלק בבעלות בחברה, המקנה בעלות חלקית בזכויות והשליטה בחברה ובכלל זה זכות הצבעה, זכות לקבלת דיבידנד, זכויות בפירוק. לכל אחד מבעלי המניות ישנן מניה או מניות, כלומר זכויות וחובות הנוגעות לבעלות בחברה וליחסים בין בעלי המניות האחרים. חלוקת המניות בין בעלי המניות מייצגת את שיעור הבעלות של כל אחד מהם בחברה. דהיינו, מעמדו של מחזיק המניה ילך ויתחזק ככל שיש בבעלותו יותר מניות. בעלי המניות מצביעים לפי חלקם היחסי בחברה ב'אסיפה הכללית'. האסיפה הכללית קובעת את תקנון החברה, וממנה את דירקטוריון החברה ובעלי תפקידים נוספים, ובכך מתווה את כיוון ההתנהלות הכללי של החברה בשיטה המכונה ממשל תאגידי. גורם המחזיק ממניות חברה באופן שיש לו האפשרות לכוון את פעילותה מכונה 'בעל שליטה'.

**אם** השיגה החברה רווחים, הם שייכים לבעלי המניות. אשר יכולים לקבל אותם בשני אופנים [על פי החלטת הדירקטוריון]:

**'חלקת** דיבידנד' – החברה מחלקת את רווחיה או חלקם לבעלי המניות, כל אחד לפי חלקו היחסי בחברה.

**'השקעה** חוזרת' – החברה משקיעה את הרווחים בחזרה בחברה כגון על ידי רכישת ציוד או חומרי גלם חדשים, כדי לגרום לרווחים עתידיים. אם בחרה החברה להשקיע את רווחיה בחזרה, מעלה הדבר את ערך מניות החברה, כיוון שההשקעה עתידה לגרום לרווחים עתידיים, ובכך נותן ריוח למחזיקי המניות.

**חברות** מנפיקות מניות [ובכך הופכות לחברות ציבוריות הנשלטות בכולן או חלקם על ידי הציבור], כדי לגייס הון לצורך התרחבות והשקעה, בעלויות נמוכות.

### אגרות חוב

**איגרת** חוב היא נייר ערך, המהווה תעודת התחייבות לתשלום חוב. זהו מכשיר פיננסי בעזרתו לוויים גופים שונים כסף. במכירת איגרת חוב, מקבל מנפיק האיגרת סכום כסף מרוכש האיגרת מראש, ומתחייב בתמורה, לשלם לשיעורין את הסכום הנקוב [לעתים בתוספת הצמדה], וכן ריבית, במועדים עתידיים הנקובים בנייר.

**שני** הסוגים המקובלים ביותר של איגרות חוב הן איגרות המונפקות על ידי חברות גדולות [אג"ח קונצרני], ועל ידי גורמים ממשלתיים. מרבית איגרות החוב סחירות, ויכולות לעבור מספר ידיים מרגע קנייתן ועד לפדיון. המסחר באיגרות חוב עד לפירעון נעשה לרוב באמצעות בורסה. המסחר בבורסה אינו משנה את גובה הפדיון של האיגרת [קרן וריבית], ומייצג רק את הביקוש וההיצע לה במהלך חייה. הביקוש וההיצע מייצגים שילוב של סכומי הפירעון המובטחים על ידי האיגרת, הביטחון של מחזיק האג"ח ביכולת המנפיק לעמוד בהתחייבויותיו, ובמצב השוק באותה העת. [לדוגמא אם חברה הנפיקה אגרת חוב בסכום של 100 ש"ח עם 5% ריבית שנתית, ולאחר תקופה היא הנפיקה אגרת חוב נוספת עם ריבית של 10%, ערכה של אגרת החוב הראשונה יורד ל 95 ש"ח, כיוון שמי שיקנה את האיגרת עכשיו, מסכים לשלם עליהם רק אם יתנו לו את התשואה המקובלת עכשיו שהיא 10%. וכן אם החברה נקלעה לקשיים כספיים, ערך אגרות החוב שלה יורד, כיוון שיש סיכון מוגבר שהיא לא תוכל לעמוד בהתחייבויות שלה. וכן אם קיימות

אלטרנטיבות הנותנות תשואה דומה בסיכון נמוך יותר, או תשואה רבה יותר באותו הסיכון, ערך האיגרת למסחר יורד]

