

הרב שלמה אישון

המעבר מתעודות סל לקרנות סל והשלכותיו ההלכתיות

א. המצב המשפטי

הן תעודות סל הן קרנות סל הינן מכשירים פיננסיים העוקבים אחרי נכס בסיס מסוים, אולם קיים הבדל ביניהן:

קרנות הסל מבוססות על סל של ניירות ערך המוחזק על ידי נאמן לטובת בעלי היחידות בקרן. לבעלי היחידות בקרן אין זכות הצבעה בחברות שאת ניירות הערך שלהן מחזיק הנאמן. כמו"כ הם אינם זכאים לקבל את ניירות הערך עצמם, אלא רק לתמורה במזומן של שווי ניירות הערך. לדוגמה, קרן סל על מדד ת"א 100 היא למעשה תיק מניות הכולל את כל 100 המניות המרכיבות את מדד ת"א 100, לפי שיעורן היחסי במדד. כך שואפים מנהלי הקרן להשיג תשואה קרובה ככל האפשר לתשואתו בפועל של מדד ת"א 100. כשאדם קונה יחידה מקרן הסל הזו, יש לו נתח יחסי מכל אחת מ-100 המניות שהיא מחזיקה – המוחזק לטובתו על ידי הנאמן.¹

תעודות סל, לעומת זאת, הינן מכשיר פיננסי המבוסס על הלוואה הצמודה לסל ניירות ערך כלשהו. בעלי היחידות בתעודות סל יקבלו את כספם בהתאם לתשואת המדד של ניירות הערך שהקרן עוקבת אחריהם, זאת בשונה מקרן סל שבה יקבלו בעלי היחידות את כספם בהתאם לשווי נכסי הקרן בעת הפירעון. אשר על כן, בשונה מקרן סל המחזיקה, כאמור לעיל, את נכסי הבסיס עצמם שאחריהם היא עוקבת, מנפיקת תעודת הסל אינה מחויבת להחזיק בנכסי הבסיס, וכדי לעמוד בהתחייבויותיה היא יכולה לכסות עצמה גם בנכסים אחרים הדומים בשוויים לנכסי הבסיס.

הבדל זה שבין תעודות סל לבין קרנות סל משפיע על מידת הסיכון של רוכש יחידת השתתפות בכל אחד מן האפיקים:

בקרן סל, אם מנהל קרן הסל פושט רגל, רוכשי היחידות יקבלו לידיהם את שווי הנכסים שבהם החזיק הנאמן לטובתם. לעומת זאת, אם מנפיק תעודת הסל פושט את הרגל ומגיע לחדלות פירעון, אין כל ערובה שהמשקיע יקבל תמורה כלשהי בעד התעודות שרכש, משום שרוכשי היחידות הם בעצם מלווים ומעמדם יהיה כמעמדם של יתר נושי החברה המנפיקה. לכן, מתוך מטרה להגן יותר על כספם של הרוכשים, החליטה

1. יש לציין שכאשר מדובר במדד חו"ל, מותר לקרן מבחינה רגולטורית לכסות עצמה בנגזרים במקום בניירות הערך עצמם, כך שבקרן העוקבת אחר מדד חו"ל אין זה הכרחי שלקונה היחידה בקרן יהיה נתח יחסי בניירות הערך עצמם.



לאחרונה הרשות ניירות ערך לבטל את האפשרות להנפיק תעודות סל ולהפוך את תעודות הסל לקרנות נאמנות. שינוי זה ביטל למעשה את אחד מאפיקי ההשקעה שחלק מגופי הכשרות היו משקיעים בהם, מתוך כוונה להשקיע באופן העוקב אחרי ניירות ערך שונים בלא להיחשב בעלים של אותם ניירות ערך.² כתחליף לאפיק זה אישרה לאחרונה ועדת הכספים של הכנסת תקנות המאפשרות להקים 'קרן סל כשרה'. בטרם ניגש לבחון את קרן הסל הכשרה, עלינו לברר אם מבחינה הלכתית קיים הבדל בין רכישת יחידות בתעודות סל לבין רכישת יחידות בקרן סל, כאשר שתיהן עוקבות אחרי מדדי ניירות ערך של חברות שחלקן מחללות שבת ועוברות על איסור ריבית.

ב. רכישת יחידות בקרנות סל ובקרנות נאמנות

כאמור לעיל, ניירות הערך של קרן הסל מוחזקים על ידי נאמן לטובת רוכשי היחידות בקרן. מבחינה זו דומה קרן סל לקרן נאמנות אשר גם בה ישנו נאמן המחזיק בנכסים בעבור בעלי היחידות.

