ה'נגזרים' בהלכה

יבוארו בו הצדדים ההלכתיים, ושאלות חדשות, לגבי איסור ריבית, חמץ בפסח, אסמכתא, ועוד. השייכים במסחר שעוקב אחר מניות, המכונה 'נגזרים'. קרנות נאמנות, קרנות סל, קרנות מחקות, קרנות גידור, אופציות, חוזים עתידיים, חוזי הפרשים, קרנות ממונפות, והלוואות מרג'ין.

ובסופו נתייחד פרק לבאר את גדרי ההלכה במסחר בקריפטו.

יוסף שלום בן א"א ר' אהרן זצוק"ל דניאל
תשרי התשפ"ז
ירושלים תובב"א.

ניתן להשיג את הספר

ולהפנות שאלות, הערות, והארות

בדוא"ל yshd4407@gmail.com

כל הזכויות שמורות

אין להעתיק, או להפיץ,
או לעשות כל שימוש אחר
ללא רשות מהמחבר.

עימוד ועיצוב:

קשת
עימוד ועיצוב

050-412-452-4
Kesetgraf@gmail.com

הסכמה מהגאון הגדול ר׳ מרדכי אשכנזי שליט״א

Kolel Shearim Hametsuyanim
headed by Harav Hagaon
R' Mordechai Ashkenazi shlit"a

שערים המצוינים בהלכה
בית מדרש גבוה להוראה

בית מדרש גבוה
להוראה בראשות
הרה״ג מרדכי אשכנזי שליט״א

כולל אברכים
Kollel Avrechim

מכון להכשרת רבנים
Rabbinical Training Institute

מכון להוצאת ספרי הלכה
Institute for Publishing Halachic Works

בית כנסת
Synagogue

קמחא דפסחא
Kimcha dePis'cha

חלוקת בגדי לחגים
Distribution of Clothing on Holidays

חלוקת סלי מזון לאברכים
Distribution of Food Baskets to Students

תמיכה ועזרה לנזקקים
Support and help for those in need

בא לפני אחד מתלמידי המיוחדים מאד, מבחירי בית מדרשנו "**שערים המצוינים בהלכה**", הרה״ג **יוסף שלום דניאל** שליט״א ובידו חיבור "הנגזרים בהלכה" העוסק בבירור מקיף של אופני השקעה שונים הנהוגים בשוק ההון בדורנו והצדדים ההלכתיים הקשורים בהם.

הריני להעיד קבל עם ועדה קדושה, שהרב המחבר שליט״א הינו ת״ח מופלג בתורה, חד השכל והרעיון, ישר לבב, ובעל דעה וכשרון לדמות מילתא למילתא באורח נכון, והעולה על כולם היא יראתו הקודמת לחכמתו, וכבר שנים שהוא עוסק בהלכות רבית בכלל, וכן בנושאי ההשקעות בשוק ההון בפרט ואתמחי גברא. ספר זה כבר יצא כמהדורת ביקורת ועלה על שולחן חכמים שהעירו את הערותיהם החשובות ועל ידי כך גם אתמחי קמיע.

חשוב להאיר, לעיתים בעולם המודרני מאד קשה להבחין בין "דין לדין" בהלכות ריבית משום שהעולם המודרני איננו עוסק בהגדרות מהותיות בהבנה מי הוא באמת בעל הממון מי באמת הוא המלוה ומי הוא הלוה, עולמנו עוסק רק בכללי התנהלות טכניים מי אחראי במקרה כזה ומי במשנהו, בניגוד להלכה שנקבעת כפי המהות ולא כפי ההתנהלות הטכנית, משום כך פעמים יש שעל פי ההלכה ישנם נידונים הבאים לפנינו שהם כמין "אנדרוגינוס" בעלי סימנים סותרים לגבי זהות הבעלים האמיתית החשובה מאד לצורך קביעת ההלכה, משום כך נדרשים אנו לדעת עמוקה ויצוין שלעיתים מקום יש ליותר מצד אחד של חשיבה.

אין ספק שחיבור זה ברכה לעולם התורה הוא, המעיין בו יחזה מישרים את עומק העיון וההשקעה ומידת האמת העולה על כולנה של כבוד הרב המחבר בהצגה כנה של בעיות נידונות בפי הפוסקים והצעת הכרעתן כפי דעתו הישרה.

מכל לבי אברך את ידי״נ המופלא כבוד הרב המחבר שליט״א שיזכה ויפוצו מעיינותיו חוצה יגדיל תורה ויאדירה מתוך נחת ושמחה ושלוה הוא וב״ב ועליו יאמר "מצדיקי הרבים ככוכבי השמים לעולם ועד".

החותם מעומקא דליבא ובאהבת עולם

מרדכי אשכנזי

הסכמה מראב"ד ביתר הגאון הגדול ר' צבי ברוורמן שליט"א

הרב צבי ברוורמן
ראב"ד ביתר עילית
אב"ד 'האמת והשלום' ו'נתיבות חיים'
ראש כולל ובית הוראה 'שערי מישור'
רח' אבינדב 3 ירושלים ת"ז

תאריך ח' תמוז תשפ"ו

בס"ד

הסכמה

שמחתי לראות את הספר הנפלא **"הנגזרים בהלכה"** פרי עטו של **הרה"ג ר' יוסף שלום דניאל שליט"א**, מו"צ בירושלים עיה"ק, העוסק בדינים החמורים של ריבית, אסמכתא וכשרות, הנוגעים בהשקעות במניות וכדו', ומקיף נושאים רבים באופן בהיר ובשפה ברורה, ובלולים בו בירורים וחידושים נפלאים.

והנה הרה"ג הנ"ל, כבר פקיע שמיה בגדלותו בתורה, שהוא שקוע כולו באהלה של תורה מימות נעוריו, ולילות כימים לא פסק פומיה מגירסא, והכל ביראת שמים טהורה, ובעבודת ה' באופן מופלג בהצנע לכת, עד כי קנה חלקו בהרבה מקצועות התורה ובספרי רבותינו, בעמקות גדולה בסברא ישרה ובהבנה ברורה, ובעז"ה תהיה תועלת רבה בספר זה לעוסקים בעניינים אלו.

והנני בזה לברך את מעכ"ת הרב המחבר, שיהא ה' בעזרו, להרבות תורה והוראה בישראל, וחפץ ה' בידו יצלח, להוסיף חיילים לתורה ולתעודה, בהרבצת תורה בחיבוריו היקרים, ברוב השקט ושלווה, ברכה והצלחה.

הכו"ח לכבוד התורה ועוסקיה באהבה

צבי ברוורמן

הרב צבי ברוורמן
ראב"ד ביתר עילית
אב"ד 'האמת והשלום' 'נתיבות חיים' ירושלים
ראש כולל ובית הוראה 'שערי מישור' ירושלים

מכתב ברכה מהגאון הגדול ר' אליהו ציון סופר זצוק"ל

ראש ישיבת "קול אליהו - רכסים"

[ניתנה למהדורה הראשונה של הספר].

ישיבת רכסים
ראש הישיבה
הגאון הרב אליהו ציון סופר שליט"א

בעזה"ו

טבת תשע"ז

מכתב ברכה

בא לפני אחד מבחירי בוגרי ישיבתנו, עדיו לגאון ולתפארת, ותוחתו אומנותו, הרה"ג יוסף שלום דניאל הי"ו, ובידו גליונות מחיבורו, ובו ליקוטים בענייני קופות גמל וקרנות פנסיה ועל חשבות הריבית שבהם, וניכר בהם עמלו ויגיעתו בתורה, והנני מכירו בהיותו בכותלי הישיבה שעולו שנים רבות בתורה ונתגדל מאוד, וחזקה שהוציא מתחת ידו דבר מתוקן.

ואין לי אלא לברכו שיתעלה עוד בתורה ויראת שמים, ויפוצו מעינותיו חוצה, בעוד חיבורי תורה לתועלת עם ישראל

הכותב והחותם לכבוד
התורה ועמלי-ה
אליהו ציון סופר

ישיבת רכסים | ת.ד. 57148 י-ם מיקוד 9157002 | טל' משרד: 02-5715242
טל': 0527159556 | פקס: 1532-5328490 | yeshivat.rekhasim@gmail.com

This publication is released
in honor of my dear friend,

Mr. Marshall Aronow

In loving memory of his father,

Joseph Aronow z"l.

We lack the words to sufficiently thank him for his continuous dedication and immense efforts on behalf of Torah and its students.

We pray that he merits great success in all his undertakings, derives boundless pride and joy from all his children, and is blessed with good health, long and pleasant years, and the fulfilling of all his heart's desires for good.

We are especially grateful to Marshall's son-in-law Mr. Mousa Saad for his friendship.

Your friend

R. Mordechai Ashkenazi

הֵיטִיבָה ה׳ לַטּוֹבִים וְלִישָׁרִים בְּלִבּוֹתָם

על הברכה יעמדו ידידיי היקרים

ראשי ארגון ׳בנקל׳

הר"ר נתן חדיד שליט"א

הר"ר יהודה בייפוס שליט"א

העמלים בכל כוחם לזכות את הרבים ולהיטיב עמם,

שלא על מנת לקבל פרס,

וכל מעשיהם בהצנע לכת.

היו לי לעזר רב בבירור פרטי המציאות בשוק ההון,

ובליבון יסודי של אופני המסחר הנידונים בספר זה,

מפי אנשי המקצוע שבתחום.

ומתוך עמלנו המשותף זכיתי להיווכח מקרוב

בגודל מסירותם וביושר לבבם.

תודה מיוחדת שמורה להם

על השתדלותם הברוכה והבלתי נלאית

מול ועדות הכנסת, רשות ניירות ערך ומנהלי חברות הביטוח השונות.

בזכותם הוכנסו תיקונים חשובים בשלל תחומים אלו,

ועוד ידם נטויה להוסיף כהנה וכהנה.

יברכם ה׳ בכל מעשה ידיהם,

ויתברכו ממקור הברכות בכל מילי דמיטב.

אמן.

תוכן ענינים

הקדמה ..... א

מבוא ..... ג

פרק א ◆ רכישת מניות ..... ז

המכשלות הנפוצות - ח \ מחלוקת הפוסקים לגבי רכישת מניות. - יא \ חברה בע"מ - יא \ שותפות במניות - יז

פרק ב · התר עיסקא. ..... כג

יסודות ההתר עיסקא. - כג \ א. הבטחת הקרן - כד \ ב. הבטחת הרווח [הריבית] - כד \ סכום ההתפשרות - כה \ התר עיסקא כללי או פרטי - כז \ להקל זה תשלום מכח התנאי שהוא שותף "בכל עסקיו הטובים" - כז \ שימושים נפוצים כיום בהתר עיסקא - כט \ הצעת תקנה כהידור - לא

פרק ג · אגרות חוב. ..... לה

הנפקות אג"ח עם התר עיסקא - לו \ רכישת אג"ח יד שניה - לז

פרק ד · מכירה בחסר - שורט ..... מג

כיצד מוגדרת הלוואת מניות - מד \ האם יועיל לעשות בזה התר עיסקא - מו \ האם יש חשש להחזיק את המניות לזמן קצר עד שהוא מוכר אותם - מז

הקדמה לפרק ה · מדדי בורסה ..... נא

קרנות סל - הקדמה - נב \ המוצרים הקיימים - נב \ ביאור המושג - נב \ תעודת סל - למול קרן סל - נד \ סוגי הקרנות - נד

פרק ה · קרנות סל - הנידון ההלכתי ..... נו

פרק א - האם כל המניות שנרכשו והופקדו אצל הנאמן הם בבעלות המשקיעים - נו \ גדרי הבעלות בקרנות הסל - ס \ פרק ב - ביטול מקח מכיון שהמשקיע יכול למכור בחזרה את מרכיבי המדד לחברה - סג \ האם המקח חל עם אפשרות לביטול, או שלא חל כלל - סה \ אם המקח בטל, מדוע הוא רק "צד אחד" ברבית - סז \ מה החילוק בין נידו"ד לבין עשיית אמנה בדמים - סט \ להלכה ע \ החילוק בין "התר עיסקא" ושותפות, למקח עם תנאי שהמוכר יקננו שוב - ע \ בנידון דידן - עב \ פרק ג - האם יש למשקיעים בעלות עקיפה על המניות מכח הפקדון של ההתר עיסקא - עד \ פרק ד - סיכום העולה מן הדברים, והכרעת הדין - עז \ פרק ה - קרן החלף כשרה - עח \ לסיכום - עח

הקדמה לפרק ו · אופציות. ..... פג

פרק ו · רכישת אופציות ..... פז

פרק א - מקורות - פח \ פרק ב - מח' הראשונים בהגדרת אסמכתא - צב \ שיטת הרמב"ם - צב \ החילוק בין יש ערבון תחת ידו להיכא דאין ערבון תחת ידו - צה \ ישוב הקושיות - צו \ סיכום שיטת הרמב"ם: - צז \ שיטת רש"י, תוס', הרמב"ן, ועוד ראשונים - צז \ ביאור הגמ' בב"מ עג: - צח \ שיטת הרשב"א והחינוך - צט \ שיטת ר"ת - ק \ לסיכום - ק \ להלכה - קא

\ העולה לדינא - קא \ פרק ג - האם נידון זה דומה לפסיקה - קב \ פרק ד - אסמכתא באופן שעשו קנין בבי"ד - קה \ להלכה - קו \ פרק ה - סיטומתא באסמכתא - קז \ פרק ו - אסמכתא לגבי ביטוח, ואם יש חילוק בין זה לנד"ד - קט \ פרק ז - החילוק בין מימוש האופציה, לבין מסחר בה - קטז \ פרק ח - סיכום העולה מן הדברים - קיז \ מסקנת הדברים - קיז \ בשולי הדברים - קיח

הקדמה לפרק ז · חוזים עתידיים. ..... קכא

פרק ז · חוזים עתידיים ..... קכו

האם התחייבות של חוזה עתידי נידונית כאסמכתא - קכו \ האם קניית חוזה עתידי נידונית כהלוואה בריבית - קכז \ דין מה שעיזי חולבות [סד.], לעומת פרדיסא [עג.] - קכח \ הכרעת ההלכה - קלא \ ובנידון דידן - קלא \ משתכר באיסורי הנאה - קלד \ לסיכום: קלו \ רוצה בקיומו של החמץ - קלו \ מקור הדין - קלו \ ראיה מדין חוכרי מבשלות השכר - קמ \ ובנידון דידן - קמב \ הערת שער הציון - קמג

חוזה הפרשים..... קמד

הכותבים - קמה \ מטרת הכתיבה - קמה \ העברת הרווחים ותשלומי הריבית - קמה \ אין הגבלת זמן - קמו

הנידונים בחוזי הפרשים. ..... קמז

האם יש בהתחייבות זו משום אסמכתא - קמז \ להתיר מצד הנחת ביטחונות - קמט \ להתיר מכח סיטומתא - קמט \ האם התשלום היומי של הריבית, מוגדר כהקדמת מעות כדי לקבל את הרווחים בהמשך - קנ

פרק ח · הקרנות הכשרות..... קנה

קרן סינתטית שמחקה מדדי חו"ל - קנז \ חוזים עתידיים - קנז \ חוזה החלף - סוואפ [swap] - קנח \ ההפרשים - קנח \ דרישות גופי הכשרות ע"מ להכשיר את המסחר בקרנות הנ"ל - קנט \ קרנות העוקבות אחרי מדדים ישראליים [שילוב של אופציות קול ופוט, ורכישת אג"ח ממשלתי] - קנט \ קרן החלף כשרה - קס \ קרנות סינתטיות שעוקבות אחרי מדדי חו"ל - קסא \ חוזים עתידיים - קסא \ רכישת אגחי"ם ומק"מ כדי להשלים את עלות החוזה - קסא

הקדמה לפרק ט · מינוף, קרנות ממונפות ..... קסה

פרק ט · מינוף וקרנות ממונפות בהלכה ..... קסז

מינוף אצל הברוקר - קסז \ פריעת חלק ההפסד של הברוקר מהקרן במקרים מסוימים - קסז \ להקל לשלם לברוקר הפסדים מכח התנאי שהוא שותף "בכל עסקיו הטובים" - קסט \ למסקנה - קע \ קרן סל ממונפות - קע \ היחס בין המשקיע לחברה המנפיקה את הקרן - קעא \ מסקנת הדברים - קעא

הקדמה לפרק י · שוק הקריפטו..... קעה

היסטוריה - קעה \ מהות המטבע והשימוש בו - קעה \ שווי - קעו \ אחזקה - קעז

פרק י · מטבעות דיגיטליים בהלכה..... קעח

א. שימוש בארנק דיגיטלי - קעח \ ביטקוין - קעח \ מטבעות נוספים - קעט \ הנידון לגבי שטרי כסף מנייר - קפ \ בנוגע למטבעות הקריפטו - קפב \ ב. חברות המציעות שרותי ארנק וירטואלי - קפה \ הנידון - קפו \ הצדדים - קפו \ הנראה לדינא - קפז \ מינוף - קפח \ מינוף בשוק הקריפטו - קפח \ ג. קרנות סל מחקות ביטקוין - קצ \ קרן פיזית - קצ \ קרן סינתטית - קצא \ מסקנה - קצב \ נהלי הכשרות בפיקוח על הקרנות - קצג

הקדמה

"חבלים נפלו לי בנעימים אף נחלת שפרה עלי: אברך את ה' אשר יעצני, אף לילות יסרוני כליותי" [תהילים טז, ו – ז].

ביראה וברגשי קודש אני מגיש את פרי עמלי, ליבון מציאות המסחר בשוק ההון מתוך עומק הסוגיות בדברי רבותינו, עד לבירור ההלכה, לפני עמלי התורה החפצים לדעת את ה'.

ברוך ה' אשר לא עזב חסדו ואמיתו מאיתי, ומשחר נעורי נטע אותי בחצרותיו, והנחה אותי בדרך אמת - לדבוק בו ובתורתו, לשמש את החכמים ולהתאבק בעפר רגליהם, לקדש את ערכי הנצח, ולבוז לערכי החומר החולף.

כאן המקום להודות לבית ועד לחכמים, בית המדרש "**שערים מצוינים**" בראשות מורי ורבי הגאון הגדול רבי **מרדכי אשכנזי** שליט"א, מחבר הספרים "אשמרה שבת" וספר "אשמרה חוקיך" ועוד, אשר יסודות הדברים הכתובים כאן נתבררו ונתלבנו בין כתליו.

תקצר היריעה מלהודות למו"ר ראש הכולל שליט"א שהולך לפני בני החבורה כעמוד ענן וכעמוד אש, לקנות קנייני אמת בידיעת התורה וההלכה. הוא סלל בפני את הדרך לרדת לעומק נבכי הסוגיות, לדמות מילתא למילתא, ולמסור את הנפש להבין את האמת הגנוזה בתוך דברי חז"ל הקדושים. גם בדברים שהוא לא הוזכר כאן, ולא הספקתי לדון עמו, רוחו הגדולה חופפת עליהם. יזכהו השי"ת להפיץ את אור תורתו ברבים, ולקדש את שמו מתוך נחת ושמחה כל הימים.

ברכת תודה מיוחדת חולקים לעצמם בני החבורה המופלאים, אשר עמל תורתם המופלא, ביקוש האמת, ולהט שקידתם, היו לי לרוח משיבת נפש, ונתנו לי עוז ותעצומות להכנס לנבכי ההלכה, ולהעמיד גדרים ברורים בסוגיות ושאלות כבדות משקל אלו.