**בשונה** מקניית מניות של חברה, בעל איגרת חוב אינו הופך לבעל חלק בחברה, אלא למלווה שלה.

**קיימים** שלש סוגים של אגרות חוב:

**אג"ח בריבית קבועה** – אגרת חוב שסכום הריבית המשולם עליה קבוע מראש.

**אג"ח בריבית משתנה** – אגרת חוב שסכום הריבית המשולם עליה משתנה מעת לעת בהתאם למדד כל שהוא שעליו היא צמודה [בד"כ הריבית הנקבעת על ידי הבנק המרכזי באותה מדינה]

**אג"ח צמודות** – אגרות חוב שסכום הקרן שלהם צמוד למדד המחירים לצרכן כדי להגן על רוכש האיגרת מפני אינפלציה [באג"ח אלו הריבית נמוכה יותר מאשר הריבית באג"ח לא צמוד, כיוון ששם הסיכון לאינפלציה הוא על הרוכש]

### מדדי בורסה

**מדדי מניות** הינם קבוצות של מניות המקובצות על פי סיווגים שונים, המדדים נועדו כדי לתת אינדיקציה למגמת המסחר והמחירים, של המניות הכלולות במדד. [אין אפשרות לרכוש מדדים באופן ישיר, המדד הינו רק כלי למידע אודות קבוצת המניות הכלולה בו].

**בבורסה** בת"א קיימים מספר רב של מדדים לדוגמא:

**מדד ת"א 25** – עוקב אחרי 25 המניות הגדולות הנסחרות בבורסה.

**מדד ת"א 100** – עוקב אחרי 100 המניות הגדולות הנסחרות בבורסה.

**מדד הבנקים** – עוקב אחרי מניות הבנקים.

**מדד הנדל"ן** – עוקב אחרי מניות של חברות בתחום הנדל"ן.

**כמו כן** קיימים גם מדדים על אגרות חוב לדוגמא:

**מדד תל בונד 20** – עוקב אחרי אגרות החוב של 20 החברות הגדולות בבורסה.

**מדד** תל בונד צמודות – עוקב אחרי אגרות החוב הצמודות למדד הנסחרות בבורסה.

### תעודות וקרנות סל

**לעיתים** משקיע מעוניין לקנות מניות של תחום ספציפי, אך אין לו העדפה למניה ספציפית בתחום [לדוגמא, משקיע הסבור כי ערכם של חברות הנדל"ן עתיד לעלות עקב העלייה הנמשכת במחירי הדירה, אך אין לו העדפה למניה של חברת בניה ספציפית].

**למשקיע** המעוניין לקנות מניות של מדד מסוים יש שתי אפשרויות [רכישה בפועל של כל מניות המדד היא כמעט בלתי אפשרית למשקיע הפרטי. כיוון שהערך היחסי של כל חברה במדד נקבע על פי שוויה, ומשתנה כל תקופה. לדוגמא במדד ת"א 25 אין לכל חברה 4%. אלא יש חברות שהם 10% מהמדד, ויש חברות שהם רק 1% מהמדד. ובכל רבעון מעדכנים את הרכב המדד, עקב התנודות שחלו בינתיים במחירי המניות]:

**רכישת** קרן סל [ETF]. קרן המחזיקה בפועל את כל המניות הכלולות במדד. המניות שייכות למשקיעי הקרן, והחברה המנפיקה את הקרן, רק מנהלת אותה ורוכשת עבורם את המניות הכלולות במדד ומעדכנת את הרכב הנכסים על פי השינויים במדד. כמו"כ בקרנות מסוג זה, החברה המנפיקה חייבת לקנות בכספי הקרן בדיוק את אותם הנכסים המרכיבים את המדד<sup>7</sup>. הקרנות העוקבות אחרי מדדים בארה"ב הן מסוג זה, אך הן אינן נפוצות כיום בארץ.

**רכישת** תעודת סל [ETN]. תעודת סל היא סוג של אגרת חוב. הקונה את תעודת הסל מלווה לחברה המנפיקה. ובתמורה החברה מתחייבת לשלם לו כריבית את תשואת המדד. מניות המדד שקונה החברה המנפיקה שייכות לה, ולא למשקיעים. והיא רק מתחייבת לשלם להם כריבית את התשואה ששיג המדד. [החברה גם אינה חייבת לקנות את המניות הכלולות במדד שאחריה היא עוקבת. בחלק מהמדדים החברה קונה בפועל את הנכסים הכלולים במדד. אולם בחלק מהמדדים החברה אינה קונה בפועל את



7. קרנות סל נסחרות בבורסה באופן רציף, ואילו קרנות הנאמנות. וההבדל ביניהם הוא רק בצורת המסחר

נאמנות ניתנות לרכישה רק בסוף יום המסחר.