סעיף 1 לחוק הנאמנות התשל"ט-1979, קובע כי 'נאמנות היא זיקה לנכס שעל פיה חייב נאמן להחזיק או לפעול בו לטובת נהנה או למטרה אחרת...'. הביטוי 'זיקה לנכס' שבו משתמש החוק גרם לספקות רבים בקרב המשפטנים באשר לטיבה של זיקה זו, אם מדובר בזיקה קניינית או בסוג אחר של זיקה.

לשאלה זו חשיבות גדולה לענייננו: אם נגדיר את הנאמן ולא את בעלי היחידות כבעלים של ניירות הערך, נמצא שאין הבדל בין רכישת יחידה בתעודות סל לבין רכישת יחידה בקרן סל, שהרי בשני המצבים אין הרוכש נחשב כמי שמחזיק באופן ישיר בניירות ערך אסורים. לעומת זאת אם נאמר שלנאמן אין זיקה קניינית, והוא כעין שליח, הרי שבעלי היחידות הם אלו שנחשבים כבעלים של ניירות הערך, וממילא יהיה הבדל מבחינה הלכתית בין החזקת יחידה בקרן סל לבין החזקת יחידה בתעודות סל.

במקורות המשפט העברי אנו מוצאים סוגים שונים של נאמן: יש נאמן המוגדר כשליח ויש נאמן המוגדר כבעל הנכס לעניינים מסוימים. מסתבר שההגדרה תיקבע בהתאם למטרת הנאמנות: אם לשם השגת מטרת הנאמנות די יהיה להגדיר את הנאמן כשליח – הוא יוגדר כשליח, ואם לשם מטרת הנאמנות יש צורך להעניק לו בעלות מוגבלת – הוא יוגדר כבעל זיקה קניינית.³

מצב מורכב זה, של הגדרת זכותו הקניינית של הנאמן בנכסי הנאמנות, עומד כנראה בשורש המחלוקת בשאלה מי הוא הנחשב כמלווה בריבית, כאשר הנאמן מלווה בריבית

2. ר' מאמרנו בנושא: 'השקעות כשרות מהן', אמונת עתיך 100 (תשע"ג), עמ' 98-104.
3. ר' ירון אונגר, נאמנות בנכסים (מתוך הסדרה חוק לישראל בעריכת פרופ' נחום רקובר), סעיף 1: מהות הנאמנות.

את כספי הנאמנות: האם הנאמן הוא זה העובר על האיסור, או שמא מי שמינה את הנאמן לטפל בכספו?

השאלה מתעוררת כאשר יהודי ממנה נכרי לנאמן על כספו: אם הנאמן נחשב כמלווה, מותר יהיה לו להלוות את הכסף בריבית, שהרי איסור ריבית אינו חל על נכרים, אולם אם היהודי שמינה את הנאמן הוא הנחשב כמלווה, הרי שאסור יהיה להלוות כסף זה בריבית. כמו כן מתעוררת השאלה במקרה הפוך שבו נכרי ממנה יהודי כנאמן: אם הנאמן נחשב כמלווה, יהיה אסור להלוות את הכסף בריבית, ואם הממנה נחשב כמלווה – הדבר יהיה מותר.

בתוספתא (בבא מציעא פ"ה, ה"כ) על פי הגרסה שלפנינו נאמר:
ישראל שנעשה לו גוי אפוטרופוס או סנטר מותר ללוות הימנו בריבית וגוי שנעשה לו ישראל אפוטרופוס או סנטר אסור ללוות הימנו בריבית...

על פי גרסה זו, מי שנחשב כבעלים לעניין איסור ריבית הוא האפוטרופוס או הנאמן, ולא מי שמינה אותו. אולם הרמב"ן⁴ כתב שהגרסה הנכונה היא גרסה הפוכה, שבה נאמר:
ישראל שנעשה לו לגוי אפוטרופוס או סנטר מותר ללוות ממנו בריבית וגוי שנעשה אפוטרופוס לישראל או סנטר אסור ללוות ממנו בריבית.

על פי גרסה זו, הקובע הוא הממנה: אם הוא יהודי, אסור להלוות את הכסף בריבית, ואם הממנה הוא נכרי – מותר יהיה להלוות בריבית. הרמב"ן מבאר שהדבר נקבע לפי הממנה ולא לפי האפוטרופוס משום שמי שנושא בהפסדים או ברווחים של המעות – הוא נחשב כבעלים לעניין איסור ריבית.