ברכת יישר כח לידידי היקרים שהיו לי לעזר רב בבירור הסוגיות לאשורם, ידידי היקר הרב **עובדיה בוטבול** שליט"א שהיה לי לאוזן קשבת במשך שנים רבות, ודן עימי בעומק עיונו ושכלו הזך כמעט בכל הדיונים העולים בספרי זה, הרב **משה חיים קיאלי** שליט"א שהאיר את עיני בדברים רבים וסברות נפלאות, ברכת יישר כח מיוחדת לידידי ברוך הכשרון הרב **איתמר אזולאי** שליט"א שעבר איתי בסבלנות רבה על חלקים נכבדים בספר והעיר את הערותיו הנפלאות, ובחן בסכינא חריפא את מרבית הסברות שנתלבנו כאן. יפוצו מעיינותיהם חוצה, ותהי משכורתם שלימה מאת ה', ותשרה שכינה תדיר בכל מעשה ידיהם.

יישר כח לראשי ארגון '**בנקל**', אשר פועלים גדולות ונצורות למען הכלל, והיו לי לעזר רב בבירור פרטים רבים במציאות שוק ההון, ובפרטי המסחר הנהוגים כיום, אשר מהווים אבן יסוד בספר. תהי משכורתם שלמה מאת ה' ותשרה השכינה תמיד בכל מעשה ידיהם.

נר זכרון למו"ר הגאון המופלא ר' **רפאל אליהו ציון סופר** זצוק"ל ראש ישיבת **"קול אליהו - רכסים"**, שהיתה לי הזכות להסתופף בצילו בימי נעורי, ולשאוב מרוחו הגדולה. הוא בקע לי חרך צר, דרכו יכולתי להתבונן באהבת התורה והחכמה שיקדה בליבו. את המהדורה הראשונה לספרי זה זכיתי עוד להגיש לו בחייו, והיתה לי הזכות לדון עימו בחלק מהשאלות הנידונות כאן. תהי נשמתו צרורה בצרור החיים.

נר זכרון לאאמו"ר הגאון ר' **אהרן** זצוק"ל שנסתלק בפתאומיות במוצאי שבת קודש כ' כסליו התשפ"א, והיה לי לדוגמא חיה לשקידה על דלתי התורה ללא הרף, ולסמל השתיקה והענווה. תהי נשמתו צרורה בצרור החיים, אמן. תודה מיוחדת לאימי מורתי מרת **שמחה רבקה** תבדלחט"א שגידלה אותי באהבה, בכל כוחה יחד עם אבי זצ"ל, ונטעה בי אהבת תורה ויראת שמים, בזכותם הגעתי לאן שהגעתי. יה"ר שתאריך ימים בבריאות ובשמחה, ויזכה אותה ה' לרוב נחת מכל יוצאי חלציה אמן.

נר זכרון למו"ח הגאון ר' **נחום אברהם** זצוק"ל, אשר התהלך לפני ה', והיה עמל בתורה בכל כוחו. על חלק מיסודות הדברים שנתבררו כאן, זכיתי לדון עמו בהרחבה, והיתה לי הזכות ללמוד איתו עניינים ונושאים רבים. נתבקש לישיבה של מעלה בליל שבת קודש א' אדר התשפ"א, תהא נשמתו צרורה בצרור החיים. ברכת יישר כח לחמותי מרת **בת - ציון אברהם** תבדלחט"א, שעומדת לימיננו תמיד, באהבה, ובשמחה. תהי משכורתה שלימה מאת ה', ותזכה להאריך ימים בבריאות איתנה מתוך שמחה, ותזכה לרוב נחת מכל יוצאי חלציה, אמן.

ברכה מיוחדת חולקת לעצמה נו"ב היקרה מרת **מרים מוריה**, מנשים באהל תבורך, אשר בזכות אצילות רוחה, מסירותה, וענוותה, אני זוכה לשקוד על דלתי התורה תמיד, ולבקש את ה' יום יום, בכל עת ובכל מצב היא מקדישה את כל מרצה וכוחה להסיר ממני כל טרדה ודאגה, יזכה אותנו ה' לרוות רוב נחת דקדושה מבנינו ובנותינו היקרים והאהובים, לראותם צועדים בדרך ה', ולקדש את ה' מתוך נחת ושמחה, אמן. בכלל ברכתה יתברכו בנותי הגדולות, שהולכות בדרכי אימם הצדקת, ומתנדבות בכל עת לסייע ולעזור ולהסיר ממני כל טרדה, גם בזמנים קשים ביותר. יה"ר שיזכו כולם להקים בתים של תורה, ולהנשא לת"ח אמיתיים ויראי חטא, אמן.

יהי רצון מלפניך, ה' אלוקי ואלוקי אבותי, שתאיר את עיני במאור תורתך, ולא יארע דבר תקלה על ידי, ולא אכשל בדבר הלכה וישמחו בי חברי, לא אומר על טהור טמא ולא על טמא טהור, לא על אסור מותר, ולא על מותר אסור, ולא יכשלו חברי בדבר הלכה ואשמח בהם, כי ה' יתן חכמה מפיו דעת ותבונה, גל עיני ואביטה נפלאות מתורתך, אמן.

מבוא

השאלות ההלכתיות הקיימות בשוק ההון הינם רבות ומגוונות, הכרוכות באיסורי תורה החמורים ביותר.

שלא כמקובל לחשוב שהם נוגעות רק לבעלי עסקים גדולים, הם נוגעות לכל אדם. משום שעבור כל אדם מתבצע מסחר בשוק ההון, בין בידיעתו בין שלא בידיעתו.

דא עקא שהמורכבות הגדולה שיש במציאות זו, גורמת לכך שלא רבים הת"ח המבינים את מציאות המסחר במערכת סבוכה זו לאשורה, נקודה נוספת הגורמת לקושי בהבנת המערכת היא המונחים הזרים שמשתמשים בשפה שאינה מובנת לכלל, ורבים תוהים מסביב למה ההשקעות סובבות, מי הוא המלווה ומי הוא הלווה, ומהיכן מגיעים הרווחים. וכך נוצר מצב שאין ההלכה בעניינים חמורים אלו מחוורת לכלל. בחיבורי זה השתדלתי לבאר את המושגים ומציאות המסחר בשפה קלה וברורה, שתהיה ברורה גם ליושבי בית המדרש שלא הורגלו בשפתם של באי שוק ההון.

[באופן כללי, בנושא זה בפרט, מומלץ לאמץ את מאמר החכם מכל האדם, "דבש מצאת אכול דייך, פן תשבענו והקאתו". טבעו של אדם, שקשה לו לקלוט בבת אחת כמות גדולה של מושגים שהיא זרה לו. מי שמרגיש שהשפה מכבידה עליו ומקשה עליו את הקליטה, שלא יתייאש ויחליט שמושגים אלו אינם בעבורו, והם "מחוץ לתחום" בשבילו, מומלץ להניח למוח זמן מה לעכל את המושגים החדשים, ולאחר זמן ישוב ויקרא אותם שנית, ושלישית, ועם הזמן הוא יראה שדברים שבפעם הראשונה היו נדמים לו כשפת חרטומי מצרים מתבהרים מאליהם ומתלבנים היטב].

חלקו הראשון של חיבורי עוסק מסביב המסחר במניות, או אג"ח. מושגים אלו הם אכן פשוטים יותר, ופחות או יותר הם די הוברר בכלל בתי המדרשות, כמו גם הצדדים לאיסור או להתר נודעים, וכבר נתפרסמו ההכרעות בהם לאיסור או להתר מרבותינו בדור הקודם נ"ע. בנושאים אלו השתדלתי לקצר ככל האפשר. הבאתי את הנידון בהם רק משום שהם הבסיס לדון בו בהתפתחויות החדשות שהתרחשו בשלושים השנים האחרונות.

חלקו העיקרי של חיבורי עוסק בשוק הנגזרים - אשר על שמם נקרא הספר - ובהם הנידון חדש והצדדים מעורפלים, ולא נודעו דיים, הן ביחס לנידון של אסמכתא באופציות וחוזים עתידיים שלא דנו בו כלל, והן ביחס לקרנות הסל שהפולמוס סביבם בין גופי הכשרות בתחום הפיננסים לוט בערפל רב, ובפרט לאחר העמקת השאלה לאחר תיקון 28 בחוק קופות הגמל, שישנם מהפוסקים שחששו בזה לאיסור, וצדדי המתירים לא נתבארו דיים. במהדורה זו נוספו

הנידונים בעצם הגדרת החוזים העתידיים, בדין רוצה בקיומו לגבי חמץ בפסח, דיון על חוזי הפרשים, מעמדם של המינופים הנהוגים בשוק ההון, בהתייחסות גם לקרנות ממונפות, וגם על התחום החדש שפרץ לאחרונה לשוק ההון – מטבעות דיגיטליים. בנידונים אלו השתדלתי להרחיב ולהעמיד את הצדדים באר היטב על תילם, לגלות את דבר ה' היוצא מתוך עומק הסוגיות ומתרחב ומתפרש על כל פרט ומציאות שתתחדש בכל דור ודור. ונושאים אלו נוגעים גם לכל אחד ואחד, משום שהעיסוק במרבית הקרנות הכשרות נעשה במכשירים אלו, ואשר על כן חשוב מאוד שכל אחד ידע היטב על מה הוא סומך להקל או להחמיר, ובאלו עסקים מושקעים נכסיו.

בשונה ממערכת הכשרות במזון, שם הדרישה הבסיסית של כל גופי הכשרות מהחברות המייצרות היא זהה פחות או יותר, וכל בד"ץ מוסיף איזו דרישה כלשהי, הידור נוסף, וכדו', הרי שבפיקוח על הפיננסים לכל מערכת כשרות ישנם גדרים שונים לחלוטין שעליהם הם מקפידים, ומה שמותר לכתחילה במערכת כשרות אחת, אצל רעותה הוא איסור תורה, ולכן חשוב שכל מי שעוסק בתחום ידע מהו הקו המנחה של כל מערכת כשרות, על אילו דברים היא מקפידה, ומה התר אצלם. משום כך הוספתי פרק נוסף שיעסוק בכללים השונים של מערכות הכשרות בתחום הפיננסים.

ברכת יישר כח לגאון ר' אברהם לבקוביץ' מבד"ץ תשואה כהלכה, שהואיל לעבור על הדברים שהובאו בספר בשם תשואה כהלכה, ואישר את הדברים.

מה שהובא בספרי בשם "ועד ההלכה – גלאט הון" הוא מה ששמעתי בשיעורים מפי הגאונים, ר' נועם פל, ר' יעקב לנדו, ור' שמואל יוסף לוין, בהזדמנויות שונות, וממה שהובא בספריו של הגאון ר' יעקב לנדו "תקנת הרבית". כמו כן מה שהובא בשם העדה החרדית הוא כפי מה ששמעתי בשיעור מפי הגרש"ז קרליבך, וממה שמופיע בפרסומים שונים בשמם. כתבתי את יסוד הדברים כפי הבנתי, ואקווה שלא שגיתי בהצגת השיטה.

חיבורי זה לא נועד להיות ספר עממי על מושגי שוק ההון, ספרים כאלו יש למכביר באוניברסיטאות, וישנם גם קורסים רבים שנועדו לתת מידע מדויק יותר ממנו. יתרה מכך, מרבית המושגים ואסטרטגיות המסחר, הושמטו ממנו במתכוין, הבאתי בחיבורי רק את הנקודות הנוגעות למשפטי התורה הכרוכים בהם.

יה"ר שיהיה אלוקי בעזרי, לברר את רצונו, להעמיד דין אמת לאמיתו, ולעבדו תמיד בלבב שלם, אמן.

Erie Railway Company
Süddeutsche Bremsen-Aktiengesellschaft
M. 1000
Aktie
über
EINTAUSEND MARK
DEUTSCHER REICHSWAHRUNG
Bayerische Motoren-Werke Aktiengesellschaft
COMMON STOCK
OF THE STATE OF DELAWARE
HOUND CORPORATION
SPECIMEN
SPECIMEN

פרק א

מניות

פרק א

רכישת מניות

הפוסקים נחלקו לגבי רכישת מניות, האם היא נחשבת כשותפות במפעל לכל דבר וענין, או שהיא רק כשותפות לענין רווחים בחברה אך אין זו בעלות אמיתית.

שאלה זו נידונית משני צדדים: א. מצד עצם היכולת של בעלי המניות בניהול החברה. ב. במקרים שבהם יש שותפים קטנים בחברות גדולות דרך המניות, האם ניתן להגדיר אותם כשותפים ובעלים לכל דבר וענין, או שהם רק מוטבים לקבל רווחים, אך אין להם גדרי בעלים כלל.

ההשלכה מכך

הנ"מ בין שני צדדים אלו גדולה לאין שיעור, שכן כיום בהרבה מן החברות מתבצעים איסורים רבים, אם נאמר כי כל מי שמחזיק במניות הינו בעלים אמיתי, הרי שהוא שותף מלא בכל האיסורים הנעשים בחברה ויש לו חלק בהם, אך אם נאמר שזו שותפות לענין רווחים בלבד הרי שאין זו בעלות אמיתית ומותר לו להיות שותף בה.

חשוב להדגיש כי שאלה זו נוגעת לכל אדם. גם אם הוא לא משקיע ישירות במניות ואין לו חשבון להשקעות, הוא משקיע בהם באמצעות קרן הפנסיה שלו או של אשתו, קרן השתלמות, קופת חיסכון לכל ילד, וכו', וכפי שנפרט.

כל אדם עובד צריך להפריש מידי חודש בחודשו סכום מסוים, ובמקביל המעביד שלו מפריש עבורו סכום גדול יותר, הסכומים מצטברים בחשבון השייך לו אצל אחת מחברות הביטוח המנהלות את קרנות הפנסיה, והחברות המנהלות את החשבון שלו משקיעות את הכספים במניות וכדו' כדי שעם הגיעו לגיל פרישה הוא יוכל לקבל את משכורת מחשבון זה ללא דאגה.

על עיקרון זה ישנם המפרישים סכום מסוים למה שמכונה קרנות השתלמות, ולאחר מס' שנים הם יכולים למשוך את ההשקעה. גם שם הכספים נסחרים בשוק ההון, ולאחר מס' שנים בעת משיכת ההשקעה הם מקבלים את הקרן בתוספת הרווח.

ניתן ליצור גם קופה לעת פרישה, שגם היא מתנהלת באותה צורה, קופה זו מכונה קופת גמל.

מוצר נוסף שחדר לשוק בשנים האחרונות הוא קופת גמל להשקעה, גם שם אדם מפקיד כסף, החברות משקיעות את כספו, והוא יכול למשוך משם את כספו בכל זמן שירצה, רק שבמסלול כזה הוא צריך לשלם 25% מס על הרווח הריאלי [כלומר, הרווח שנשאר לו לאחר שננכה את ירידת ערך המטבע (אינפלציה) מהרווח].

בשנים האחרונות המדינה מפקידה לכל ילד סכום של 57 ₪ מידי חודש [הסכום עולה מידי פעם, לפי עליית מדד יוקר המחיה], הכספים שם מתנהלים באותה צורה, וכאשר הילד מגיע לגיל 18 או 21 הוא יכול למשוך את הקרן שהופקדה עבורו בתוספת הרווח.

הכספים הנמצאים בחשבונות הללו, מוגדרים ככספי הלקוח לכל דבר וענין, וממילא גם מה שנרכש עבורו שייך לו, הן לפי החוק, וגם לפי דין תורה. מציאות זו מצריכה פיקוח על הקרנות שכל הנכסים שהם יקנו יהיו מותרים לפי הדין, ולא יהיה בהם חשש איסור.

המכשלות הנפוצות הם רבות.

הנידון המרכזי הוא הלוואה בריבית. אם למשל קנו בכספי החוסכים אגרות חוב [אג"ח הינה הלוואה ברבית קצוצה] יש הלוואה ברבית בין כל החוסכים לבין החברה המנפיקה את האג"ח, וצריך לוודא שכל אג"ח הנקנה יש לו התר עיסקא [לא לכל החברות במשק יש היתר עיסקא, חלקם מתנגדות לכך באופן עקרוני, חלקם מבחינה משפטית, וחלקם מסיבות אנטי דתיות, אם כי בשנים האחרונות חל שיפור בענין, מאחר ויש התעוררות גדולה בקרב שומרי התורה והמצוות בחשיבות כשרות ההשקעות, חברות רבות מוכנות לחתום על התר עיסקא, כדי שהמשקיעים שמעוניינים בהשקעות כשרות יוכלו לרכוש את האגחי"ם שלהם], וגם כשיש להם התר עיסקא, עדיין יש מקום לדון האם די בהתר עיסקא כללי, או שצריך התר עיסקא פרטי לכל אג"ח, כפי שיבואר בהמשך דברינו.

נידון חמור נוסף שעומד על הפרק הינו החזקת חמץ בפסח, וכפי שנדון בהמשך.

השאלות הנוספות שמתעוררים בכל רכישת מניות פחותות בחומרתם מזו, אך גם בהם הנידון קיים.

כיון שבכל רכישה של מניות נוצרת שותפות של כל הרוכש במפעלים שבהם הוא קנה מניות, ובמידה ויש פעולות אסורות במפעלים הנ"ל הרי שהוא שותף בכל הפעולות האסורות הנ"ל. לדוגמא, חילולי שבת, או מכירת מאכלות אסורות גם בא"י, או מלאכות האסורות בשביעית, שותפות ברשתות המוכרות בגדי פריצות, שותפות בהכשלת הרבים כגון בקניית מניות של גוגל ופייסבוק, ועוד מכשלות רבות שתקצר היריעה מלפרטם.

מצב זה הצריך פיקוח והכשר על קרנות הפנסיה.

על היווצרות מצב זה בשנים האחרונות, ומה השתנה משנים עברו שבהם לא היה צורך בפיקוח על מוצרים אלו, פירטנו בהרחבה בהערה[א].

א. ע"מ להבין את הרקע אקדים בקצרה ככל הניתן את הנודע.

במהלך השנים התשנ"ה – התשס"ה בוצעו שינויים מקיפים ביותר באופי החיסכון בקרנות הפנסיה, ההשתלמות, ובקופות הגמל.

מראשית הקמת ההסתדרות, ובהמשך עם ביסוסה לגוף המרכזי של העובדים בימי קום המדינה, היו אנשים מפרישים סכום מסוים ממשכורתם, כדי לקבל קצבה חודשית עם הגיעם לגיל פרישה.

בימים ההם ניהול הכספים נעשה בצורה חובבנית, עם כשלים רבים, וללא פיקוח ממשלתי מתאים - כפי הנהוג היום באמצעות הרשות לניירות ערך, וגופים נוספים האחראים על החברות המנהלות את חסכונות המבוטחים - שהכספים ינוהלו בצורה הוגנת וראויה. כמו כן ההתחייבויות לקצבה בגיל זקנה ניתנו בצורה לא ריאלית כ"כ, שכן החישובים לתשלומים בגיל הפרישה הסתמכו על תוחלת חיים לא עדכנית של גיל 50 - 60 שנה, כמו"כ מתן ההתחייבות לתשלומים בגיל פרישה התבססו מתוך הסתמכות על הממשלה שתשלים את הפערים במקרי גרעונות, או לחילופין הצלחה להביא רווח גדול בשוק ההון [ניהול כושל זה נולד ככל הנראה מתפיסת עולם סוציאליסטית - קומוניסטית, מבית היוצר של מפא"י וההסתדרות דאז].