המניות, אלא מגבה את עצמה דרך רכישת אופציות או מכשירים מורכבים על המדד שאחריו היא עוקבת]. כיום תעודות הסל בארץ הן מסוג זה. אולם הרגולטור פועל לשנות את מעמדן החוקי של תעודות הסל, כך שגם בהן הנכסים שירכשו ירשמו על שם מחזיקי התעודה ולא על שם החברה המנהלת, אמנם הם עדיין לא יהיו חייבות לקנות דווקא את הנכסים המרכיבים את המדד. הרגולטור צופה שהשינוי יושלם עד 2018.

**ברוב** קרנות ותעודות הסל קיים גם מרכיב המרה [המשקיע יכול להמיר את התעודה במניות המרכיבות את המדד תמורת עמלת המרה].

**קרנות** ותעודות סל הינם נירות ערך הנסחרות בבורסה. ומחירם נקבע על פי ביקוש והיצע [בד"כ מחירם צמוד למחיר של המניות הכלולות במדד].

### **קרנות נאמנות**

**משקיע** המעוניין להשקיע את כספו, אך אין לו הבנה בשוק ההון. יכול לרכוש קרן נאמנות. נכסי הקרן שייכים למשקיעים בה, והחברה המנפיקה אותם רק מנהלת אותם בעבורם.

**קיימים** מספק רב של סוגי קרנות, לדוגמא.

**קרנות** כלליות – קרן המנוהלת על פי שיקול דעתה הבלעדי של החברה, כולל בחירת אפיקי ההשקעה.

**קרנות** על אפיקים מסוימים – קרן הקונה נכסים רק באפיק השקעה מסוים. לדוגמא קרן נאמנות מנייתית, תקנה רק מניות. [המשקיע רוצה להשקיע את כספו במניות, והוא רק רוצה שהחברה המנהלת תבחר בעבורו את המניות].

**קרנות** מנוהלות על מדדים – קרנות הקונות רק מניות מתוך מדד מוגדר מסוים [הקרן אינה קונה את כל המניות הכלולות במדד בצורה עיוורת. אלא בוחרת מתוכם את המניות שניבו לדעתה תשואה עודפת].

**קרנות** מחקות – קרנות הקונות את נכסי המדד שאחריו הם עוקבות בצורה עיוורת [הם זהות למעשה לקרנות סל. ורק אופן המסחר בהם שונה].

**קרנות** נאמנות ניתנות לרכישה בבורסה. אולם הן אינן נסחרות באופן רציף כמו קרנות ותעודות סל, אלא הן ניתנות לרכישה פעם ביום. ומחירם נקבע על ידי החברה המנהלת, על פי התנודות במחירי הנכסים שהיא מחזיקה



## אופציות

**משקיע** המחזיק בנכס מסוים ורוצה למכרו בעתיד, אך חושש שבינתיים מחירו ירד. או משקיע הרוצה לרכוש בעתיד נכס מסוים אך חושש שבינתיים מחירו יעלה, יכול לרכוש אופציות. כותב האופציה [מוכר האופציה] מתחייב למכור או לקנות את הנכס בתאריך עתידי הנקבע מראש [מועד פקיעת האופציה], ובמחיר הנקבע מראש [מחיר המימוש]. וכשיגיע מועד פקיעת האופציה, לקונה האופציה שמורה הזכות להחליט אם לממש את האופציה, או לא. [קיימות גם אופציות שבהם לרוכש האופציה יש את האפשרות לממש אותן לאורך כל התקופה עד מועד פקיעת האופציה]

## מסחר באופציות אפשרי בכמה דרכים:

1. רכישת אופציה למכירה עתידית של מניה [Long put], במחיר הקבוע מראש. [למשקיע הסבור שמחיר המניה ירד].
2. רכישת אופציה לקניה עתידית של מניה [Long call], במחיר הקבוע מראש. [למשקיע הסבור שמחיר המניה יעלה].
3. כתיבת אופציה להתחייבות למכירה עתידית של המניה [Short call], במחיר הקבוע מראש. [למשקיע הסבור שמחיר המניה ירד].
4. כתיבת אופציה להתחייבות לקניה עתידית של מניה [Short put], במחיר הקבוע מראש. [למשקיע הסבור שמחיר המניה יעלה].

**קיימים** סוגים של אופציות שבהם המימוש נעשה ברכישה בפועל של המניות בסכום הקבוע מראש. אולם ברוב האופציות הנסחרות כיום, אין אפשרות לרכוש את המניות בפועל. אלא כותב האופציה, משלם לקונה את ההפרש בין מחיר הנכס בעת כתיבת האופציה, למחירו בתאריך היעד.