להלכה נפסק כגרסה שמביא הרמב"ן⁵, ונמצא א"כ שמחזיקי היחידות בקרן, שלטובתם מחזיק הנאמן בניירות הערך, הם הנחשבים כבעלים של ניירות הערך לעניין איסור ריבית, וממילא שונה מעמדם מן הבחינה ההלכתית ממעמדם של מחזיקי היחידות בתעודת הסל אשר אינם נחשבים כבעלים של ניירות הערך אחריהם עוקבת הקרן. העולה מן הדברים שהחזקת יחידה בקרן סל העוקבת אחרי מדד ניירות ערך של חברות המחללות שבת ועוברות על איסור ריבית הינה בעייתית יותר, מבחינה הלכתית, מאשר החזקת יחידה בתעודת סל העוקבת אחרי אותו מדד. עם זאת החומרה שבהחזקת יחידה בתעודת סל או בקרן נאמנות פחותה מאשר בהחזקה ישירה של אותם ניירות ערך.⁶

4. חידושי הרמב"ן בבא מציעא ע"ב; וכן הוא בספר התרומות, שער מו חלק ז; שו"ת הרשב"א החדשות (מכתב יד) סי' עז.

5. ר' שו"ע, חו"מ סי' לד סעי' יב, ובבאור הגר"א, לשו"ע שם ס"ק יז.

6. משום שכאמור, לעניין ריבית, יש אומרים שהנאמן נחשב כמלווה. לכך יש לצרף את שיטת רש"י שאין איסור בריבית על ידי שליח - ר' שו"ע, יו"ד סי' קס סעי' טז ברמ"א. צד נוסף להקל, הן לגבי שבת הן לגבי ריבית, הוא העובדה שבכל מקרה אין למחזיקי היחידות בקרן בעלות גמורה על ניירות הערך, שהרי לא יקבלו את ניירות הערך עצמם, וכן אין להם זכות הצבעה בחברה שאת ניירות הערך שלה הם מחזיקים.



ג. מהותה של הקרן הכשרה

כאמור לעיל, היות שהשקעה בקרן סל בעייתית יותר מבחינת ההלכה מאשר השקעה בתעודות סל, וכדי שלא לפגוע באפיקי ההשקעה הכשרים, אושרו לאחרונה תקנות המאפשרות להקים 'קרן סל כשרה' וקובעות באילו נכסים תהיה קרן זו רשאית להחזיק. נציג ראשית את נוסח התקנות, כפי שאושרו על ידי ועדת הכספים, ואח"כ נבאר את משמעותן.

תקנה 2 לתקנות השקעות משותפות בנאמנות (נכסים שמותר לקנות ולהחזיק בקרן ושיעוריהם המרביים), תיקון התשע"ח, קובעת כך:

מנהל קרן רשאי לקנות ולהחזיק בקרן סל כשרה בניהולו, נכסים מסוגים ובתנאים כמפורט להלן בלבד:

(1) זכות על פי עסקת החלף כשרה שנעשתה עם קרן מקבילה שנכס המעקב, כיוון החשיפה והמינוף שלה זהים לשל הקרן הכשרה ואשר ניתנת למימוש בכל יום חישוב מחירים.

(2) זכות והתחייבות על פי עסקת החלף שלא במימון.

(3) נכסים שניתן לקנות ולהחזיק בקרן כספית ללא קונצרני.

תקנה 1 (3) שם, מגדירה מהי 'עסקת החלף כשרה' ומהי 'עסקת החלף שאינה במימון', וזה נוסחה:

עסקת החלף כשרה – עסקה שבמסגרתה מעביר מנהל קרן מקרן-סל כשרה שבניהולו לקרן מקבילה שבניהולו, סכום במזומנים השווה למחיר יחידה בקרן המקבילה, בתמורה לזכות לקבל סכום במזומנים השווה למחיר הפדיון של יחידה בקרן המקבילה. 'עסקת החלף שאינה במימון' – עסקת החלפת תזרימי מזומנים שצד אחד שלה מתחייב לשלם לצד השני או זכאי לקבל ממנו הפרשים במחירי נכס בסיס, כנגד תשלום ריבית, בתאריכים הנקובים בה מראש, ובלבד שסכום החשיפה לנכס הבסיס לא מועבר בין הצדדים לעסקה.