במשך השנים הלכו המומחים והתריעו על כשל מהדהד וקריסה גדולה של הגופים האחראים על התשלומים של החוסכים בגיל פרישה, והממשלות - כמו ההסתדרות שהיתה אחראית על תשלומי הפנסיה - די התעלמו מהבעיה ההולכת וגדלה. לקראת שנת התש"ן [1990 למניינם] אירע מה שמכונה "משבר קרנות הפנסיה", כאשר הגרעונות בקרנות הפנסיה גדלו מעל למאה מיליארד ₪, מה שאילץ את הממשלה להתערב, ולמנות מס' ועדות שיגישו המלצות לבדיקת הבטחת תשלומי הפנסיה לעובדים.

במקביל היתה בעיה נוספת עם הרגולציה על שוק ההון ויעוץ ההשקעות, אין כאן המקום להאריך בפירוט הבעיות, אך נאמר כי נוצר מצב כי הבנקים שלטו שליטה מלאה על שוק ההון והיעוץ שלהם היה יעוץ מוטה לטובת הבנקים ולרעת הלקוחות, כך שנוצר מצב של ניהול לא תקין ולא הוגן של שוק ההון, וכתוצאה מכך נוצר מה שמכונה "משבר הבנקים" בשנת התשמ"ז [1987 למניינם], ומצבים אלו אילצו את הממשלה להתערב בתמונה ולהביא לניהול יותר תקין ובריא הן של שוק ההון והן של קרנות הפנסיה.

כאמור כבר בשנת התשמ"ז מינתה הממשלה ועדה לענין, ולאחר מכן הופסקה פעילות הועדה [עם עלות ממשלת רבין לשלטון], אך בהמשך מינתה הממשלה ועדות נוספות לענין כאשר המפורסמת מביניהם הינה ועדת בייסקי, אשר התוותה את עיקר המתווה המקובל כיום.

עד אז היה מקובל כי הגופים החוסכים [כלומר הבנקים או חברות הביטוח] היו מקבלים מהחוסכים הפרשות כספיות מידי חודש בחודשו, והם היו מתחייבים לתת להם רווח קצוב בסוף התקופה,

---

או קצבת פרישה בעת זקנה וכדו'. אם היה רווח גדול יותר, הגופים החוסכים היו מקבלים אותו, כמו"כ גם אם היו הפסדים הגופים הנ"ל היו סופגים אותם, והחוסכים היו מקבלים את הרווח שהובטח להם, או את הקצבה שהובטחה להם בגיל פרישה, מה שכמובן הביא לגרעונות הולכים וגדלים של הקופות המנהלות את חסכונות הציבור.

התיקונים לא נעשו באחת, אלא בשלבים שונים, וגם האסטרטגיה לתיקונים התפתחה אט אט במשך אותם שנים.

בשלב הראשון בשנת התשנ"ה [1995 למניינם] נעשו צעדים ראשונים בתחום, כאשר לא ניתנה אפשרות להצטרף יותר לקרנות הפנסיה מסוג זה, המכונות קרנות הפנסיה הותיקות. והמצטרפים החדשים הצטרפו לקרנות פנסיה חדשות, המכונות "הקרנות החדשות".

בשלב השני בשנת התשס"ג [2003 למניינם] נחסמה בפני החברים בקרנות הפנסיה הותיקות אפשרות המעבר מקרן לקרן, והקרנות הגרעוניות הישנות הועברו לניהול מיוחד.

למרות כל הצעדים שנעשו בענין, עדיין לא נמצא פיתרון לניגוד העניינים של הגופים המנהלים את קרנות הפנסיה וההשתלמות, וכן של הגופים הפועלים בשוק ההון, לבין היעוץ שלהם למשקיעים הפרטיים, מה ש'תקע' את התקדמות המתווה שהציעה ועדת בייסקי.

השלב השלישי המכריע [לענייננו, מבחינה הלכתית] החל בשנת התשס"ד [2004 למניינם] כאשר שר האוצר דאז, מר בנימין נתניהו, מינה ועדה להשלמת התהליך הנ"ל. בראש הועדה עמד ד"ר יוסי בכר, והם המליצו על שינוי כללי במשק, וחלק מן ההמלצה היה שינוי אופי החיסכון. על ידי כך היה ניתן להחיל את המתווה של ועדת בייסקי.

לפי המלצת הועדה החיסכון יעבור לבעלות החוסכים לכל דבר וענין, במידה ויהיו הפסדים, ההפסד יהיה לחוסכים, וכשיש רווח כל הרווח שייך לחוסכים, ואילו חברות הביטוח אסור להם ליטול חלק ברווח כלל [כדי למנוע ניגוד עניינים או שיקולים לא רציונליים בבחירת ההשקעות], והגופים המנהלים יקבלו דמי ניהול בלבד. דמי ניהול אלו הם קבועים ואינם משתנים, והם מקבלים אותם בין אם החוסכים ירוויחו או יפסידו.

שר האוצר דאז קיבל את המלצות ועדת בכר, ובשנת התשס"ה [2005 למניינם] עבר חוק קופות הגמל, אשר שינה לחלוטין את מבנה קרנות הפנסיה, ההשתלמות, וקופות הגמל.

ההשלכות שהיו לכך מבחינת הלכה היו גדולות מאוד.

עד אז היה חיסכון בגדר הלוואה ברבית קצוצה בין החוסכים לבין הגוף המנהל [הבנקים או חברות הביטוח], והפיתרון לכך היה היתר עיסקא בין הגוף המנהל את החיסכון לבין החוסכים.

אך מהזמן שהחיסכון מוגדר בבעלות החוסכים, וכל הרווחים או ההפסדים שייכים להם, ואילו החברה המנהלת היא בגדר שליח בלבד, נמצא שכל ההשקעות גם הם בבעלות החוסכים בשווה, וממילא כל השאלות והבעיות שמפורטות למעלה, מתייחסות לחוסכים. מצב זה הצריך פיקוח והכשר על קרנות הפנסיה.

מחלוקת הפוסקים לגבי רכישת מניות.

הפוסקים נחלקו לגבי רכישת מניות האם יש בהם שותפות מוחלטת במניה או שאין כאן שותפות גמורה וזו רק שותפות לענין רווחים.

נידון זה מתחלק לשניים:

א. האם בעל השליטה במניות הוא אכן בעלים על החברה, או שכל חברה שהיא מוגדרת כחברה בע"מ אין החברה כלל בשליטתו ובניהולו.

ב. בהנחה ובנידון הקודם נכריע שאכן בעל השליטה הוא בעלים על החברה, האם השותפים הזוטרים הרוכשים מניות למטרת רווח בלבד, האם גם הם בעלים על החברה או לא.

נשתדל לפרט את הדברים בקצרה. הרוצה לעיין בדברים בהרחבה משרשיהם, יעויין בנספח לס' אשמרה חוקיך שהובא שם הנידון לגבי חברה בע"מ בטוט"ד, ובקובץ ישורון כרך כא לגבי הנידון האם השותפים הזוטרים הם אכן מוגדרים כבעלים לגבי כל ההשלכות הכרוכות בזה. בחיבורי זה אביא רק הרקע לנידון ואת דעות הפוסקים בקצרה, מכיון שדברים אלו דשו בהם רבים, והצדדים מפורסמים, ואין ענייני בחיבור זה להאריך בדברים המפורסמים.

חברה בע"מ.

תאגיד שיתופי הינו מושג די קדום. ככל הנראה כבר לפני כשבע מאות וחמישים שנה הוא היה קיים בשבדיה ובארצות סקנדינביה. יש תיעוד של מסמכים משפטיים של מכירה חוזרת של חלק מחברה שיתופית, ויש למכירה תוקף בחותמו של מלך שבדיה, הבישוף של וסטרוס, ועוד כמה נכבדים[ב]. עם הזמן הדבר התפשט יותר ויותר בשאר מדינות אירופה ומדינות העולם. לפני כ 220 שנה נחקק בצרפת של נפוליון לראשונה חוק החברות, אולם חקיקה מפורטת יותר נעשתה בצרפת שבדיה ובריטניה בין השנים תקצ"ט - תרי"ח כדי להסדיר את מעמד החברה כאחריות מוגבלת ואת הערבות שבעל החברה צריך לתת להתחייבויות החברה.

הגם שחוק החברות בבריטניה ובשבדיה הגביל את הערבות האישית של בעלי החברה לחובות שנוצרו מהפעילות של החברה, וגם נקבע בחוק כי החברה הינה אישיות משפטית נפרדת שאין לה קשר לבעלי המניות, ובעלי המניות רק מוטבים לקבל את רווחי החברה, בעולם הדבר לא נתפס כך, וגם להלכה ולמעשה האחריות האישית של בעלי המניות לממון החברה נותר כמעט במלואו, למעט דברים בסיסיים שהיו פוטרים אותם מהם, האחריות האישית נותרה במלואה, ואף אחד לא

ב. ראה מסמך מצורף בסוף הפרק.

חשב שלשון החוק תתפרש כפשוטה - שהחברה הינה ישות עצמאית, ובעלי החברה אינם נושאים באחריות כלל לחובות שלה.

רק לפני כ 128 שנה, בשנת התרנ"ח, חל שינוי משמעותי בתפיסה של העולם במשמעות הערבון המוגבל, ולשון החוק החלה להתפרש כפי מה שמקובל בימינו.

שורש השינוי נעוץ במשפט אנגלי מפורסם המכונה "משפט סלומון"[ג], המשפט התנהל על חברה בבעלות יהודי בבריטניה בשם אהרן סלומון, שהיה בבעלותו מפעל לייצור נעליים, מר סלומון בשלב מסוים הפך את המפעל שבבעלותו לחברה בע"מ, והוא העריך את שווייה פי שניים משווייה האמיתי, וחצי משווייה החברה נזקף במלווה והוא עצמו היה המלווה של החברה על סכום זה[ד], לאחר זמן מסוים המפעל שקע בחובות והופעל כנגדו הליך הוצאה לפועל. להפתעת הנושים מר סלומון טען כי הוא הנושה הראשון של החברה, ועליו ליטול ראשון את החוב שהחברה חייבת לו. הנושים זעמו על טענה זו, וטענו כי החברה היא מר סלומון בעצמו, וא"א לומר שמר סלומון חייב לעצמו ולכן הוא פטור מלשלם לאחרים, בנוסף לכך הם טענו כי הוא הגזים בהערכת שוויה של החברה, ולמעשה החברה אינה חייבת לו כלום.

כונס הנכסים התעלם מטענתו של מר סלומון, כמצופה, ומר סלומון הגיש תביעה בבית המשפט, כפי הנראה התקיימו מספר דיונים בבית המשפט ע"י השופט רולנד ווהן ווילאמס (Sir Roland Vaughan Williams), כאשר לבסוף השופט קבע כי הנושים צודקים ועל מר סלומון להשיב את חובותיו לנושים, ובוודאי שאין לו כל קדימות מאשר לנושים האחרים על החברה.

מר סלומון הגיש ערעור על הפסיקה, והפעם ישבו בהרכב זה שלושה שופטים, בראש ההרכב ישב הלורד נתנאל לינדלי (Lord Nathaniel Lindley), ולצידו ישבו, הלורד הנרי לופס (Lord Henry Lopes), והלורד אדוארד אבנעזר קיי (Lord Edward Ebenezer Kay). גם בערעור זה מר סלומון הפסיד, ושלושת השופטים קיבלו את טענת הנושים שאין להפריד בין החברה למר סלומון, וחייבו את מר סלומון לפרוע את כל חובותיה של החברה לנושים.

ג. A Salomon & Salomon Co. Ltd (1897) P.C. 22, פסק הדין ניתן ב 16/11/1896 למניינם.

ד. מהלך כזה כיום עלול לעורר טענות קשות של הברחת נכסים, תרמית, והפרת חובות נושאי משרה. מי שיחשד במהלך כזה יש סבירות גבוהה שתופעל כנגדו הלכת "הרמת מסך", כאשר במצב כזה בית המשפט מורה על ביטול הערבות המוגבלת, ורואים את בעל החברה כבעלים מוחלט על החברה, וכל נכסיו אחראיים להתחייבויות של החברה.

מר סלומון הגיש על כך ערעור בבית הלורדים (House of Lords) שהיא היתה גם הערכאה העליונה ביותר בבריטניה [עד לפני 17 שנה]. בהרכב ישבו ששה שופטים: בראש ההרכב ישב הרוזן הרדינג סטנלי ג'יפורד, המכונה לורד הולסברי [Lord Halsbury L.C] שהוא היה גם יו"ר בית הלורדים [לורד צ'נסלור, בתקופה ההיא], לצידו ישבו, הלורד ווילאם ווטסון [Lord William Watson], הלורד פאראר הרשל [Lord Farrer Herschell], הלורד אדוארד מקנוטן [Lord Edward Macnaghten], הלורד מייקל מוריס [Lord Michael Morris], והלורד הוראס דייבי [Lord Horace Davey].

דווקא בבית הלורדים, למרבה הפלא, ששת השופטים קיבלו פה אחד את טענתו של מר סלומון, ומתחו ביקורת קשה על ההרכבים הקודמים להם שחייבו את מר סלומון ושללו ממנו את הזכות שעומדת לו מכח חוק החברות. הם טענו כי אכן החברה איננה מר סלומון, ועליה להשיב את חובותיה בראש ובראשונה למר סלומון. התפרסמה במיוחד אמירתו של השופט, הלורד אדוארד מקנוטן: "The company is at law a different person altogether from the subscribers to the memorandum...", ובתרגום חופשי "החברה היא על פי החוק אישיות שונה לחלוטין מהחתומים על תקנונה...".

פסק זה עורר בשעתו סערה ציבורית ומשפטית גדולה, אולם עם השנים התקבל פירוש זה ברוב המדינות בעולם, והוא הפך לתופעה משפטית נפוצה ביותר. כאשר מסביבו תוקנו מס' תיקונים בחוק כדי להתאים את החוק למציאות כיום בעולם.

וכך התקבעה המציאות כי לפי מרבית חוקי החברות ברוב המדינות, חברה בע"מ הינה ישות משפטית שאינה שייכת לאיש, גם לא לבעלי המניות, בעלי המניות יש להם רק את הזכות לקבל את רווחי החברה כאשר החברה תחליט על חלוקת הרווח. כמו כן אין להם זכות לנהל את עסקי החברה, הניהול מתבצע דרך דירקטוריון נבחר שהוא מקבל את ההחלטות כיצד לנהל את החברה, כמובן שבפועל בעלי המניות הם אלו שמושכים בחוטים והם ממנים את רוב הדירקטוריון, והחברה מתנהלת כרצונם פחות או יותר, עם הגבלות מסוימות. לפי החוק אין קשר בין הנכסים האחרים של בעלי המניות לבין נכסי החברה עצמה, במידה והחברה פושטת את הרגל הפרעון יתבצע רק מנכסי החברה עצמה ולא מנכסים אחרים של בעלי המניות.

עם השנים נוצר מצב שבעלי חברות רבים ניצלו את המורכבות המשפטית של הערבון המוגבל, וביצעו הערמות רבות והתחייבויות לא תקינות, בהסתמך על הערבון המוגבל. כדי למנוע מצב כזה, תוקן בחוק החברות התיקון המכונה "הרמת מסך", שהוא מורה במקרים בהם יש חשד כי בעל החברה מבריח נכסים שהיו אמורים

להיות משועבדים לחובות החברה, בית המשפט מורה על "הרמת מסך ההתאגדות", כלומר מסירים את המסך המשפטי החוצץ בין בעל החברה לבין החברה עצמה, ורואים את בעל החברה כאחראי ישיר לכל נכסי החברה וכל נכסיו משועבדים לקיום התחייבויות החברה.

ככל שחוק החברות ופירושו המחודש התקבלו ביותר ויותר מדינות בעולם, וכיום מרבית החברות בעולם מתנהלות על פיו, דנו הפוסקים האם אכן אנו מקבלים לדינא את קביעתו של החוק שהחברה איננה שייכת לבעלי המניות והיא אישיות ממונית בפני עצמה, או שאין מציאות הלכתית כזו להוציא את הנכסים מבעלותו מחד, ולהשאירם משועבדים לו מאידך, ולהחליט מה יעשה בעניינם, ולקבל את כל הרווחים מהם, ולומר שהנכס אינו בבעלותו, אלא זו בעלות לכל דבר ורק שיש לבעל החברה שעבוד נכסים מוגבל על התחייבויות החברה, המוגבל רק לנכסים מסוימים.

הצדדים.

א. החברה עצמה מוגדרת כבעלים [אישיות משפטית].

תחום הניהול והתפעול של כל חברה, מתחלק בין בעלי המניות לבין המנכ"ל ומועצת המנהלים [הדירקטוריון]. בעלי המניות, תחום קבלת ההחלטות שלהם מוגבל בעיקר לניהול החברה בתחום ניהול ההון [הנפקת המניות] וגיוסי ההון פורעון החובות כדחיית התשלומים וכדו', וכן המינויים בחברה כגון מינוי המנכ"ל ומועצת המנהלים, שכר צוות הניהול, וחלוקת בונוסים, אלו הם תחומי הניהול שנמצאים בסמכות בעלי המניות. ומידי תקופה יש כינוס של בעלי המניות לקבל החלטות בעניינים אלו.

לעומת זאת הניהול השוטף של החברה, ואפילו ההחלטה על חלוקת הרווחים אינה בתחום בעלי המניות, אלא היא בתחום הניהול של המנכ"ל ומועצת המנהלים. לבעלי המניות יש השפעה על המנכ"ל והדירקטוריון משום שהמינוי של המנכ"ל וכן של שני שליש מהדיקטוריון תלוי בהחלטת בעלי המניות, אך למרות זאת השפעתם עליהם עקיפה מאוד, והיא יותר לחץ צדדי מאשר יכולת החלטה וניהול. ואכן במקרים רבים מתפרסם על חוסר שביעות רצון מובהק של בעלי המניות מתפקודם של צוות הניהול, ולמרות זאת אין בכוחם לאלץ אותם להתנהל בצורה שונה.

מהר"י הלוי איטינגא, וכן הצפנת פענח, ובקובץ יד שאול בשם הגר"ש וינגרטן, הגדירו זאת מכח מצב זה, שאכן הגדרת החוק תקפה, ואנו מקבלים את ההגדרה שאין החברה בבעלות בעלי המניות היות ויכולת הניהול המרכזית הופקעה מהם, כי עיקר הבעלות מתבטאת ביכולת ניהול וקבלת החלטות, וכאן, היות ויכולת

הניהול המרכזית הופקעה מהם, הרי שאין החברה בבעלותם, וכך נקט הגאון ר' אשר ווייס שליט"א בספרו מנחת אשר ח"א סימנים קה קו.