**את** האופציות כותבים משקיעים המשוכנעים שהערך של הנכס לא ירד [במקרה של אופציה למכירה] או יעלה [במקרה של אופציה לקניה]. קונה האופציה משלם לכותב האופציה סכום מסוים בעבור האופציה [פרמיה]. [התשלום הוא גם אם הוא בסוף הוא לא מימש את האופציה, כגון אם בסוף המחיר של הנכס הנמכר עלה. הפרמיה הוא עבור התחייבות המוכר, למכור או לקנות את הנכס, במחיר הקבוע מראש]. מחירה של האופציה נקבע על פי שער המכירה או הקניה העתידי הנקוב בה. [לדוגמה

אם מחירה של מניה מסוימת כיום הוא 100 ש"ח, אופציה לקנות או למכור אותה בעוד חודש במחיר זה עולה כ 5% משוי המניה. אולם אופציה לקנות ב 110 ש"ח או למכור ב 90 ש"ח בעוד חודש תעלה רק אחוז מערכה, כי הסיכוי שהמחיר יעלה או ירד עד מחיר היעד נמוך בהרבה].

**המסחר** באופציות נועד במקור בעבור משקיעים המחזיקים בנכס מסוים, ורוצים להגן על עצמם מפני שינוי במחירו [לדוגמא בעל מפעל המייצר מוצרים בארץ על מנת למכור אותם בחו"ל. יקנה אופציה למכירת דולרים בעתיד במחיר הקבוע מראש. כיוון שאת התמורה עבור המוצרים הוא מקבל בדולרים, ואילו את המשכורות לעובדיו הוא משלם בשקלים. והוא מעוניין להגן על עצמו מירידת שער הדולר בין המועד שבו הוא שילם את המשכורות לעובדיו, למועד שבו הוא יקבל את התמורה למוצרים בדולרים]. אולם כיום רוב המסחר באופציות נעשה על ידי ספקולנטים שאינם מעוניינים בפועל בנכס. רק קונים או כותבים עליו אופציות, כיוון שהם משוכנעים שמחירו יעלה או ירד, והם רוצים למקסם את הרווחים שלהם [לדוגמא משקיע המשוכנע שמניה של חברה מסוימת תעלה ב 10% בחודש הקרוב, אולם יש ברשותו רק 100 ש"ח להשקעה. הוא יכול לקנות בהם את המניה, ואז הוא ירוויח אם תחזיתו תתממש 10 ש"ח, או לרכוש בהם אופציות לקנות את המניה בעוד חודש במחירה הנוכחי, וכך הוא ירוויח אם תחזיתו תתממש 200 ש"ח].

**בהשקעה** דרך אופציות מגדילים את הסיכוי לרווח באופן ניכר. אולם גם הסיכון גודל באופן משמעותי [בדוגמא הקודמת, אם בסוף תחזיתו של המשקיע לא התממשה, אלא מחירה של המניה ירד ב 10%, במקרה שהמשקיע קנה בכספו את המניה, הוא הפסיד רק 10 ש"ח. אולם אם הוא קנה בכספו אופציה הוא יפסיד את כל סכום ההשקעה].

**האופציות** נסחרות בבורסה עד הזמן הנקוב שלהם, ומחירן נקבע בהתאם לתנודות בשערי הנכסים שעליהם הן נקובות [לדוגמא אם מחיר המניה ירד, מחירה של אופציה לקנות שהונפקה בהתאם לשער הקודם ירד. כיוון שעכשיו הסיכוי לרווח של קונה האופציה קטן].

**אופציות** נסחרות על מגוון רחב של נכסים. כגון, מניות, אג"ח, מדדי מניות ואג"ח, שערי מטבע, וסחורות.

**קיימים** גם 'כתבי אופציה', שהם אופציות לרכישת מניות של חברה, המונפקות על ידי החברה עצמה. [אופציות אלו הם סוג של מניה. כיוון שהם התחייבות של החברה עצמה. בשונה מאופציות רגילות המונפקות ע"י צד שלישי, שאינו קשור לחברה].

**למשקיעים** יש אפשרות לרכוש ולכתוב מספר סוגים של אופציות יחד, כדי ליצור כלי פיננסי שיקזז את העלויות והסיכונים של כל אחת מהאופציות [לדוגמא ניתן לכתוב אופציה למכירת מניה מסוימת שמחיר המימוש שלה הוא כמחירה היום. ובמקביל לקנות אופציה לרכישת אותה מניה באותו מחיר מימוש. פעולה זו מבטיחה למשקיע את התשואה שתשיג המניה בלי להחזיק בה, ובלי העלויות של רכישת אופציה, כיוון שהכסף שמתקבל ממכירת האופציה מקזז את עלות רכישת האופציה].