משמעות הדברים הינה שקרן המוגדרת כקרן כשרה תוכל להשקיע באחד משלושת המסלולים הבאים:

1. 'עסקת החלף כשרה' אשר בה מעבירה הקרן הכשרה כספים אשר קיבלה מרוכשי היחידות שבה לקרן אחרת שאיננה כשרה, הנקראת 'קרן מקבילה', ואשר עוקבת אחרי אותו מדד שאחריו עוקבת הקרן הכשרה. הקרן המקבילה מתחייבת להחזיר לקרן הכשרה את הכספים הללו בכל עת – בהצמדה לשווי נכסי הקרן, אשר אמור להיות קרוב לאותו מדד.

2. 'עסקת החלף שאינה במימון' אשר בה אין התקרות עם קרן מקבילה, ואין בה גם העברה של סכום העסקה. עסקה זו היא בעצם הסכם בין הקרן הכשרה לבין בנק, לפיו מועברים בין הצדדים הפרשים בשווי נכס הבסיס של העסקה. כך, אם שווי נכס הבסיס של העסקה עולה, הבנק מעביר לקרן את שיעור העלייה, ואם הוא יורד, הקרן מעבירה

לבנק את שיעור הירידה. בתמורה להצמדה שהבנק מתחייב עליה, הוא גובה מעין ריבית מהקרן הכשרה.⁷

3. השקעה באג"ח מדינה או באפיקים שקליים שאין בהם החזקת ניירות ערך של חברות. באפשרויות 2 ו-3 אין כל בעיה הלכתית,⁸ אולם אפשרות מס' 1, המאפשרת למנהל הקרן הכשרה לבצע עסקת החלף כשרה עם הקרן המקבילה, מחייבת דיון בשני החששות דלהלן.

ד. השש ריבית בהלוואה הצמודה לקרן המקבילה

על פי ההלכה, יש לפרוע הלוואה בערכה הנומינלי, ואסור להצמידה לנכס בסיס כלשהו. הצמדה של הלוואה עלולה להביא לכך שפירעון ההלוואה יהיה בסכום גבוה יותר, נומינלית וריאלית, מסכום ההלוואה – דבר האסור באיסור ריבית. עסקת החלף כמוה כהלוואה הצמודה למחיר יחידה בקרן, שהרי יש בה העברת כסף מהקרן הכשרה לקרן המקבילה, כאשר הקרן המקבילה מתחייבת לפרוע את החוב בצמוד לנכס הבסיס, ועל כן היא אסורה. אכן היא תהיה מותרת אם תיעשה על פי 'היתר עסקא',⁹ כאשר העדיפות היא ל'היתר עסקא' שכולו פיקדון אשר משקף את המשמעות הכלכלית האמיתית של עסקת החלף,¹⁰ ואשר פותר את הקושי ההלכתי הקיים בנידון דידן בהיתר עסקא שחציו מלווה וחציו פיקדון.¹¹ כמו כן יהיה צורך להתנות בהיתר העסקא שהקרן המקבילה

7. תודה לעו"ד שרה קנדלר, המשנה ליועץ המשפטי ברשות נ"ע, על שסייעה לי רבות בהבנת הדברים.
8. באפשרות מס' 2 אין הלוואה וממילא אין חשש ריבית (אף שהבנק גובה 'ריבית' על כך שהוא מאפשר לעשות איתו את עסקת החלף, אך ריבית זו היא על הלוואה 'וירטואלית', דהיינו על הלוואה שכאילו מלווה הבנק לקרן שבאמצעותה הוא כאילו רוכש בעבור הקרן את נכס הבסיס. אמנם, כאמור, בפועל אין כאן כל הלוואה וממילא אין חשש איסור). כמו"כ אין חשש של החזקה בנכסים אסורים, משום שבעלי היחידות בקרן הכשרה אינם מחזיקים בני"ע המרכיבים את נכס הבסיס.
9. באפשרות מס' 3, היות שאין החזקה של נ"ע קונצרניים, הרי שממילא אין כל חשש השקעה בחברות העוברות על איסור ריבית או מחללות שבת.
10. אף שהלכתית נחשבת עסקת החלף כהלוואה, הכלכלנים והמשפטנים אינם רואים בה הלוואה, משום שמטרתה אינה השגת מימון תמורת תשלום ריבית (שזו התכלית של הלוואה) אלא יצירת חשיפה לנכס בסיס, כלומר אופן של גידור סיכון פיננסי או השקעה ספקולטיבית בשוק ההון. על כן השימוש ב'היתר עסקא' מותר כאן לכתחילה בלא שום חשש הערמה, שהרי מבחינה כלכלית באמת מדובר כאן בעסקה, אלא שיש צורך בשימוש ב'היתר עסקא' כדי ליצור את ההגדרות ההלכתיות אשר תבאנה להתאמה בין המשמעות ההלכתית לבין המשמעות הכלכלית של עסקת החלף.
11. ב'היתר עסקא' שכולו פיקדון מקבל הנותן את מלוא הרווחים או ההפסדים של העסקה, בניגוד ל'היתר עסקא' שחציו מלווה וחציו פיקדון, שם מקבל הנותן רק מחצית הרווחים או ההפסדים. מטרת עסקת החלף היא חשיפת הנותן למלוא הרווחים או ההפסדים של נכס הבסיס, ולכן 'היתר עסקא' שכולו פיקדון הוא המתאים ביותר בעסקה זו.
12. כאמור, ב'היתר עסקא' של חציו מלווה וחציו פיקדון חשוף הנותן רק למחצית הרווחים או ההפסדים של העסקה. מצב זה מביא לתוצאה בלתי סבירה, משום שהקרן המקבילה מצמידה את הכספים שקיבלה מהקרן הכשרה למחיר יחידה בקרן. משמעות הדבר היא שהרווח או ההפסד של הקרן הכשרה מהכספים שנתנה לקרן המקבילה יהיה בפועל דומה לרווח או להפסד של בעלי היחידות בקרן המקבילה, והיות שכאמור על פי 'היתר עסקא' של חציו מלווה וחציו פיקדון, נושא הנותן רק