ואם כן אנו מגדירים כי הבעלים של החברה הוא החברה עצמה. וכפי הגדרת החוק, יש כאן אישיות משפטית שהיא הבעלים על עצמה, והגם שאין היא אדם מסוים, אין זה חיסרון. כשם שמצינו ממון ששייך לציבור מסוים ואינו שייך לאדם מסוים, כממון השבט, או ממון של עולי בבל, שהוא שייך לציבור, ולא כשותפים, אלא הוא ממון המיועד לציבור, ואינו בבעלות מישהו מסויים, כמבואר בגמ' בפסחים מו. דממון השבט אינו מחויב בביעור חמץ, משום שהוא שייך לשבט הכהונה, אבל הוא אינו בבעלות כהנים מסוימים. ואותו הגדר קיים גם כאן. ממון זה שייך בשייכות כללית לכל בעלי המניות, אבל אין הם בעלים עליו, אלא הם מוטבים לקבל ממנו רווחים, כפי שממון השבט אינו שייך לכהן מסוים אלא כל כהן וכהן יכול לקבל ממנו את התרומה. וה"ה כאן, הממון נמצא בבעלות החברה, והם מוטבים לקבל ממנו הטבות. וע"כ אין הממון באחריותם לענין איסור והתר, כשם שממון השבט אינו מחויב בביעור חמץ, ה"ה כאן אין ממון זה נמצא בבעלותם לאסור עליהם שיתבצעו בו איסורים, אלא הגוף שמחזיק בבעלות על הממון אינו מחויב במצוות. אך מ"מ אין התר בצד זה להתיר לגזול אותו, שכן יש לגוף זה בעלות לכל דבר, ואין התר לגזלו, כפי שאין התר לגזול את ממון השבט.

ב. הסכמת רוב הפוסקים שהחברה היא בבעלות בעלי המניות, והם קיבלו על עצמם הגבלה בניהול החברה.

הסכמת רוב הפוסקים [הגר"מ פיינשטיין באגרו"מ (יו"ד ח"ב סימן סג), והמנחת יצחק (ח"ג סי' א) הגר"י בלוי בס' ברית יהודה (פ"ב הכ"ד ובהערה שם) וכן מתבאר בד' הגרש"ז (מנח"ש סי' כח) וכן מטו בשם הגרי"ש אלישיב, וכן דעת יבדלחט"א הגר"מ שטרנבוך שליט"א בס' מועדים וזמנים (ח"ג סי' רסט)] היא שהחברה נותרת בבעלות בעלי המניות, והגם שהם קיבלו על עצמם כל מיני הגבלות בניהול החברה, אין זה מכריח לומר שהבעלות על הממון יוצאת מהם, אלא היות והם מעוניינים לקבל את ההטבות שהחוק מעניק לחברה בע"מ, הם נענים לדרישת החוק, וחורגים מכוחם, ומקבלים עליהם למסור חלק מהניהול של החברה ליד מועצת ניהול מקצועית. אך הממון נשאר בבעלותם, ויש כאן מעין "נדר" שהם מודיעים לציבור שהם לא יעסקו בניהול השוטף של החברה, ואין זה מגרע בבעלותם.

אמנם גם לפי צד זה הגדרת חובות החברה היא מורכבת למדי, ונזקקת לעזרה מדינים אחרים, בעיקר ביחס החובות של החברה לאחרים, כפי שנפרט להלן.

כפי שהזכרנו, החוק פוטר את בעלי המניות מאחריות אישית לחובות החברה, ונכסיהם אינם משועבדים לחובות של החברה, וכל מה שמשועבד

לנושים ובעלי החוב, הוא הנכסים שנמצאים בחברה עצמה. וכיון שכן עלינו לתת את הדעת לב' נקודות:

א. הגם שבכל החובות הרגילים שנעשו ע"י הסכמת שני הצדדים, הצד שחייבים לו הסכים שהחוב יהיה כפי מנהג המדינה, דהיינו שהחוב לא יכלול שעבוד כלפי נכסי המלווה האישיים, אלא כלפי הנכסים שנמצאים בבעלות החברה בלבד.

אמנם לגבי חובות שנוצרו ללא הסכמת הצד השני, דהיינו נזיקין. הניזק לא הסכים שיזיקוהו כלל, ובוודאי שהוא לא יהיה מוכן לוותר על החוב שלו כלפי בעל החברה, ולהגביל את השעבוד רק לנכסים הנמצאים בחברה, וזכותו לדרוש את החוב גם מבעל החברה עצמו, ולא רק מהנכסים שהוא הקצה לחברה, וגם בעלי המניות יהיו מחויבים במידה שיש חוב שנוצר מהזק שהחברה הזיקה לאחרים, לפרוע את החוב מהונם האישי, ולא רק מנכסי החברה.

אמנם לדעת הפוסקים הסוברים דאמרי' דינא דמלכותא דינא גם כאן בא"י, או בחו"ל לכו"ע דנוהג דינא דמלכותא, נוכל לומר כי דין המלכות מפקיע את החוב של הניזקים במקרה שהם רוצים לגבות את חובם מנכסיו האישיים של המזיק ולא מנכסי החברה.

ב. גם במקרה של תשלומי חובות רגילים או פריעת אגחי"ם, החוק מחייב שגם נכסים שלא היו בבעלות החברה בזמן יצירת החוב, והם נוספו לחברה רק לאחר מכן, משמשים גם לפרעון של החוב שנוצר. והנה הגם שלכאורה הלווה [בעלי החברה] לא שעבדו למלווים את הנכסים העתידיים שיצטרפו לחברה, ניתן לפרש ולתלות כי הוא שעבד גם את הנכסים שהוא יקנה בעתיד במסגרת החברה, כדין שעבוד 'דאיקני' המבואר בגמ' ב"ב קנז. שנסתפק שמואל שם האם לרבנן שסברו דאין אדם מקנה דבר שלא בא לעולם, ניתן להוסיף לשעבוד של החוב גם את נכסיו שהוא יקנה בעתיד, ונפסק ברמב"ם ובשו"ע חו"מ סימן קיא ס"כ דאף לדידן דאין אדם מקנה דבר שלא בא לעולם, ניתן לשעבד את נכסיו שיקנה בעתיד לחוב, ופסק כן השו"ע במקומות רבים נוספים.

אמנם במקרה שחלק מבעלי המניות מתו, והורישו את חלקם בחברה לבניהם, כאן לא נוכל לומר שנכסי היורשים שיקנו בעתיד ישתעבדו לחוב שיצר האב מכח שעבוד 'דאיקני' שיצר האב, דזה ודאי אינו קיים שהאב ישעבד את הנכסים שיקנו בניו בעתיד לחובות שלו. ובכל זאת נהוג ומקובל כי החברה פורעת את החוב שנוצרו גם בזמנם של בעלי המניות הקודמים והגם שיש כיום יורשים חדשים לבעלי המניות.

גם כאן נוכל לומר כי לסוברים דדינא דמלכותא דינא, הגם שמדין תורה היורשים פטורים לשלם את חובות אביהם מנכסים שהם הרוויחו לאחר מיתת אביהם, בכל זאת נוכל לחייבם מצד שדין המלכות קובע כי בחברה בע"מ הנכסים שנמצאים בבעלות החברה, משועבדים לפרוע את החובות שנוצרו בתקופת בעלי המניות שמתו, ואף שהנכסים נוצרו לאחר מיתת בעלי המניות, בכ"ז דין המלכות מחייב את היורשים לפרוע את החובות שיצרו אבותיהם דרך החברה, כל עוד יש נכסים בחברה שלהם.

לסיכום:

שני הצדדים שנתבארו בגדרי הבעלות של חברה בע"מ הם מורכבים, ואינם פשוטים. הצד שהחברה עצמה היא אישיות משפטית, ויש לה רשות בסגנון של "ממון השבט" הוא מחודש מאוד. מאידך הצד היותר פשוט שהחברה נותרת בבעלות בעלי המניות, יוצר לנו מורכבות בפטור בעלי המניות מחובות נזיקין, וגם הוא יוצר מורכבות לבאר את חיובם של היורשים לשלם את חוב אביהם, ולא נוכל לבאר ע"פ דין תורה ללא להזדקק לדינא דמלכותא.

חשוב להדגיש שבמידה ובעל החברה מקבל החלטות בנוגע לפעולות אסורות, אין זה פוטר אותו מאיסור, אף לדעת המתירים, שכן אי"ז משנה אם הממון בבעלותו או לא כאשר הוא דואג שיתבצע איסור, והן אמת שלא יהיה בזה משום שביתת כליו בשבת וכדו' לשיטה זו, אך מרבית האיסורים יתייחסו אליו, וכל הנידון הוא רק לגבי שותפות פאסיבית, או שבעל המפעל מותיר את ההחלטות בידי הדירקטוריון.

שותפות במניות.

כפי שהצגנו כאן מקודם, רוב הפוסקים נקטו שישנה בעלות ואחריות לבעלי המניות על הנעשה בחברה.

אמנם יש לדון לגבי שותפות קטנה במניות, האם גם היא נחשבת לבעלות ושותפות גמורה, או לא.

עד לפני כ30 שנה לא היה מקובל בעולם למכור אחוזים רבים במניות, אלא בעלי החברות היו מוכרים חלק קטן מהמניות, ואת רוב המניות הם היו משאירים בבעלותם, כך שניהול החברה בפועל היה נשאר בידם, והמשקיעים הקטנים שהיו רוכשים מניות היו מתעניינים בעיקר ברווחי החברה, או רק במחיר המניה שעולה, שכן הם היו רוכשים אותה במחיר נמוך ומוכרים אותה במחיר גבוה, אך לא היה להם ענין בפעולות שהחברה מבצעת.

והפוסקים דנו האם שותפות כזו מוגדרת כשותפות, או שאין זו שותפות כלל, אלא בעלות לענין רווחים וכדו', אך אין זו בעלות על הנכסים והפעולות האסורות המתבצעות בהם.

הגר"מ פיינשטיין באגרו"מ (אהע"ז ח"א סי' ז) נקט להתיר לרכוש מניות בכמות מועטה שאינה באה להשפיע על התנהלות החברה, דאין הם נעשים שותפים, שכן אין להם אפשרות להשפיע על ניהול החברה, והרי זו קניית רווח ולא שותפות ממש, ואף שמבחינת החוק יש להם אפשרות להשתתף בבחירת מנכ"ל ובמינוי הדירקטוריון, כתב הגר"מ דדבר זה הוא פיטומי מילי בעלמא, ובעלי השליטה בחברה משאירים לעצמם את זכות הניהול, ואין כל משמעות בהצבעה של מיעוט אם תמיד הולכים בסופו של דבר אחר הכרעת בעל השליטה.

מאידך דעת הגרש"ז אויערבאך, הגר"נ קרליץ, והגר"ש וואזנר, דיש לחוש שהם בעלים. וכן נקט יבדלחט"א הגר"מ שטרנבוך שליט"א.

המנחת יצחק והגר"י בלוי (שם) נקטו דיש לחלק בין מניות המקנות זכות הצבעה, לבין מניות שאינם מקנות זכות הצבעה. אמנם דבר זה היה בתקופתם [למעלה מ 40 שנה], אך כיום במרבית החברות הציבוריות גם למי שמחזיק אחוז מועט ביותר במניות יש לו זכות הצבעה והשפעה.

כמו כן כיום ישנם חברות רבות שאין להם בעל שליטה מובהק, ויש חברות רבות שאין להם בעל שליטה כלל, והציבור מנהל אותם, וישנם מקרים שבהם אנשים רוכשים בסכום אפסי [ביחס לערך החברה] מניות, ומשפיעים על כל התנהלות החברה, כך שהצדדים שהוזכרו להתר בתקופה ההיא הרבה פחות קיימים כיום, ויש לבעלי המניות השפעה רבה ביותר[ה]. כמו כן במקרים רבים ישנם חברות המאגדות את בעלי המניות מקרב הציבור שמחזיקים רוב במניות אך אינם מתעניינים בהתנהלות החברה, ומאגדים אותם להצבעה מסוימת שתתאם את האינטרס שלהם, כך שודאי שיש מקום רב לראות גם

ה. דוגמא טובה להמחשה היה בחברת הנפט "פז", לפני מס' שנים לא היו בה בעלי שליטה כלל, וחברות הביטוח קיבלו את ההחלטות בעניינה, מנכ"ל החברה ראה במצב זה הזדמנות עסקית גדולה, ורכש מניות בחברה ב 500,000 ₪ בלבד, כאשר שוויה של החברה נאמד מעל 2 מיליארד ₪. בס"ה היה לו 2 מאיות האחוז בלבד, אך מכיון שהוא היה בעל העניין המרכזי בחברה בתקופה ההיא, בעצה אחת עם יו"ר הדירקטוריון, הוא העביר החלטה על מיזוג עם חברת פרשמקט. רבים טוענים כי החלטה זו היתה בעיקר לטובת האינטרס האישי שלו ולרעת שאר בעלי המניות [כלכליסט, 07/08/21 למניינם].

כמובן שאין לנו ענין או דעה או ידיעה בנושא זה, הוא טען אז וטוען כיום בתוקף שהוא פעל אך ורק לטובת החברה ובעלי המניות, ויתכן שהוא צודק בהחלט. אנו באים רק לשים דגש כיצד יתכן מצב שבו שותפות באשר היא, למרות שהיא שותפות זעירה ביותר, יכולה להשפיע על החלטות כבירות בחברה ענקית.

בעלות מועטת ביותר, כשותפות ובעלות ישירה.

הצד לאסור מקבל משנה תוקף כאשר אנו דנים ביחס להשקעה דרך קרנות פנסיה, השתלמות, קרנות נאמנות, וכו'. שם לשליחי המשקיעים - קרי חברות הביטוח המנהלות את קרנות הפנסיה וההשתלמות - יש השפעה גדולה מאוד על הנעשה בחברות. שכן חברות הביטוח מחזיקות בידם סכומי עתק (הנכסים הפיננסיים של הציבור בישראל היו מעל 5 טריליון ₪, לפי נתוני בנק ישראל בדין וחשבון בסוף 2023, ומתוכם החברות המוסדיות החזיקו כ 2.5 טריליון ₪! פי 5 ויותר מהתקציב השנתי של מדינת ישראל!), והם שותפים בניהול מעשי של הרבה מאוד חברות, ולמעשה כ 12% מכלל החברות במשק נשלטות ומנוהלות על ידם לכל דבר וענין. אציין לדוג' מס' קונצרנים מפורסמים המנוהלים ע"י הציבור דרך מנהלי קרנות הפנסיה: ענקית התרופות הישראלית "טבע", "פז", "שופרסל", בנק "דיסקונט" עם חברות הבת שלו כחברת האשראי "כאל" ובנק "מרכנתיל", בנק "לאומי", ועוד כהנה וכהנה חברות פחות מוכרות בציבור, אך יש להם השפעה גדולה מאוד על שוק ההון. יעוין בנספח שבסוף הספר תרשימים של מספר חברות כיצד מתחלקת השליטה והניהול שלהם, שם רואים שהניהול הוא בידי חברות הביטוח בעיקר.

גם בחברות שבהם אין לחברות המנהלות את קרנות הפנסיה שליטה מוחלטת, יש להם השפעה רבה, שכן יותר מ 50% מכלל החברות במשק, אין להם בעל שליטה מוחלט (כלומר אדם המחזיק מעל 50% במניות), ובעלי השליטה תלויים פעמים רבות במנהלי קרנות הפנסיה וההשתלמות, והחוק אכן מחייב אותם להשתתף בכל החלטה העוברת בדירקטוריון של החברה [חשוב לציין שחלק חשוב מאוד בהתנהלות החברה הוא מינוי הדירקטוריון, ששם נקבעת התנהלותה ואופיה של החברה, ומנהלי הקרנות בוחרים באנשים שנראה להם שהם ינהלו את החברה באופן המיטבי ביותר, וכמובן שהוא שליח שלהם לכל דבר וענין].

כל זה כאן בישראל שעדיין רוב השוק נשלט ע"י אנשים פרטיים ובעלי הון. במדינות מתקדמות יותר כארה"ב ומדינות אירופה, יותר מ 40% מכלל החברות במשק נשלט ע"י הציבור דרך הגופים המוסדיים הנ"ל, והממשלות מעודדות מצב זה.

כך שמסתבר שגם מי שהתיר בשעתו שותפות במניות, כיום בשותפות במניות דרך קרנות נאמנות, קרנות הפנסיה וההשתלמות, וקופות הגמל, הוא יודה שאין להתיר זאת, מכיון שיש לרכישת המניות המתבצעת על ידם משמעות של בעלות גמורה, שכן בפעמים רבות הם מנהלים ממש את החברות שהם רוכשים בהם מניות.

ואכן בשנת התשס"ח יצא פיקוח מטעם העדה החרדית, עם מתווה

השקעות ע"פ ההלכה, את המתווה אישר הגרי"י בלוי זצוק"ל. יותר מאוחר בשנת התשע"א יצא פיקוח נוסף מבית דינם של הגר"נ קרליץ זצוק"ל והגר"ש וואזנר זצוק"ל "ועד ההלכה גלאט הון" עם מתווה השקעות שונה. הפולמוס בין גופי הכשרות הוא מסביב להשקעה בקרנות סל, עליו נפרט בהמשך, כמו"כ בשנת התשע"ט עברו קרנות הסל שינוי משמעותי שגרר אחריו דיונים נוספים, ובעז"ה נביא את הדיון בהרחבה לקמן בפרק ה' בנושא קרנות הסל. בהמשך הדרך התגלעו חילוקי דעות נוספים על יתר המוצרים שמותר או אסור לרכוש, ונביא את הפרטים בפרק ח' בענין הקרנות הסינתטיות.

בשני המתווים של הקרנות הכשרות קיימים השקעות באופציות, וישנם חלק מהקרנות שאף זה הגורם העיקרי של הרווח בהם. ונדון בנידון זה בהרחבה בעזרת ה' בפרק ו' בענין האופציות.

התיעוד הראשון של מניה, משנת ה' מ"ח.

מסמך זה מעיד על מכירה של חלק מחברת "סטורה קופרברג'" השבדית, כיום היא חלק מחברת Stora Enso השבדית. המסמך שמור בארכיון הלאומי השבדי.

פרק ב

התר עיסקא

פרק ב

התר עיסקא

היות ומרבית הנידונים שנביא בהמשך דברינו, כמו אג"ח עם התר עיסקא, ופולמוס קרנות הסל, ורכישת חוזים עתידיים, ושימוש בארנקים דיגיטליים, תלויים ביסודות התר העיסקא, נקדים כאן קצת ביאור על התר עיסקא, יסודו, וצורת חלותו.

יסודות ההתר עיסקא, וצורת חלותו.

"עיסקא" הוא דין שנהג כבר בימי רבותינו האמוראים, והם כבר תיקנו בה כללים כיצד נקבעים גדרי הבעלות והאחריות שבה.

יסוד הדין מופיע בגמ' ב"מ קד: "אמרי נהרדעי האי עיסקא פלגא מלוה ופלגא פקדון, עבוד רבנן מילתא דניחא ליה ללוה וניחא ליה למלוה, השתא דאמרינן פלגא מלוה אי בעי למשתי ביה שכרא שפיר דמי, רבא אמר להכי קרו ליה עיסקא, דאמר ליה כי יהבינא לך לאיעסוקי ביה, ולא למשתי ביה שכרא".

מבואר שיסוד תקנת חז"ל היא שכאשר נותן אדם לחבירו כסף ב"עיסקא" בסתמא, דהיינו שעוסק בו בעבורו ונותן לו את הרווחים, ולא התנו ביניהם בפירוש כיצד תתחלק ביניהם האחריות, תיקנו חכמים שהבעלות מתחלקת ביניהם, חציו של הכסף נמצא אצל המתעסק בתורת מלוה - דהיינו שהוא בבעלותו ואחריות ההפסד עליו, וכיון שכן גם חצי מהרווח שייך לו, וחציו השני של הכסף נמצא בידו בתורת פיקדון והוא נשאר בבעלות הנותן, והמקבל רק שליחו של הנותן להתעסק במעות את העסק היותר טוב ולהביא לו את הרווחים הטובים ביותר. והגמ' מדגישה שהגם שחציים של המעות נמצאות אצל המקבל בתורת מלוה, אין לו רשות להוציאם בשאר הוצאותיו, אלא הוא משועבד להשתמש בו רק לצורך העסקים.

"התר עיסקא" שתיקנו רבותינו האחרונים, בראשם הסמ"ע, הלבוש [בסי' קס"ז] ומהר"ם מקראקא, ובהמשך גם הגינת ורדים [יו"ד כלל ו' סימן ד'] והחכמת אדם [כלל קמ"ב קמ"ג], הוא כאשר היה מקובל מאוד להלוות בריבית, ורצו חכמי הדורות לתקן אפשרות בדרך התר להלוות בריבית,

הם לקחו את יסוד דין עיסקא, והתאימו אותו להלוואה, כדי שתהיה התוצאה דומה להלוואה בריבית, אמנם ישנם שינויים מהותיים ביניהם שהם גורמים את ההתר בהלוואה זו.

התר עיסקא שהנהיגו אותו רבותינו נ"ע, יסודו בב' עניינים:

א. הבטחת הקרן במידת האפשר בצורה הבטוחה ביותר.

ב. נתינת הרווח שתהיה דומה לריבית, בצורה שקרוב לוודאי שיתן את הרווח.

א. הבטחת הקרן.

היות ומתיקון חז"ל הקרן ניתנת למתעסק בצורה שהיא חציה מלוה וחציה פקדון, חלק המלוה הינו מובטח מהפסדים והמקבל צריך להחזירו לנותן בכל מקרה, ואף אם יהיו הפסדים בעיסקא. אך חלק הפיקדון נותר באחריות הנותן, שאם המקבל יפסיד אותו בעסקיו - למעט כשהפסיד בדרך פשיעה - הנותן מפסיד את חלק הפקדון. וכדי למעט את ההפסד תקנו שלא יהיה נאמן המקבל לומר שהפסיד כ"א ע"י הבאת עדים על ההפסד, ואם לא יביא עדים נאמנים על ההפסד יחויב לשלם גם את חלק הפיקדון.

יסוד זה דומה להתר שהובא בדברי תרומת הדשן סימן שב, שהתיר לתת מעות לשני ע"מ ליתן רווח, בצורה כזו שהמתעסק מקבל על עצמו שלא יהיה נאמן לומר שהוא הפסיד אם לא שיביא עדים את הרב והש"ץ שבעיר שהוא הפסיד כדין ולא פשע. והגם שאנו יודעים שיקשה עליו להביא הוכחה כזו, בכל זאת מותר לו לקבל את העיסקא, שכל שיש אפשרות כזו, אין זה נחשב שהוא נתן לו הלוואה בריבית. האחרונים לא הקלו כדברי תרוה"ד עד כדי הגבלת עדים מסוימים כגון הרב והש"ץ של העיר, שדבר זה נראה הערמה, אבל התירו לומר לו שיביא עדים כשרים ונאמנים על ההפסד.

לפי אופי המסחר הנהוג כיום, לא מציאותי להביא עדים שהיו הפסדים, שכן עיסקאות רבות נסגרות שלא במעמד עדים, וההפסדים שקיימים כיום ג"כ בדרך כלל אינם מתרחשים במעמד עדים, לכן בהרבה מהתרי העיסקא שנהוגים כיום מורידים את התנאי שיצטרך המקבל להביא עדים על ההפסד, ותחת זאת כותבים שהמקבל לא יהיה נאמן על ההפסד אלא בהצגת מסמכים רשמיים ודוחו"ת מאושרים, ממילא כיום קל יותר להוכיח הפסדים.

ב. הבטחת הרווח [הריבית].

תשלומי הריבית בעצם משולמים מתוך הרווחים שהיו בחלק הפקדון. היות וחלק זה נשאר ברשותו של הנותן, א"כ כל הרווחים שיהיו בו שייכים לנותן.

רק שבצורה כזו הנותן תלוי במה שהמתעסק הרוויח או לא, וא"כ

גם תשלומי הרווח שלו אינם בהכרח סדירים, מכיון שאם המקבל יטען שלא הרוויח, הנותן יהיה מוכרח לקבל את טענתו ולהאמין לו. מכיון שכן תקנו שהמקבל לא יהיה נאמן על הרווח כי אם ע"י שבועה חמורה, וע"י כך המקבל ישתדל להימנע מטענה שלא ירוויח, ואם אכן הוא לא הרוויח הוא יוכל להישבע שלא הרוויח ולהיפטר מתשלום הרווח.

וכתבו החכמת אדם והגינת וורדים שבמידה והמקבל הרוויח רק מחצית מהרווח המשוער, יוכל להעביר את כל הרווח לנותן, ואף שבכה"ג הרווח צריך להתחלק ביניהם בשוה, היות והרווח בא מתוך המעות עצמם, ואין כאן רווח שהוא מביא לו מחוץ למעות, דהיינו "מיניה וביה", ובכה"ג אין זו ריבית.

ואם הוא לא הרוויח כלל, ובכ"ז הוא רוצה לשלם לו, כתב הגינת וורדים שם שאסור לו לשלם את הרווח, משום שאז מתברר שהוא משלם לו רווח זה כשכר על עצם נתינת המעות להתעסק בהם, וזה רבית גמורה. אך הנותן אינו צריך לחוש שמא המקבל לא הרוויח, אלא הוא יכול לקחת את הרווח ולסמוך על המקבל שאם הוא משלם לו את הרווח כנראה שהוא באמת הרוויח. אא"כ נתפרסם שלא הרוויח והפסיד את העיסקא, בזה עליו לחוש לכה"פ שמא הפסיד.

סכום ההתפשרות.

כדי שלא להגיע למצב שבו יש טורח לנותן להתעסק עם הדיווחים של המקבל האם הוא הרוויח או לא הרוויח, וללכת עמו לבית דין שישבע כשלא הרוויח, תקן מהר"ם מקראקא את סכום ההתפשרות.

סכום ההתפשרות, הוא כמשמעו, שהנותן והמקבל התפשרו וסיכמו ביניהם שאם המקבל יתן לו סכום מסוים שאותו הם משערים שהוא אמור להרוויח בעסק שבו הוא הולך להשקיע, הנותן פוטר אותו מחובת הראיה ומהשבועה.

ישנו נידון באחרונים כיצד מוגדר סכום ההתפשרות.

הלבוש [בסימן קס"ז] והגינת וורדים [יו"ד כלל ו' סימן ד'] נקטו דהרווח שהוא משלם לו כסכום ההתפשרות, מוגדר כתשלום הרווח המשוער, ואף אם רווח זה לא חולק בשווה, מ"מ הרווח כאן הוא משולם מיניה וביה, והמקבל משלם לו סכום זה משום שאינו רוצה לישבע ומתרצה ליתן לו גם מחלקו. אך אם ישלם סכום זה מכיסו ללא שהרוויח כלל יהיה אסור.

מאידך, טור האבן [לגאון ר' אליעזר אויערבאך] בסימן מה נקט שסכום זה מוגדר כדמי פדיון שבועה, והיינו שהמקבל מוכן לשלם סכום זה כדי להיפטר מן השבועה שהוא מחויב בה, ואינו משלם סכום זה כאגר נטר, וע"כ אין צריך לדקדק אם משלם זאת מחלקו או לא. ולפי הגדרה זו אף אם

המקבל לא הרוויח כלום והוא משלם את סכום ההתפשרות מכיסו, בכ"ז אין בזה איסור, משום שהוא פודה בזאת את חיובו לישבע.

אמנם לפי שני הצדדים שהבאנו כאן, אין המלווה יכול לדרוש מהלווה סכום התפשרות גבוה ומופרז שברור לשני הצדדים כי הלווה לא יכול להרוויח אותו. במקרה כזה לפי שני הצדדים שביארנו כאן ברור לכל שהוא מבקש ממנו סכום התפשרות על סכום כ"כ גבוה משום שהוא נתן לו את הכסף כהלוואה, ולא כעיסקא, ונפרט.

לדעת הלבוש והגינת וורדים, שסכום ההתפשרות בא בתור רווחים משוערים, ברור לכל שאי אפשר להגדיר מראש כרווח משוער סכום שאי אפשר למתעסק להרוויח כלל וכלל, וע"כ כאשר הוא מגדיר רווח משוער סכום שהלווה אינו יכול להרוויח אותו, מוכחא מילתא שיש כאן הלוואה בריבית, וסכום ההתפשרות נקצץ כאגר נטר על תקופת המלווה.

אך גם לדעת טור האבן שהמתעסק משלם את סכום ההתפשרות כ"דמי פדיון שבועה", ברור לכל שאי אפשר להשתמש בהגדרה זו כדי לדרוש ממנו סכומים שאין ביכלתו להרוויח, ואם הם יעשו כן, הרי ששוב מבואר לכל כי מטרתם מראש היתה הלוואה בריבית, והם לא רצו לומר בפירוש שהמלווה מקבל אגר נטר על תקופת ההלוואה, וע"כ הם הסתירו זאת במילים שונות שהוא מבקש ממנו דמי פדיון שבועה גבוהים, אבל זה פשוט שא"א לדרוש מראש דמי פדיון שבועה על סכומים שברור לכל מי שעוסק בתחום שאי אפשר להרוויח בתקופה כזו מסכום ההלוואה.

כל הנ"מ בין שני ההגדרות, הוא במקרה שסכום ההתפשרות הוא הגיוני וריאלי, והמתעסק לא הרוויח את סכום ההתפשרות, לפי ההגדרה שסכום ההתפשרות הוא תשלום הרווח המשוער, יהיה אסור לו לשלם במידה שהוא לא הרוויח, שכן היות ולא היו לו רווחים נמצא שהוא משלם לו בעבור האפשרות שהוא נותן לו להתעסק במעותיו ולהרוויח. אך אילו נאמר שסכום ההתפשרות משולם בעבור מה שהנותן פוטר אותו מחובת ההוכחה ומהשבועה, יוכל המתעסק לשלם את סכום ההתפשרות וגם אם לא הרוויח כלל, בכ"ז הוא מעוניין לשלם כדי להפטר מחובת ההוכחה ואין זו רבית.

אך כל מה שהותר למתעסק לשלם לפי ההגדרה של דמי פדיון שבועה, היינו במסגרת הרווח המשוער, כל מה שאנו משערים שהמתעסק יוכל להרוויח מסכום העיסקא, יוכל הנותן לדרוש כי אם הוא לא מעוניין להוכיח או להשבע שהוא הרוויח סכום כזה בתקופת העיסקא, יהיה עליו לשלם לו את הסכום המשוער שהוא הרוויח בעבור מה שהוא מוחל לו על שבועתו. אך לדרוש מראש לשלם לו יותר מהרווח המשוער בעבור שלא ישבע, זה

דומה לתנאי שאין ביד הלווה לקיימו, שאז מבורר שעצם העמדת התנאי הינה דרישה לתשלום ריבית ושכר המתנת מעות.

התר עיסקא כללי או פרטי.

במאה השנים האחרונות התעורר נידון באחרונים, האם ניתן לעשות התר עיסקא בצורה של מסירת מודעה. דהיינו האדם מוסר מודעה לכל, שכל עסקיו נעשים ע"פ התר עיסקא, וגם אם לא פירשו זאת במפורש בזמן סגירת העיסקא או ההתקשרות עם הצד השני, מסירת המודעה תועיל להחיל את תנאי העיסקא ולגבור על ההסכם האחר שסיכמו ביניהם.

מייסד ההצעה היה האדמו"ר מלובלין ר' עזריאל אייגר זצ"ל, והוא פרסמה באגרת בשנת התרפ"ד בשם "הצעת תקנה נחוצה", ולאחר מכן הוא פרסמה בשם "תקנת רבים".

בשעתו התעורר פולמוס גדול בין הפוסקים האם ניתן לסמוך על מודעה כזו שאדם ימסור, כדי להפוך את כל מהותם של עסקיו ולתת להם גדרי "עיסקא".

הגר"א קוטלר, והגרא"ז מלצר, ומרבית הפוסקים בדור ההוא, נקטו שאין להקל ולסמוך על מודעה כזו, שיהיה בכוחה להפך הלוואה או עיסקא שיש בה ריבית האסורה, לעיסקא עם חלק פקדון נושא רווחים, או שתהיה כולה פקדון נושא רווחים, משום שכדי להפך את גדר העיסקא בין שני הצדדים מחוב גמור בדרך מלווה לפקדון של "עיסקא", ללא הסכמה מפורשת של שני הצדדים שהם מסכימים לזה, ואי אפשר להסתמך על מודעה שאדם מוסר בזמן מכירת חמץ שהיא תהפוך את כל ההלוואות שלו לעיסקאות.

להקל לשלם הפסדים מכח התנאי שהוא שותף "בכל עסקיו הטובים".

במצב של הפסדים, הנותן אמור להיות שותף בכל ההפסדים שיהיו למקבל, כפי חלקו בעיסקא.

אמנם בהתרי עיסקא שתוקנו ע"י הגינת וורדים שם, החכמת אדם כלל קמ"ג ה, והגר"ז סמ"ג, הוסיפו תנאי, כי הנותן יהיה שותף עם המתעסק בכל עסקיו ונכסיו הטובים. יש דיון בבתי הדין כיום כיצד לפרש תנאי זה, במקרה של ההפסדים.

יש שטוענים שתנאי זה מתפרש כדלהלן:

חלק הפקדון הוא דינמי, והוא מתברר בכל תקופה מחדש היכן הוא היה מושקע. ותנאי זה מגן על הנותן ברוב ההפסדים, משום שכל עוד המקבל לא הפסיד את כל נכסיו, אנו תולים שיתברר למפרע בכל פעם שיהיה הפסד כי חלק הפקדון היה מושקע באותם נכסים שלא הפסידו, וכך כל עוד הלווה לא הפסיד את כל נכסיו לגמרי הוא יחויב לשלם לנותן את חלקו, משום שתולים שהפקדון של הנותן נמצא

באותם נכסים שלא הפסידו. ובמקרה שנרצה לשלם רווח גבוה, נתלה שחלק הפקדון עבר לנכס אחר שהרוויח יותר מהסנטדרט של יתר נכסי הלווה.

אם נקבל פירוש מחודש זה, ונתעלם מכל הבעיות שיש בו, נוכל להתיר למתעסק לשלם לנותן את חלק הפקדון שלו שהפסיד, משום שבאותו יום שהיה הפסד, נתלה למפרע שחלק הפקדון עבר אל נכסים אחרים שלא הופסדו, למשל לדירה שלו, או למניות אחרות בתיק שלו שלא ירדו באותו יום. או אפילו בתוך אותו מדד שירד, נתלה שחלקו של הנותן עבר אל אותם מניות שלא ירדו.

אך פירוש זה בתנאי ההתר עיסקא הוא מחודש מאוד, וקשה מאוד לקבלו. לענ"ד, לפרש כך תנאי זה הוא לכל הפחות הערמת ריבית בוטה מאוד, משום שאין דרך באף משא ומתן בעסקים לנסח הסכם כזה, שיגן על המשקיע מכל ההפסדים האפשריים, ולתלות שהקרן עוברת מנכס לנכס לפי מה שיתברר לבסוף שהוא הנכס שלא הפסיד[ו].

ונראה דביאור התנאי שונה לחלוטין. וקודם כל נביא את מקור הדברים לתנאי זה.

מקור הדברים הם מדברי החכמת אדם בכלל קמב סעיף טז, וז"ל שם, "נראה לי דהמלוין לסוחרים גדולים על עיסקא, מסתמא סביר וקיבל שלא יצטרך הלווה ליחד סחורה ידוע דוקא, אלא שיקנה לאמצע, ואם יהיה הפסד נראה לי דחושבין לפי ערך המעות, דהוי כאילו התנו (כדאיתא בחו"מ סימן קעו סעיף ה)" עכ"ל.

ממה שציין לדין דאיתא בחו"מ סימן קע"ו ס"ה, ושם נתבארו דיני שותפות, כיצד מתחלקים הרווחים בין השותפים בכל מיני תנאי שותפות. מקור הדין הוא בגמ' בכתובות צג: בשנים שהטילו מעותיהם לכיס וקנו שור והחליטו לטבחו, מחלקים את הרווח ביניהם בשווה. ונחלקו הראשונים שם כיצד לבאר את דין הגמ', ובאיזה אופנים נאמר הדין שחולקים בשווה, ומתי נאמר דחולקים לפי מעותיהם. וכתב השו"ע שם דאם הסכימו שניהם שהרווח יהיה לפי המעות שכל אחד נתן בשותפות, כך הם יחלקו את הרווח.

כוונת החכמ"א שדימה דין זה לדין דהתנו ביניהם היא ברורה, שבעיסקא שהמתעסק הוא סוחר גדול והעיסקא ניתנת לכל מיני עסקים, מסתמא כוונתו להתנות שהוא יהיה שותף בכל עסקיו של הסוחר, וגם את

ו. כמו כן מה יהיה אם הלווה יקח עוד הלוואה בהתר עיסקא עם אותו תנאי מאדם אחר, כעת יהיה סתירה בין שני התרי העיסקא, לאיזה נותן מבין השנים הושקע חלק הפקדון שלו באותו נכס שנותר ולא הופסד?

הרווח הוא יקבל לפי מה שמעותיו הרוויחו בעסקיו של הסוחר.

ולפי זה ביאור התנאי הוא כדלהלן:

הלווה מכניס את הנותן כשותף בכלל כל עסקיו, לשם כך צריך לשום כמה שווים כלל כל עסקיו בזמן נתינת העיסקא, ומתוכם המלווה נכנס לשותפות בסכום של העיסקא שהוא נותן. לדוגמא, אם נניח שברשות הלווה קיימת דירה בשווי 2,000,000 ₪, ובנוסף יש לו קרנות פנסיה והשתלמות בסך של 900,000 ₪. הרי שסך כל נכסיו הם 2,900,000 ₪.

כעת עלינו להוסיף את העיסקא אל כלל כל נכסיו, אם לצורך הענין הוא נטל הלוואה של 200,000 ₪, הרי שכעת נכסיו גדלו לסכום של 3,100,000 ₪. א"כ הפקדון הוא 6.45% מכלל נכסי הלווה.

כעת, מעתה ועד לפרעון הפקדון יהיה תמיד עומד על יחס של 6.45% מנכסי הלווה, ואם יהיו ללווה הפסדים נצטרך לקזז את ההפסדים מכלל כל נכסיו והפסדו של המלווה יוגבל להפסד הכללי של נכסי הלווה.

זה הביאור היותר נכון בתנאי זה, ולפי זה פשוט שא"א לפטור את הנותן מאחריות עד שהלווה לא יפסיד את כל נכסיו, אלא בכל הפסד שיהיה ללווה הנותן ישא בהפסד בחלק היחסי שיש לו בכל נכסי הלווה.