תשקיע את הכספים שקיבלה מהקרן הכשרה רק בנכסים המותרים על פי ההלכה,¹² כפי שהדבר נעשה גם בבנקים ובגופים אחרים שאף שהם משקיעים גם בנכסים אסורים, בכל זאת מתחייבים שהכספים שקיבלו מהלקוחות כפיקדון על פי היתר עסקא יושקעו רק בנכסים מותרים.¹³ היות שבקרן המקבילה החברה המנהלת אינה נחשבת כבעלים של הנכסים שהקרן עוקבת אחריהם, נראה ש'היתר העסקא' צריך להיחתם לא עם החברה המנהלת את הקרן המקבילה אלא עם הנאמן הנחשב שלוחם של בעלי היחידות בקרן, ואשר בסמכותו לחתום על חוזים והתחייבויות שהם לטובת המוטבים שלו גם בלא ידיעתם.¹⁴

במחצית מהרווחים או ההפסדים, יצטרכו לומר שהנכסים שבהם השקיעה הקרן המקבילה בעבור הקרן הכשרה הניבו רווחים או הפסדים כפולים מאשר הרווחים או ההפסדים של נכס הבסיס של הקרן - דבר שאינו סביר. לעומת זאת ב'היתר עסקא' שכולו פיקדון נושא הנותן במלוא הרווחים או ההפסדים, וסביר להניח שהרווחים שתקבל הקרן הכשרה בעבור הכספים שנתנה לקרן המקבילה יהיו דומים לרווחים או להפסדים של נכס הבסיס של הקרן. וראה בעניין זה גם בהערה הבאה.