שימושים נפוצים כיום בהתר עיסקא, ומידת היעילות שלהם.

השימוש הנפוץ ביותר כיום בהתר עיסקא הוא מול הבנקים.

כל אדם שיש לו חשבון בנק, מצוי ביותר שהוא נכנס למס' ימים ליתרת חובה [אובר דראפט], או שהוא נוטל הלוואת "אשראי ברגע" מהבנק בלחיצת כפתור. כמו כן כל מי שרוכש דירה על פי רוב זקוק לנטילת משכנתא כדי לממן את הרכישה. כל ההלוואות הללו הינם הלוואות בריבית קצוצה, וכדי להתירם אנו זקוקים להתר עיסקא.

דא עקא שבכל הבנקים כיום ההתר עיסקא אינו מובנה כחלק ממסמכי נטילת ההלוואה.

על פי רוב התרי העיסקא במרבית הבנקים מסתכמים בכך שהנהלת הבנק תולה תמונה ממוסגרת בסניפים שנמצאים באיזורים חרדיים, של ההתר עיסקא שנחתם בזמנו בין הנהלת הבנק אל מול בד"ץ כלשהו.

וכאן השאלה נשאלת, כמה תוקף יש לאותה הצהרה כדי שהיא יוכל להפוך על תילה את כל ההתנהלות של הבנק מול הלקוחות, כאשר הוא אינו מופיע בתור מסמך רשמי בשום מקום, ברשומות הבנק, ובמערכות המחשוב וכל המסמכים הקריטיים אין שם כל אזכור לכך שכל עסקי הבנק נעשים על פי הגדר של פלגא פקדון או כולו פקדון.

אמנם חובה לציין כי לפני שנים רבות, בפרשיה מסוימת, הבנקים התנערו מחובתם לכבד את ההתר עיסקא, והתעורר על כך רעש ציבורי גדול, ובשל כך נעשו מספר תיקונים בהתר עיסקא, וגם בתי המשפט מאז נמנעים מלהתייחס בפירוש לתקפו של ההתר עיסקא, ותחת זאת בדרך כלל הם מוצאים עילה לחייב את המתעסק לפי גדרי ההתר עיסקא[ז] [לדעתם, לא תמיד העילה הגיונית, ופעמים רבות היא אינה עומדת בגדרי ההלכה, אבל עכ"פ עד היום לא היתה פסיקה מפורשת של מערכת המשפט שביטלה את תקפו של ההתר עיסקא באופן גורף] כך שניתן עדיין להניח כי יש תוקף להסכם זה גם לפי החוק.

מאידך גם קשה להניח כי כל מי שיקח הלוואה מהבנק יחול עליו תורת "מתעסק" בכל גדריו. מסתבר שהרבה יהודים שרחוקים מאוד משמירת תו"מ יעדיפו לקבל הלוואה בריבית קצוצה ולא לקבל עיסקא. בפרט כאשר ההסכם נעשה בצורה כזו, שהוא לא מופיע בשום מסמך שהם חתמו עליו, וגם לא נמצא בשום אזכור ממסמכי הבנק, וכל האזכור של ההסכם הוא בתור תמונת קיר בסניפים מסוימים כאשר על פי הרוב ההסכם כתוב בשפה תלמודית ובלתי מובנת לאדם מהשורה[ח].

יותר מסתבר לומר כי הצורה שבה ההתר עיסקא מועיל כיום בבנקים הינו כדלהלן.

הנהלת הבנק מודעת לכך כי ישנם ציבורים מסוימים שמעוניינים לנהל את עסקיהם רק על פי התר עיסקא, ועל כן היא מוכנה להתנהל מול אותם ציבורים ע"פ התר עיסקא, דהיינו שכל מי שמעוניין בכך שהלוואותיו ועסקיו עם הבנק יהיו ע"פ התר עיסקא, הנהלת הבנק מוכנה להתעסק איתו לפי התנאים הנ"ל, דהיינו שכל מה שהוא נותן לבנק יהיה בגדר פלגא מלווה ופלגא פקדון, וגם ההלוואות שהוא יקח מהבנק יהיו אצלו בתור פלגא פקדון או כולו פקדון.

ולעומת זאת מי שאינו מעוניין בכך, עסקיו יהיו כפי שמוצהר בכל מסמכי הבנק מעל כל פינה אפשרית, בגדר הלוואות בריבית קצוצה.

ז. ראה בדיונים, תיק אזרחי 26037 / 95, בנק פא"י נגד מרדכי ואפרת גולד, שנת התש"ס, בבית המשפט השלום ת"א יפו. ראה גם בדיון, 1024/86, בנק המזרחי נגד צבי טישלר שנת התשמ"ח, בבית המשפט המחוזי ת"א יפו. ראה גם בדיון בבית משפט המחוזי בירושלים אצל השופט ורדי זילר, בנק לאומי נגד ילתה השקעות, ועוד.

ח. שמעתי מהגר"נ פל שליט"א, ששמע מסגן היועמ"ש, עו"ד מאיר לוין, כי הסיכוי שמערכת המשפט תכבד התר עיסקא כזה בין הבנק לאדם שאינו שומר תו"מ שואף לאפס, ולאחר הרהור קצר הוא תיקן: "לא שואף לאפס, אפס אחוז"!

הנ"מ הגדולה העולה מהגדרה זו היא, כי לשיטת הרבה פוסקים שהובאה כאן לעיל, שמי שרוכש מניות בכל חברה שהיא נעשה שותף בכל עסקיה, יאסר לרכוש מניות של בנקים, משום שמרבית הלווים שאינם שומרי תו"מ אינם מעוניינים שההלוואות שהם נוטלים יהיו ע"פ התר עיסקא, ולאו דווקא מחמת התנגדות הנובעת משנאה עוורת, אלא משום שהוא אינו מובן להם כל צרכו, ואין להם ענין בו, וכיון שכן גם ההתר עיסקא אינו חל עליהם, ונמצא שבעלי המניות מלווים את ממונם לחלק מן הלווים בריבית קצוצה שלא ע"פ התר עיסקא.

הצעת תקנה כהידור.

גם מי שמעוניין שכל עסקיו יהיו ע"פ התר עיסקא, אין ספק שיש הרבה עיקולי ופישורי בהסכם זה, וגלוי וידוע לכל שהבנק יעשה את כל שביכלתו כדי להתחמק מלכבד את ההסכם הזה, וגם אם לא תהיה פסיקה מפורשת כזו במערכת המשפט, עדיין הרוח נושבת לכך שההסכם לא יכובד.

שמעתי בשם הגר"י סילמן שליט"א שהחיסרון הגדול של ההתר עיסקא מול הבנקים הינו בכך שאין שווי למסמך זה.

כלומר, אם נקבל את תנאי העיסקא ברצינות לכל פרטיהם, הרי שהבנק נוטל עליו סיכון מסוים של אי פרעון הקרן, או עיכוב תשלומי חלק מהריבית בתקופה שלא יהיו רווחים. והיות ומהות עסקי הבנק הם שונים בתכלית, וכל התפיסה של הבנק מושתתת על הלוואות שהקרן שלהם בטוחה והרווח נמוך יחסית אבל בטוח, הבנק במהותו מתנגד להחיל את תנאי ההתר עיסקא על כל עסקיו, משום שהם משנים את כל המהות של עסקיו לחלוטין, והם גם מורידים את הבטחון שלו בקרן וברווח.

אם נרצה ליצור הסכם מהודר של הלוואה בתנאי התר עיסקא, שההתר עיסקא בהם יהיה אמיתי ולא הערמה גרידא של ניסוח מסוים על שטר, כאשר די ברור לשני הצדדים כי הבנק יעשה כל שביכלתו להתחמק מתנאי ההתר עיסקא, עלינו להעריך את הסיכונים שקיימים בהתר עיסקא, ולהוסיף אותם בתוך סכום ההתפשרות, כשם שמקובל בבנק לתמחר את הסיכון שיש בהלוואות לאנשים שקיים סיכון שהחשבון שלהם יעוקל וההלוואה לא תיפרע, ואנשים כאלו הריביות שלהם יקרות יותר, גם כאן צריך לקבוע מחיר לסיכון של הלוואות ע"פ התר עיסקא שהקרן או הריבית לא יוחזרו, ולגבות את המחיר שלהם בתור סכום התפשרות כאשר בכל זמן שיהיו רווחים למתעסק סכום ההתפשרות שמשולם בתור ריבית יהיה גבוה יותר מאשר הריבית הסטנדרטית, ובצורה הזו אין שום טעם שיהיה מניעה לבנק מלכבד את ההתר עיסקא, ואין ספק שבצורה כזו ההתר עיסקא יכובד בצורה הרבה יותר רצינית וראויה.

פרק ג

אגרות חוב

פרק ג

אגרות חוב

אגרת חוב הינה למעשה הלוואה ברבית קצוצה.

כאשר חברה מעוניינת לגייס הון לצורך פרוייקטים מסוימים ואין בכוונתה להקצות לכך הון מתוך ההון העצמי של החברה, היא מוכרת אגרות חוב לציבור ומתחייבת על רבית מסוימת לסך כמה שנים. האג"ח נסחר כל הזמן והריבית בו משתנה לפי כל מיני פרמטרים, ז"א החברה התחייבה לסך קצוב למשך מס' שנים, אך החלוקה של הרבית איננה קבועה לפי מס' ימים, אלא לפי מרכיבים שונים, כך שיתכן לפעמים הפסדים במסחר זה, ולפעמים יתכן שכבר לא יצטברו עוד רווחים באג"ח קודם שהגיע זמן הפרעון שלו, אגחי"ם אלו מכונים "אג"ח זבל".

גיוס הון זה הינו הלוואה בריבית קצוצה, והפוסקים דנו האם יש מקום להתירו.

לפי מה שנקטנו לעיל בשם רוב הפוסקים דבעלות על מניות הינה בעלות גמורה על החברה, נמצא שאם בעלי המניות הינם יהודים, הרי שהם לווים בריבית קצוצה, ויש להצמיד התר עיסקא לאג"ח ע"מ להתיר את המסחר בו.

הגר"מ פיינשטיין (ביו"ד בתשובה שצויינה לעיל) נקט דמותר להלוות לחברה בע"מ ברבית קצוצה, ע"פ מה שנתבאר קודם לכן שהאחריות של בעלי המניות על התחייבויות החברה הינה התחייבות מוגבלת, ואחריותם היא רק מתוך נכסי החברה, א"כ הרי זו הלוואה בלי שעבוד הגוף, והוא נקט דהלוואה זו מותר ליטול עליה רבית, עיי"ש שהאריך להוכיח את יסודו מהסוגיא בכתובות (דף פו.) ובדברי הר"ן שם, שישנם בכל הלוואה שעבוד על הנכסים ושעבוד על גוף המלוה, ויש בזה כמה נ"מ, ונקט דכל שאין שעבוד על המלוה גופיה אין זו הלוואה שאסרה התורה ליקח עליה רבית.

מאידך הגרש"ז בספרו מנחת שלמה (שם) האריך לחלוק עליו, ודחה את ראיותיו, והוכיח מסוגיות רבות אחרות דאף הלוואה ללא שעבוד הגוף אין ליטול עליה רבית, ככל הלוואה רגילה, כמבואר בסוגיא דפרדיסא [ב"מ עג.] ובסוגיא דמה שעיזי חולבות, יעויי"ש. ובקובץ ישורון כא הביאו בשם

הגרי"ש זצ"ל שגם הוא נטה להחמיר בזה.

עי' בנספח לספרו של מו"ר הגר"מ אשכנזי שליט"א "אשמרה חוקיך" שהביא את הנידון בהרחבה בטוט"ד, ומסקנת דבריו דאין לסמוך להקל בכך.

הנפקות אג"ח עם התר עיסקא.

אם נרצה להתיר לרכוש אג"ח בכפוף להתר עיסקא, נצטרך לבדוק כיצד התר עיסקא חל על האג"ח.

גם בענין זה ישנה מחלוקת בין גופי הכשרות. בעדה החרדית מסתפקים בעובדה שיש לחברה התר עיסקא כללי כדי להתיר לרכוש ממנה אג"ח, היות והחברה התחייבה בהתר עיסקא שלה שכל עסקיה יהיו בכפוף להתר עיסקא, גם האג"ח שהיא מנפיקה הוא בכלל זה, וכל מי שירכוש אותו נותן לחברה פקדון כגדרי עיסקא.

בגלאט הון לעומת זאת לא סומכים על אג"ח שהחברה שלו חתמה על התר עיסקא כללי, והם מצריכים אג"ח שמונפק בצמוד להתר עיסקא פרטי, וכפי שיבואר.

כפי שציינו מקודם [בפרק ב] ביחס להתר עיסקא בבנקים, שקשה לראותו תקף לגבי הציבור שאינו שומר תו"מ. באג"ח קשה כפליים לראות כיצד יועיל התר עיסקא כללי שהחברה הצהירה מול בד"ץ כלשהו, כדי להפוך את מהות האג"ח מהלוואה בריבית קצוצה, לפקדון נושא רווח. הסיבה לכך, משום שלכל אג"ח יש תשקיף שבו מופיעים הפרטים שלו בדקדוק גדול, וכל מי שקונה אג"ח קונה אותו על דעת מה שכתוב בתשקיף, ובתשקיף החברה מתחייבת ריבית מסוימת לתקופת זמן ידועה, ואם אצל הלווים מהבנקים עוד ניתן לדון ולחשוב שאולי לא אכפת ללווים לשנות את גדר ההלוואה לפקדון, אצל רוכשי האגחי"ם ניתן לומר ללא ספק כי כל הרוכשים שאינם שומרי תו"מ יתנגדו בוודאות שיהיה הסכם חיצוני שאין לו רמז בתשקיף, והוא יחליף את מהות האג"ח מהלוואה לפקדון שבו הם חשופים להפסדים של החברה. שהרי כל מטרתם ברכישת האג"ח הוא להיות מוגנים מהפסדים של החברה, ואם הם היו רוצים להיות שותפים בעסקיה הם היו קונים מניות של החברה, ולא את האגחי"ם שלה.

כפי שנבאר לקמן, עיקר הנידון כאן הוא ביחס למי שרוכש אג"ח בשוק המשני, אם הראשון שרכש את האג"ח לא היה מוכן שיחול עליו התר עיסקא, צריך לדון כיצד יועיל ההתר עיסקא לחול על השני, וכדלקמן.

לפני מספר שנים נעשה ניסיון להכניס התר עיסקא בתוך התשקיף של האג"ח [זאת אומרת שחברה שתרצה להכניס לתשקיף שהאג"ח שלה צמוד להתר עיסקא תוכל לעשות זאת]. אך המשפטנים מטעם הרשות לני"ע

התנגדו נחרצות שיכנס הת"ע לתוך התשקיף של האג"ח[ט], מכיון שהוא משנה את המהות של האג"ח והופך אותו לדבר אחר לחלוטין. והגם שנטען להם שהדבר מופיע במפורש בתשקיף, וכל מי שירצה יוכל לראות את השינוי, בכל זאת הם הוסיפו להתנגד לכך בנחרצות.

תחת זאת, לאחר השתדלות מרובה שנעשתה ע"י כמה ת"ח גדולים, הסגל המשפטי של הרשות הוציא הנחיה כי ניתן לרכוש אג"ח ולהתקשר עם המנפיק בהסכם נפרד שקובע כי האג"ח המונפק יחולו עליו דיני עיסקא ולא דיני הלוואה. כמו כן גם אם מישהו רכש את האג"ח והתקשר עם המנפיק בהסכם נפרד, כאשר מישהו ירכוש ממנו את האג"ח, ההסכם הנפרד לא יעבור אוטומטית ביחד עם האג"ח אל הקונה, ואם הקונה יהיה מעוניין להתקשר עם החברה המנפיקה בהתר עיסקא, יהיה עליו להתקשר עם החברה המנפיקה גם בהסכם נפרד. עמדת הסגל המשפטי של הרשות מצורפת בהמשך. [עמוד מב].

רכישת אג"ח יד שניה.

המסחר באגרות חוב נעשה בצורה כזו, שמי שרכש אותו בתחילה יכול להעמידו למכירה בתוספת הריבית שהצטברה עליו, ולאחר המכירה, מי שרכש אותו גובה את החוב מהחברה בבוא היום. כמו כן גם השני שמכר יכול להעמידו למכירה, וכן הלאה, עד למועד פרעון האג"ח.

ראשית כל, יש לחדד כי מעמדו של האג"ח אינו כהלוואה רגילה, אלא כמו שטר התחייבות לכל המוציא שטר זה, וכפי המובא בחו"מ סימן סא סעיף ד.

עי' שם שנתבארו דיני ממרנו"ת, דהיינו התחייבות לשלם ולהשתעבד לכל המוציא שטר זה. ושם נתבאר כי אפילו אם המנהג בעיר היה לגבות שטר שאינו שלו רק עם הרשאה, יכול המוציאו לגבותו ללא הרשאה, משום שהכותב השתעבד לכל המוציאו לגבותו ללא הרשאה.

הראשונים דנו כיצד אדם יכול להשתעבד למי שיוציא שטר זה, כאשר אינו יודע למי הוא משתעבד, דהוי כעין קנין בדבר שלא בא לעולם שאינו נקנה, וה"ה כאשר משתעבד לכל אחד שיוציא עליו את השטר הנ"ל הוי כשעבוד לאחד שלא בא לעולם.

הרא"ש [כלל סח סימן ט] כתב דהשעבוד מהני כדין "משתעבדנא לך ולכל דאתי מחמתך" המבואר בגיטין (יג:).

ובגוף הדין דמשתעבדנא לך ולכל דאתי מחמתך, נחלקו הראשונים שם.

ט. כך שמעתי מהגר"נ פל שליט"א.

דעת הרמב"ן (שם), דשעבוד לכל דאתי מחמתך מהני מדין ברירה, והיינו דכל מי שיבוא לגבותו, איגלאי מילתא למפרע שהכותב נשתעבד לו. וכתב דלפי הגדרה זו לא יחול השעבוד בדאורייתא, דקיי"ל דבמילי דאורייתא אין ברירה.

ודעת הר"ן (שם), דהיות ומעיקרא יכול להשתעבד לכל העולם אם ירצה, ניתן להשתעבד גם לכל מי שיוציא את השטר, וכל החיסרון דלא אמרי' ברירה בדאורייתא, היינו רק אם בשעת השעבוד או החלות היא לא יכלה לחול על מי שאנו רוצים לברר לבסוף שחל עליו השעבוד או החלות, בזה אמרי' דאין ברירה, אבל אם הכותב יכול להשתעבד לאותו אחד בזמן הכתיבה, אמרי' דמתברר לבסוף שחל עליו השעבוד. והדברים ארוכים ואין המקום כאן להאריך בהם.

לענייננו, אג"ח הנקנה מיד שניה, ויש לחברה המנפיקה הת"ע כללי, יש לדון לאור הנ"ל כיצד חל ההתר עיסקא על ההסכם.

אם הקונה הראשון קנה אותו ע"ד התר עיסקא, מסתבר לומר שגם החברה תסכים לכך, שכן לפי הצהרתה היא מוכנה לנהל את כל עסקיה ע"פ התר עיסקא, והיות וההתר עיסקא רק פוטר אותה מחיובים מסוימים באג"ח, מסתבר שאין לחברה התנגדות להסכים להתנהל עם האג"ח ע"פ התר עיסקא עם כל מי שיהיה מעוניין בכך.

ובמקרה כזה, העיסקא יכולה להמשיך הלאה אל הקונה הבא [עד כמה שגם הוא מעוניין להתנהל ע"פ התר עיסקא] משום שחלק הפקדון ודאי יכול להיות מוקנה לשני במכירת האג"ח, שכן אין כאן שעבוד כלל, אלא רק מכירת פקדון, ומכירת פיקדון איננה תלויה בהסכמת הנפקד והשתעבדותו, ובנידון דידן, הסכמת החברה והשתעבדותה לכך. אמנם יתכן שהחברה צריכה להשתעבד לתנאי העיסקא מחדש גם לקונה השני, דהיינו ההתחייבות לא להיות נאמנת על ההפסד רק בתנאים מסוימים, כמו גם התנאי שלא להיות נאמת שלא הרוויחה רק בשבועה, משום שכל שעבוד של הנפקד לבעל הפקדון, ובנידון דידן של החברה לרוכשים צריך להיות בהסכמתה, וגם אם היא השתעבדה לאחד, אין בכוח הראשון למכור את השתעבדות החברה להתעסק בעיסקא בתנאים מסוימים לכל אחד ללא הסכמת החברה. מ"מ כתב המקור חיים דכשם שניתן להעביר שעבוד על גביית נכסים בממרנו"ת, ניתן גם להעביר שעבוד של תנאים מסוימים בעיסקא בממרנו"ת.

אמנם כאשר הקונה הראשון היה אחד שאינו שומר תו"מ, ומסתבר שהוא לא מעוניין לקבל את האג"ח כפי תנאי ההתר עיסקא, בפרט שמי שמגרעים בכוחו הוא המלווה, שכן כעת אין חובו מובטח, וכפי שציינו מקודם, אם ננקוט כדעת הפוסקים שההתר עיסקא אינו חל כלפיו וההלוואה

הינה בריבית קצוצה, הגם שהחברה יכולה להשתעבד לכל מי שיבוא אחר הראשון, כדין ממרנו"ת, אך כדי להפוך את ההלוואה לעיסקא נזדקק לקנין חדש שהחברה מקנה לרוכש חלק בכל עסקיה ונכסיה הטובים, והוא הופך להיות שותף בשווה, וכל שלא יעשה קנין כזה, לא יוכל החוב להתהפך לעיסקא מאליו מכח ההתר עיסקא הכללי.

שאלות אלו נפתרות, כאשר נקפיד לקנות רק אג"ח שמצורף אליו התר עיסקא פרטי, ואז לא מיבעיא כאשר הראשון קנה את האג"ח בתוספת ההסכם הנוסף, מראש החוב הוקנה לחברה בתורת עיסקא, ואדם יכול למכור את פקדונו לאחר. אך גם אם החוב נוצר בתחילה ללא ההסכם הנוסף של התר עיסקא, כאשר בקניה בשוק המשני הוספנו את ההסכם הנוסף לתוך האג"ח, נחשב הדבר כהקנאה מיוחדת, וכאילו היה כאן קנין מיוחד להפוך את החוב לעיסקא, שיהיה למוכ"ז חלק בנכסי המתחייב.

רשות ניירות ערך
ISRAEL SECURITIES AUTHORITY
מחלקת תאגידים www.isa.gov.il

עמדת סגל

עמדות סגל הרשות המובאות להלן הינן עמדות מקצועיות המשקפות החלטות ועמדות של הסגל בסוגיות הנוגעות ליישום דיני ניירות ערך. תוכן העמדות המפורסמות מנחה את הרשות והסגל בהפעלת סמכותם והציבור יוכל להשתמש בהן ולהחילן בנסיבות דומות.

י״א ניסן תשע״ו
19 אפריל 2016

עמדת סגל משפטית מספר 12-199 : היתר עסקא

אל סגל הרשות הגיעו פניות המבקשות למנוע את חלות איסור ריבית ההלכתי ביחס להשקעה באגרות חוב המונפקות בישראל.[87]

הפתרון המקובל לבעיית איסור ריבית הינו מנגנון היתר עסקא.[88] מנגנון זה הופך עסקת הלוואה סטנדרטית לעסקה בעלת תנאים משפטיים שונים המובילים מבחינה מעשית לתוצאה דומה לעסקת ההלוואה אותה מבקשים הצדדים להשיג אך ללא איסור ריבית. במסגרת עסקא מצויה ,הממון מעמיד חצי מהסכום למקבל כהלוואה ללא ריבית וחצי מהסכום כפיקדון המיועד להשקעה משותפת (Joint Venture) והפקת רווחים (ומכאן מקור השם עסקא.) עסקה זו אינה כוללת רכיב של ריבית, שכן חצי ההלוואה הינו ללא ריבית ואילו חצי העסקא אינו מועמד בתורת הלוואה אלא בתורת פיקדון .

כאמור לעיל, מטרת היתר עסקא הינה להשיג מבחינה מעשית הסכם דומה להסכם הלוואה סטנדרטית ולכן נדרשים מנגנונים נוספים אשר יובילו לתוצאה זו וכדלהלן :

ראשית, היתר עסקא שונה מהלוואה בכך שבעוד שלווה אחראי להחזר כל הסכום שקיבל אף אם השקעתו הניבה הפסדים ,הרי שבהיתר עסקא, לחצי מהסכום (חצי העסקא) אין המקבל אחראי, כך שבמקרה של הפסד הקרן לא יקבל הממון אפילו את הסכום המקורי. הפתרון הנפוץ לבעיה זו הינו בתחום דיני הראיות במשפט העברי - במסגרת היתר עסקא קובעים הצדדים לדוגמא, כי המקבל לא יהיה נאמן לטעון להפסד הקרן אלא אם יישבע לפי דיני התורה ובתנאים מחמירים ביותר כי אכן הפסיד את הקרן או יביא עדים שיעידו על כך (וניתן לקבוע אף את זהות אותם עדים). כך, מבחינה מעשית הנטל הראייתי הנדרש להוכחת ההפסד הינו גבוה מאד .

ההבדל המשמעותי השני בין היתר עסקא להלוואה הוא בנוגע לתשואה. בעוד שהלוואה נושאת ריבית קבועה, בעסקא התשואה אינה קבועה אלא תלויה ברווחי חצי העסקא (שכן חצי ההלוואה כזכור אינו נושא ריבית). הפיתרון למצב זה טמון אף הוא בדיני הראיות. בהיתר עסקא הנפוץ נהוג לקבוע כי המקבל לא יהיה נאמן לטעון שהרוויח פחות משיעור שייקבע מראש (המשקף את הריבית הרצויה כפול שניים, מאחר שחצי ההלוואה כאמור אינו נושא ריבית) אלא על ידי שבועה בתנאים מחמירים כמתואר לעיל. בדומה לסוגיה הקודמת, גם כאן מבחינה מעשית קשה יהיה למקבל לעמוד בסף הראייתי הנדרש על מנת להוכיח כי העסקא הייתה רווחית פחות מהשיעור המוסכם ולפיכך מבחינה מעשית ישלם סכום המשקף את הריבית הרצויה .

בהמשך לאמור אל סגל הרשות הופנתה השאלה הבאה : האם תאגיד אשר הנפיק אגרות חוב לציבור רשאי להתקשר עם מחזיק תעודות התחייבות (״**המחזיק**״), אחד או יותר ישירות באופן וולנטרי, נפרד ופרטני בהיתר עסקא (״**ההסכם הנפרד**״) בקשר להשקעה באגרות חוב של התאגיד ?

הסגל מודיע בזאת כי מצדו אין מניעה שתאגיד יציע למחזיקים להתקשר בהסכם הנפרד כאמור ויתקשר בהסכם זה עם כל מחזיק שיחפוץ בכך . זאת בתנאי שההסכם הנפרד יקבע כי תוקפו יהיה אך ורק ביחס למחזיקים אשר התקשרו בו עם החברה וביחס לתקופה שבה יחזיקו באגרות החוב, וכי יישומו יבוצע במישרין בין מחזיקים אלו לבין התאגיד מבלי שהנאמן למחזיקי תעודות ההתחייבות יתערב בו (שהרי תחולתו של ההסכם הנפרד מוגבלת כאמור רק למשקיעים מסוימים בעוד הנאמן מייצג את כלל המשקיעים בסדרה.)[89]

לעמדת סגל הרשות במקרה זה ההסכם הנפרד יהווה הסדר נפרד מתעודת ההתחייבות ותנאיה ,ואשר נעשה בין מחזיק מסוים והתאגיד, מבלי שיהיה בו בכדי להשליך על תנאי תעודות ההתחייבות הרלוונטיים לכלל המחזיקים בתעודות ההתחייבות מכוח אותה סדרה. מכך נובע בנוסף כי במועד מכירת תעודות ההתחייבות על ידי מחזיקים שהתקשרו בהסכם הנפרד לא יעקוב ההסכם הנפרד אחר המכירה, שכן כאמור תחולתו מוגבלת רק למחזיקים שהתקשרו בו .

יובהר כי תאגיד רשאי לכלול במסגרת התשקיף פרטים בדבר האפשרות להתקשר עמו בהסכם הנפרד. כך לדוגמא, ניתן לצרף לתשקיף פירוט של נוסח ההסכם הנפרד אשר יחול על משקיע שיבחר להתקשר בו, או פרטים טכניים בדבר אופן ההצטרפות להסכם הנפרד (כגון פרטי אתר אינטרנט ייעודי, כמוצע להלן).

כמו כן, סגל הרשות לא יתנגד לכך שההסכם הנפרד כאמור יכלול התחייבויות מסירת מידע מצד מחזיקים כאמור כלפי התאגיד לעניין שיעורי ומועדי החזקתם באגרות החוב של התאגיד .

יישום אפשרי של עמדה זו הינו באמצעות אתר אינטרנט ייעודי, שבאמצעותו יוכלו משקיעים באגרות חוב לקבל את הצעת החברה להתקשרות בהסכם הנפרד. אתר כזה אפשר שיתייחס לאגרות חוב של תאגיד בודד (לדוגמא כחלק מאתר האינטרנט של התאגיד) או שיהיה אתר כללי יותר המתייחס לקבוצת תאגידים שייבחרו להיכלל בו .

יובהר, כי עמדה זו מתייחסת אך ורק לשאלה שהופנתה אל הסגל כמתואר לעיל והיא עוסקת רק בהיבטים הנוגעים לדיני ניירות ערך ולא בהיבטים הנוגעים לדינים אחרים לרבות חובות ומגבלות שעשויות להיות כרוכות בהפעלת אתר אינטרנט כאמור. עמדת הסגל אינה מביעה דעה בקשר לתוקפו המשפטי או השלכותיו של היתר עסקא ככלל ,וכן אין בה בכדי להביע עמדה בדבר פתרונות הלכתיים מבוססי היתר עסקא אחרים להשקעה באגרות חוב .

---

[87] יצוין כי לדעת חלק מפוסקי ההלכה בדורות האחרונים, השקעה ראיגרת חוב המונפקת על ידי חברה רע״מ איזה מריאה לידי איסור ריבית וממילא אין בכך בעיה המצויה פונרון. עם זאת, פוסקי הלכה אחרים וחולקים וסבורים כי גם במקרה זה קיים איסור ריבית. להרחבה ראו משה הרשלר ואליהו רפאל היישריק **תורת רבית**, עמ' שמז ואילך, ירושלים תשנ״ד .

[88] התיאור להלן מבוסס על **תורת רבית**, לעיל הערה 1, עמ' רנה ואילך .

להמשך קריאה ועיון

ניתן לרכוש את הספר בכתובת דוא"ל

yshd4407@gmail.com

או בעמדות 'בלוי' ברחבי הארץ

להמשך קריאה ועיון

ניתן לרכוש את הספר בכתובת דוא"ל

yshd4407@gmail.com

או בעמדות 'בלוי' ברחבי הארץ

להמשך קריאה ועיון

ניתן לרכוש את הספר בכתובת דוא"ל

yshd4407@gmail.com

או בעמדות 'בלוי' ברחבי הארץ

להמשך קריאה ועיון

ניתן לרכוש את הספר בכתובת דוא"ל

yshd4407@gmail.com

או בעמדות 'בלוי' ברחבי הארץ

להמשך קריאה ועיון

ניתן לרכוש את הספר בכתובת דוא"ל

yshd4407@gmail.com

או בעמדות 'בלוי' ברחבי הארץ

להמשך קריאה ועיון

ניתן לרכוש את הספר בכתובת דוא"ל

yshd4407@gmail.com

או בעמדות 'בלוי' ברחבי הארץ

להמשך קריאה ועיון

ניתן לרכוש את הספר בכתובת דוא"ל

yshd4407@gmail.com

או בעמדות 'בלוי' ברחבי הארץ

להמשך קריאה ועיון

ניתן לרכוש את הספר בכתובת דוא"ל

yshd4407@gmail.com

או בעמדות 'בלוי' ברחבי הארץ

להמשך קריאה ועיון

ניתן לרכוש את הספר בכתובת דוא"ל

yshd4407@gmail.com

או בעמדות 'בלוי' ברחבי הארץ

להמשך קריאה ועיון

ניתן לרכוש את הספר בכתובת דוא"ל

yshd4407@gmail.com

או בעמדות 'בלוי' ברחבי הארץ

להמשך קריאה ועיון

ניתן לרכוש את הספר בכתובת דוא"ל

yshd4407@gmail.com

או בעמדות 'בלוי' ברחבי הארץ

להמשך קריאה ועיון

ניתן לרכוש את הספר בכתובת דוא"ל

yshd4407@gmail.com

או בעמדות 'בלוי' ברחבי הארץ

להמשך קריאה ועיון

ניתן לרכוש את הספר בכתובת דוא"ל

yshd4407@gmail.com

או בעמדות 'בלוי' ברחבי הארץ

להמשך קריאה ועיון

ניתן לרכוש את הספר בכתובת דוא"ל

yshd4407@gmail.com

או בעמדות 'בלוי' ברחבי הארץ

להמשך קריאה ועיון

ניתן לרכוש את הספר בכתובת דוא"ל

yshd4407@gmail.com

או בעמדות 'בלוי' ברחבי הארץ

להמשך קריאה ועיון

ניתן לרכוש את הספר בכתובת דוא"ל

yshd4407@gmail.com

או בעמדות 'בלוי' ברחבי הארץ

להמשך קריאה ועיון

ניתן לרכוש את הספר בכתובת דוא"ל

yshd4407@gmail.com

או בעמדות 'בלוי' ברחבי הארץ

להמשך קריאה ועיון

ניתן לרכוש את הספר בכתובת דוא"ל

yshd4407@gmail.com

או בעמדות 'בלוי' ברחבי הארץ

להמשך קריאה ועיון

ניתן לרכוש את הספר בכתובת דוא"ל

yshd4407@gmail.com

או בעמדות 'בלוי' ברחבי הארץ

להמשך קריאה ועיון

ניתן לרכוש את הספר בכתובת דוא"ל

yshd4407@gmail.com

או בעמדות 'בלוי' ברחבי הארץ

להמשך קריאה ועיון

ניתן לרכוש את הספר בכתובת דוא"ל

yshd4407@gmail.com

או בעמדות 'בלוי' ברחבי הארץ

להמשך קריאה ועיון

ניתן לרכוש את הספר בכתובת דוא"ל

yshd4407@gmail.com

או בעמדות 'בלוי' ברחבי הארץ

להמשך קריאה ועיון

ניתן לרכוש את הספר בכתובת דוא"ל

yshd4407@gmail.com

או בעמדות 'בלוי' ברחבי הארץ

להמשך קריאה ועיון

ניתן לרכוש את הספר בכתובת דוא"ל

yshd4407@gmail.com

או בעמדות 'בלוי' ברחבי הארץ

להמשך קריאה ועיון

ניתן לרכוש את הספר בכתובת דוא"ל

yshd4407@gmail.com

או בעמדות 'בלוי' ברחבי הארץ

להמשך קריאה ועיון

ניתן לרכוש את הספר בכתובת דוא"ל

yshd4407@gmail.com

או בעמדות 'בלוי' ברחבי הארץ

להמשך קריאה ועיון

ניתן לרכוש את הספר בכתובת דוא"ל

yshd4407@gmail.com

או בעמדות 'בלוי' ברחבי הארץ

להמשך קריאה ועיון

ניתן לרכוש את הספר בכתובת דוא"ל

yshd4407@gmail.com

או בעמדות 'בלוי' ברחבי הארץ

להמשך קריאה ועיון

ניתן לרכוש את הספר בכתובת דוא"ל

yshd4407@gmail.com

או בעמדות 'בלוי' ברחבי הארץ

להמשך קריאה ועיון

ניתן לרכוש את הספר בכתובת דוא"ל

yshd4407@gmail.com

או בעמדות 'בלוי' ברחבי הארץ

להמשך קריאה ועיון

ניתן לרכוש את הספר בכתובת דוא"ל

yshd4407@gmail.com

או בעמדות 'בלוי' ברחבי הארץ

להמשך קריאה ועיון

ניתן לרכוש את הספר בכתובת דוא"ל

yshd4407@gmail.com

או בעמדות 'בלוי' ברחבי הארץ

להמשך קריאה ועיון

ניתן לרכוש את הספר בכתובת דוא"ל

yshd4407@gmail.com

או בעמדות 'בלוי' ברחבי הארץ

להמשך קריאה ועיון

ניתן לרכוש את הספר בכתובת דוא"ל

yshd4407@gmail.com

או בעמדות 'בלוי' ברחבי הארץ

להמשך קריאה ועיון

ניתן לרכוש את הספר בכתובת דוא"ל

yshd4407@gmail.com

או בעמדות 'בלוי' ברחבי הארץ

להמשך קריאה ועיון

ניתן לרכוש את הספר בכתובת דוא"ל

yshd4407@gmail.com

או בעמדות 'בלוי' ברחבי הארץ

להמשך קריאה ועיון

ניתן לרכוש את הספר בכתובת דוא"ל

yshd4407@gmail.com

או בעמדות 'בלוי' ברחבי הארץ

להמשך קריאה ועיון

ניתן לרכוש את הספר בכתובת דוא"ל

yshd4407@gmail.com

או בעמדות 'בלוי' ברחבי הארץ

להמשך קריאה ועיון

ניתן לרכוש את הספר בכתובת דוא"ל

yshd4407@gmail.com

או בעמדות 'בלוי' ברחבי הארץ

להמשך קריאה ועיון

ניתן לרכוש את הספר בכתובת דוא"ל

yshd4407@gmail.com

או בעמדות 'בלוי' ברחבי הארץ

להמשך קריאה ועיון

ניתן לרכוש את הספר בכתובת דוא"ל

yshd4407@gmail.com

או בעמדות 'בלוי' ברחבי הארץ

להמשך קריאה ועיון

ניתן לרכוש את הספר בכתובת דוא"ל

yshd4407@gmail.com

או בעמדות 'בלוי' ברחבי הארץ

להמשך קריאה ועיון

ניתן לרכוש את הספר בכתובת דוא"ל

yshd4407@gmail.com

או בעמדות 'בלוי' ברחבי הארץ

להמשך קריאה ועיון

ניתן לרכוש את הספר בכתובת דוא"ל

yshd4407@gmail.com

או בעמדות 'בלוי' ברחבי הארץ

להמשך קריאה ועיון

ניתן לרכוש את הספר בכתובת דוא"ל

yshd4407@gmail.com

או בעמדות 'בלוי' ברחבי הארץ

להמשך קריאה ועיון

ניתן לרכוש את הספר בכתובת דוא"ל

yshd4407@gmail.com

או בעמדות 'בלוי' ברחבי הארץ

להמשך קריאה ועיון

ניתן לרכוש את הספר בכתובת דוא"ל

yshd4407@gmail.com

או בעמדות 'בלוי' ברחבי הארץ

להמשך קריאה ועיון

ניתן לרכוש את הספר בכתובת דוא"ל

yshd4407@gmail.com

או בעמדות 'בלוי' ברחבי הארץ

להמשך קריאה ועיון

ניתן לרכוש את הספר בכתובת דוא"ל

yshd4407@gmail.com

או בעמדות 'בלוי' ברחבי הארץ

להמשך קריאה ועיון

ניתן לרכוש את הספר בכתובת דוא"ל

yshd4407@gmail.com

או בעמדות 'בלוי' ברחבי הארץ

להמשך קריאה ועיון

ניתן לרכוש את הספר בכתובת דוא"ל

yshd4407@gmail.com

או בעמדות 'בלוי' ברחבי הארץ

להמשך קריאה ועיון

ניתן לרכוש את הספר בכתובת דוא"ל

yshd4407@gmail.com

או בעמדות 'בלוי' ברחבי הארץ

להמשך קריאה ועיון

ניתן לרכוש את הספר בכתובת דוא"ל

yshd4407@gmail.com

או בעמדות 'בלוי' ברחבי הארץ

להמשך קריאה ועיון

ניתן לרכוש את הספר בכתובת דוא"ל

yshd4407@gmail.com

או בעמדות 'בלוי' ברחבי הארץ

להמשך קריאה ועיון

ניתן לרכוש את הספר בכתובת דוא"ל

yshd4407@gmail.com

או בעמדות 'בלוי' ברחבי הארץ

להמשך קריאה ועיון

ניתן לרכוש את הספר בכתובת דוא"ל

yshd4407@gmail.com

או בעמדות 'בלוי' ברחבי הארץ

להמשך קריאה ועיון

ניתן לרכוש את הספר בכתובת דוא"ל

yshd4407@gmail.com

או בעמדות 'בלוי' ברחבי הארץ

להמשך קריאה ועיון

ניתן לרכוש את הספר בכתובת דוא"ל

yshd4407@gmail.com

או בעמדות 'בלוי' ברחבי הארץ

להמשך קריאה ועיון

ניתן לרכוש את הספר בכתובת דוא"ל

yshd4407@gmail.com

או בעמדות 'בלוי' ברחבי הארץ

להמשך קריאה ועיון

ניתן לרכוש את הספר בכתובת דוא"ל

yshd4407@gmail.com

או בעמדות 'בלוי' ברחבי הארץ

להמשך קריאה ועיון

ניתן לרכוש את הספר בכתובת דוא"ל

yshd4407@gmail.com

או בעמדות 'בלוי' ברחבי הארץ

להמשך קריאה ועיון

ניתן לרכוש את הספר בכתובת דוא"ל

yshd4407@gmail.com

או בעמדות 'בלוי' ברחבי הארץ

להמשך קריאה ועיון

ניתן לרכוש את הספר בכתובת דוא"ל

yshd4407@gmail.com

או בעמדות 'בלוי' ברחבי הארץ

להמשך קריאה ועיון

ניתן לרכוש את הספר בכתובת דוא"ל

yshd4407@gmail.com

או בעמדות 'בלוי' ברחבי הארץ

להמשך קריאה ועיון

ניתן לרכוש את הספר בכתובת דוא"ל

yshd4407@gmail.com

או בעמדות 'בלוי' ברחבי הארץ

להמשך קריאה ועיון

ניתן לרכוש את הספר בכתובת דוא"ל

yshd4407@gmail.com

או בעמדות 'בלוי' ברחבי הארץ

להמשך קריאה ועיון

ניתן לרכוש את הספר בכתובת דוא"ל

yshd4407@gmail.com

או בעמדות 'בלוי' ברחבי הארץ

להמשך קריאה ועיון

ניתן לרכוש את הספר בכתובת דוא"ל

yshd4407@gmail.com

או בעמדות 'בלוי' ברחבי הארץ

להמשך קריאה ועיון

ניתן לרכוש את הספר בכתובת דוא"ל

yshd4407@gmail.com

או בעמדות 'בלוי' ברחבי הארץ

להמשך קריאה ועיון

ניתן לרכוש את הספר בכתובת דוא"ל

yshd4407@gmail.com

או בעמדות 'בלוי' ברחבי הארץ

להמשך קריאה ועיון

ניתן לרכוש את הספר בכתובת דוא"ל

yshd4407@gmail.com

או בעמדות 'בלוי' ברחבי הארץ

להמשך קריאה ועיון

ניתן לרכוש את הספר בכתובת דוא"ל

yshd4407@gmail.com

או בעמדות 'בלוי' ברחבי הארץ

להמשך קריאה ועיון

ניתן לרכוש את הספר בכתובת דוא"ל

yshd4407@gmail.com

או בעמדות 'בלוי' ברחבי הארץ

להמשך קריאה ועיון

ניתן לרכוש את הספר בכתובת דוא"ל

yshd4407@gmail.com

או בעמדות 'בלוי' ברחבי הארץ

להמשך קריאה ועיון

ניתן לרכוש את הספר בכתובת דוא"ל

yshd4407@gmail.com

או בעמדות 'בלוי' ברחבי הארץ

להמשך קריאה ועיון

ניתן לרכוש את הספר בכתובת דוא"ל

yshd4407@gmail.com

או בעמדות 'בלוי' ברחבי הארץ

להמשך קריאה ועיון

ניתן לרכוש את הספר בכתובת דוא"ל

yshd4407@gmail.com

או בעמדות 'בלוי' ברחבי הארץ

להמשך קריאה ועיון

ניתן לרכוש את הספר בכתובת דוא"ל

yshd4407@gmail.com

או בעמדות 'בלוי' ברחבי הארץ

להמשך קריאה ועיון

ניתן לרכוש את הספר בכתובת דוא"ל

yshd4407@gmail.com

או בעמדות 'בלוי' ברחבי הארץ

להמשך קריאה ועיון

ניתן לרכוש את הספר בכתובת דוא"ל

yshd4407@gmail.com

או בעמדות 'בלוי' ברחבי הארץ

להמשך קריאה ועיון

ניתן לרכוש את הספר בכתובת דוא"ל

yshd4407@gmail.com

או בעמדות 'בלוי' ברחבי הארץ

להמשך קריאה ועיון

ניתן לרכוש את הספר בכתובת דוא"ל

yshd4407@gmail.com

או בעמדות 'בלוי' ברחבי הארץ

להמשך קריאה ועיון

ניתן לרכוש את הספר בכתובת דוא"ל

yshd4407@gmail.com

או בעמדות 'בלוי' ברחבי הארץ

להמשך קריאה ועיון

ניתן לרכוש את הספר בכתובת דוא"ל

yshd4407@gmail.com

או בעמדות 'בלוי' ברחבי הארץ

להמשך קריאה ועיון

ניתן לרכוש את הספר בכתובת דוא"ל

yshd4407@gmail.com

או בעמדות 'בלוי' ברחבי הארץ

להמשך קריאה ועיון

ניתן לרכוש את הספר בכתובת דוא"ל

yshd4407@gmail.com

או בעמדות 'בלוי' ברחבי הארץ

להמשך קריאה ועיון

ניתן לרכוש את הספר בכתובת דוא"ל

yshd4407@gmail.com

או בעמדות 'בלוי' ברחבי הארץ

להמשך קריאה ועיון

ניתן לרכוש את הספר בכתובת דוא"ל

yshd4407@gmail.com

או בעמדות 'בלוי' ברחבי הארץ

להמשך קריאה ועיון

ניתן לרכוש את הספר בכתובת דוא"ל

yshd4407@gmail.com

או בעמדות 'בלוי' ברחבי הארץ

להמשך קריאה ועיון

ניתן לרכוש את הספר בכתובת דוא"ל

yshd4407@gmail.com

או בעמדות 'בלוי' ברחבי הארץ

להמשך קריאה ועיון

ניתן לרכוש את הספר בכתובת דוא"ל

yshd4407@gmail.com

או בעמדות 'בלוי' ברחבי הארץ

להמשך קריאה ועיון

ניתן לרכוש את הספר בכתובת דוא"ל

yshd4407@gmail.com

או בעמדות 'בלוי' ברחבי הארץ

להמשך קריאה ועיון

ניתן לרכוש את הספר בכתובת דוא"ל

yshd4407@gmail.com

או בעמדות 'בלוי' ברחבי הארץ

להמשך קריאה ועיון

ניתן לרכוש את הספר בכתובת דוא"ל

yshd4407@gmail.com

או בעמדות 'בלוי' ברחבי הארץ

להמשך קריאה ועיון

ניתן לרכוש את הספר בכתובת דוא"ל

yshd4407@gmail.com

או בעמדות 'בלוי' ברחבי הארץ

להמשך קריאה ועיון

ניתן לרכוש את הספר בכתובת דוא"ל

yshd4407@gmail.com

או בעמדות 'בלוי' ברחבי הארץ

להמשך קריאה ועיון

ניתן לרכוש את הספר בכתובת דוא"ל

yshd4407@gmail.com

או בעמדות 'בלוי' ברחבי הארץ

להמשך קריאה ועיון

ניתן לרכוש את הספר בכתובת דוא"ל

yshd4407@gmail.com

או בעמדות 'בלוי' ברחבי הארץ

להמשך קריאה ועיון

ניתן לרכוש את הספר בכתובת דוא"ל

yshd4407@gmail.com

או בעמדות 'בלוי' ברחבי הארץ

להמשך קריאה ועיון

ניתן לרכוש את הספר בכתובת דוא"ל

yshd4407@gmail.com

או בעמדות 'בלוי' ברחבי הארץ

להמשך קריאה ועיון

ניתן לרכוש את הספר בכתובת דוא"ל

yshd4407@gmail.com

או בעמדות 'בלוי' ברחבי הארץ

להמשך קריאה ועיון

ניתן לרכוש את הספר בכתובת דוא"ל

yshd4407@gmail.com

או בעמדות 'בלוי' ברחבי הארץ

להמשך קריאה ועיון

ניתן לרכוש את הספר בכתובת דוא"ל

yshd4407@gmail.com

או בעמדות 'בלוי' ברחבי הארץ

להמשך קריאה ועיון

ניתן לרכוש את הספר בכתובת דוא"ל

yshd4407@gmail.com

או בעמדות 'בלוי' ברחבי הארץ

להמשך קריאה ועיון

ניתן לרכוש את הספר בכתובת דוא"ל

yshd4407@gmail.com

או בעמדות 'בלוי' ברחבי הארץ

להמשך קריאה ועיון

ניתן לרכוש את הספר בכתובת דוא"ל

yshd4407@gmail.com

או בעמדות 'בלוי' ברחבי הארץ

להמשך קריאה ועיון

ניתן לרכוש את הספר בכתובת דוא"ל

yshd4407@gmail.com

או בעמדות 'בלוי' ברחבי הארץ

להמשך קריאה ועיון

ניתן לרכוש את הספר בכתובת דוא"ל

yshd4407@gmail.com

או בעמדות 'בלוי' ברחבי הארץ

להמשך קריאה ועיון

ניתן לרכוש את הספר בכתובת דוא"ל

yshd4407@gmail.com

או בעמדות 'בלוי' ברחבי הארץ

להמשך קריאה ועיון

ניתן לרכוש את הספר בכתובת דוא"ל

yshd4407@gmail.com

או בעמדות 'בלוי' ברחבי הארץ

להמשך קריאה ועיון

ניתן לרכוש את הספר בכתובת דוא"ל

yshd4407@gmail.com

או בעמדות 'בלוי' ברחבי הארץ

להמשך קריאה ועיון

ניתן לרכוש את הספר בכתובת דוא"ל

yshd4407@gmail.com

או בעמדות 'בלוי' ברחבי הארץ

להמשך קריאה ועיון

ניתן לרכוש את הספר בכתובת דוא"ל

yshd4407@gmail.com

או בעמדות 'בלוי' ברחבי הארץ

להמשך קריאה ועיון

ניתן לרכוש את הספר בכתובת דוא"ל

yshd4407@gmail.com

או בעמדות 'בלוי' ברחבי הארץ

להמשך קריאה ועיון

ניתן לרכוש את הספר בכתובת דוא"ל

yshd4407@gmail.com

או בעמדות 'בלוי' ברחבי הארץ

להמשך קריאה ועיון

ניתן לרכוש את הספר בכתובת דוא"ל

yshd4407@gmail.com

או בעמדות 'בלוי' ברחבי הארץ

להמשך קריאה ועיון

ניתן לרכוש את הספר בכתובת דוא"ל

yshd4407@gmail.com

או בעמדות 'בלוי' ברחבי הארץ

להמשך קריאה ועיון

ניתן לרכוש את הספר בכתובת דוא"ל

yshd4407@gmail.com

או בעמדות 'בלוי' ברחבי הארץ

להמשך קריאה ועיון

ניתן לרכוש את הספר בכתובת דוא"ל

yshd4407@gmail.com

או בעמדות 'בלוי' ברחבי הארץ

להמשך קריאה ועיון

ניתן לרכוש את הספר בכתובת דוא"ל

yshd4407@gmail.com

או בעמדות 'בלוי' ברחבי הארץ

להמשך קריאה ועיון

ניתן לרכוש את הספר בכתובת דוא"ל

yshd4407@gmail.com

או בעמדות 'בלוי' ברחבי הארץ

להמשך קריאה ועיון

ניתן לרכוש את הספר בכתובת דוא"ל

yshd4407@gmail.com

או בעמדות 'בלוי' ברחבי הארץ

להמשך קריאה ועיון

ניתן לרכוש את הספר בכתובת דוא"ל

yshd4407@gmail.com

או בעמדות 'בלוי' ברחבי הארץ

להמשך קריאה ועיון

ניתן לרכוש את הספר בכתובת דוא"ל

yshd4407@gmail.com

או בעמדות 'בלוי' ברחבי הארץ

להמשך קריאה ועיון

ניתן לרכוש את הספר בכתובת דוא"ל

yshd4407@gmail.com

או בעמדות 'בלוי' ברחבי הארץ

להמשך קריאה ועיון

ניתן לרכוש את הספר בכתובת דוא"ל

yshd4407@gmail.com

או בעמדות 'בלוי' ברחבי הארץ

להמשך קריאה ועיון

ניתן לרכוש את הספר בכתובת דוא"ל

yshd4407@gmail.com

או בעמדות 'בלוי' ברחבי הארץ

להמשך קריאה ועיון

ניתן לרכוש את הספר בכתובת דוא"ל

yshd4407@gmail.com

או בעמדות 'בלוי' ברחבי הארץ

להמשך קריאה ועיון

ניתן לרכוש את הספר בכתובת דוא"ל

yshd4407@gmail.com

או בעמדות 'בלוי' ברחבי הארץ

להמשך קריאה ועיון

ניתן לרכוש את הספר בכתובת דוא"ל

yshd4407@gmail.com

או בעמדות 'בלוי' ברחבי הארץ

להמשך קריאה ועיון

ניתן לרכוש את הספר בכתובת דוא"ל

yshd4407@gmail.com

או בעמדות 'בלוי' ברחבי הארץ

להמשך קריאה ועיון

ניתן לרכוש את הספר בכתובת דוא"ל

yshd4407@gmail.com

או בעמדות 'בלוי' ברחבי הארץ

להמשך קריאה ועיון

ניתן לרכוש את הספר בכתובת דוא"ל

yshd4407@gmail.com

או בעמדות 'בלוי' ברחבי הארץ

להמשך קריאה ועיון

ניתן לרכוש את הספר בכתובת דוא"ל

yshd4407@gmail.com

או בעמדות 'בלוי' ברחבי הארץ

להמשך קריאה ועיון

ניתן לרכוש את הספר בכתובת דוא"ל

yshd4407@gmail.com

או בעמדות 'בלוי' ברחבי הארץ

להמשך קריאה ועיון

ניתן לרכוש את הספר בכתובת דוא"ל

yshd4407@gmail.com

או בעמדות 'בלוי' ברחבי הארץ

להמשך קריאה ועיון

ניתן לרכוש את הספר בכתובת דוא"ל

yshd4407@gmail.com

או בעמדות 'בלוי' ברחבי הארץ

להמשך קריאה ועיון

ניתן לרכוש את הספר בכתובת דוא"ל

yshd4407@gmail.com

או בעמדות 'בלוי' ברחבי הארץ

להמשך קריאה ועיון

ניתן לרכוש את הספר בכתובת דוא"ל

yshd4407@gmail.com

או בעמדות 'בלוי' ברחבי הארץ

להמשך קריאה ועיון

ניתן לרכוש את הספר בכתובת דוא"ל

yshd4407@gmail.com

או בעמדות 'בלוי' ברחבי הארץ

להמשך קריאה ועיון

ניתן לרכוש את הספר בכתובת דוא"ל

yshd4407@gmail.com

או בעמדות 'בלוי' ברחבי הארץ

להמשך קריאה ועיון

ניתן לרכוש את הספר בכתובת דוא"ל

yshd4407@gmail.com

או בעמדות 'בלוי' ברחבי הארץ

להמשך קריאה ועיון

ניתן לרכוש את הספר בכתובת דוא"ל

yshd4407@gmail.com

או בעמדות 'בלוי' ברחבי הארץ

להמשך קריאה ועיון

ניתן לרכוש את הספר בכתובת דוא"ל

yshd4407@gmail.com

או בעמדות 'בלוי' ברחבי הארץ

להמשך קריאה ועיון

ניתן לרכוש את הספר בכתובת דוא"ל

yshd4407@gmail.com

או בעמדות 'בלוי' ברחבי הארץ

להמשך קריאה ועיון

ניתן לרכוש את הספר בכתובת דוא"ל

yshd4407@gmail.com

או בעמדות 'בלוי' ברחבי הארץ

להמשך קריאה ועיון

ניתן לרכוש את הספר בכתובת דוא"ל

yshd4407@gmail.com

או בעמדות 'בלוי' ברחבי הארץ

להמשך קריאה ועיון

ניתן לרכוש את הספר בכתובת דוא"ל

yshd4407@gmail.com

או בעמדות 'בלוי' ברחבי הארץ

להמשך קריאה ועיון

ניתן לרכוש את הספר בכתובת דוא"ל

yshd4407@gmail.com

או בעמדות 'בלוי' ברחבי הארץ

להמשך קריאה ועיון

ניתן לרכוש את הספר בכתובת דוא"ל

yshd4407@gmail.com

או בעמדות 'בלוי' ברחבי הארץ

להמשך קריאה ועיון

ניתן לרכוש את הספר בכתובת דוא"ל

yshd4407@gmail.com

או בעמדות 'בלוי' ברחבי הארץ

להמשך קריאה ועיון

ניתן לרכוש את הספר בכתובת דוא"ל

yshd4407@gmail.com

או בעמדות 'בלוי' ברחבי הארץ

להמשך קריאה ועיון

ניתן לרכוש את הספר בכתובת דוא"ל

yshd4407@gmail.com

או בעמדות 'בלוי' ברחבי הארץ