12. משמעות תנאי זה היא שהקרן המקבילה מתחייבת לקנות בכספי הפיקדון שקיבלה מהקרן הכשרה רק נכסים שאין בהם איסור ריבית ואינם מחללים שבת. בלא תנאי זה לא הרווחנו דבר מבחינה הלכתית, שהיות שעל פי 'היתר העסקא' כספי עסקת ההחלף הם כספי פיקדון, הרי שהנכסים שקונה הקרן המקבילה בכסף זה נחשבים מבחינה הלכתית כנכסי הקרן הכשרה, וממילא הופכים העמיתים בקרן הכשרה להיות בעלים של כלל נכסי הקרן המקבילה, בדיוק כמו כלל בעלי היחידות בקרן המקבילה. אלא שכאשר מתנים שהקרן המקבילה תשקיע את כספי הקרן הכשרה רק בנכסים המותרים, הרי ממילא נחשבים בעלי היחידות בקרן הכשרה כבעלים על הנכסים הכשרים בלבד. אמנם בפועל פועלת הקרן המקבילה בכספים שקיבלה מהקרן הכשרה באותה צורה בדיוק שבה היא פועלת בכספים שהיא מקבלת מכלל בעלי היחידות בקרן המקבילה, אך אין זה מונע את האפשרות לקבוע שהבעלות של הקרן הכשרה תהיה רק על הנכסים המותרים של הקרן המקבילה - בין נרכשו בכספים שהיא קיבלה מהקרן הכשרה בין נרכשו מכספים שיש לה. אכן, אף שבאופן זה אין זהות בין נכסי הקרן הכשרה לבין נכסי בעלי היחידות בקרן המקבילה, אין מניעה שייקבע שיעור תשואה זהה, משום שלא יהיה זה בלתי סביר להניח שהתשואה דומה. אכן, כמו בכל 'היתר עסקא', גם כאן תעמוד בפני הקרן המקבילה האפשרות להרים את נטל הראיה כפי שנקבע בהיתר העסקה (שבועה ועדים כשרים ונאמנים) ולהוכיח שהרווחים שהניבו הנכסים הכשרים נמוכים מהרווחים שהניבו כלל הנכסים, ובמקרה כזה תשלם רק את שיעור הרווחים של הנכסים הכשרים ולא יותר. יש לציין שאף שהנתונים על אודות הרווחים של הנכסים הכשרים מפורסמים וידועים, ולכאורה ניתן לטעון שאין צורך בהבאת ראיות על כך, אין הדבר כן משתי סיבות: א. הקביעה מהם נכסים כשרים הינה מורכבת, ואם תטען הקרן המקבילה שרווחי הנכסים הכשרים היו נמוכים, תצטרך להביא ראיות שאכן המדובר בנכסים כשרים. ב. יש אומרים שאף אם שיעור הרווחים ידוע, אין זה פוטר את המקבל מלעמוד בנטל הראיה כפי שנקבע ב'היתר העסקא' - ואם לא יעשה זאת עליו לשלם את דמי ההתפשרות שבנידון דידן הוא שיעור השינוי במחיר נכס הבסיס (ראה פס"ד של הרב שלמה דייכובסקי, בנושא 'היתר עסקא במניות הבנקים', פורסם בתחומין ח עמ' 133).

13. מבחינה זאת המצב בנידון דידן עדיף על המצב בבנקים, משום שהתחייבות הבנק להשקיע בנכסים המותרים, בהתאם ל'היתר העסקא' היא כלפי כלל הלקוחות, ויש אולי מקום לחשש שמא אין די נכסים מותרים כנגד כל כספי הפיקדון שהבנק קיבל. בנידון דידן, לעומת זאת, ההתחייבות להשקיע בנכסים מותרים הינה רק כלפי הקרן הכשרה ולא כלפי בעלי היחידות, וסביר להניח שכמות הנכסים המותרים שבידי הקרן המקבילה מכסה את הסכום שקיבלה מהקרן הכשרה.

14. מחזיקי היחידות בקרן המקבילה יוכלו רק להרוויח מחתימה על 'היתר עסקא', משום שאם הרווח של הנכסים המותרים יהיה נמוך מן הרווח של כלל נכסי הקרן, יוכלו לתת לקרן הכשרה, על פי תנאי 'היתר העסקא', רק את שיעור הרווח של הנכסים המותרים. לעומת זאת אם הרווח של הנכסים

ה. השש איסור 'לפני עיוור' ו'מסייע'

הבעיה המרכזית שבהקמת 'קרן הסל הכשרה' הינה בחשש איסורים של 'לפני עיוור לא תיתן מכשול' ו'סיוע ידי עוברי עבירה'. המשקיעים שומרי המצוות שאינם מעוניינים לרכוש יחידות בקרן הרגילה, עושים זאת משום שסוברים שאין להחזיק בניירות ערך של חברות המלוות בריבית ומחללות שבת. והנה כאשר אותם משקיעים רוכשים יחידות בקרן הכשרה, הרי הקרן הכשרה תלווה את כספם לקרן הרגילה, ובכסף זה יקנה מנהל הקרן את אותם ניירות ערך שלדעת המשקיעים בקרן הכשרה אסור להחזיק. נמצא א"כ שרכישת היחידות בקרן הכשרה גרמה להגדלת ההחזקות האסורות בקרן הרגילה. אמנם על פי תנאי 'היתר העסקא' של הקרן הכשרה, השקעת כספם של בעלי היחידות תהיה רק בנכסים המותרים, אך כל זה רק לעניין חישוב הרווחים שבו נלקחים בחשבון רק העסקים המותרים, אך בפועל מחויבת הקרן הרגילה לרכוש בכספים שקיבלה מהקרן הכשרה את כלל ניירות הערך המרכיבים את המדד, כולל אלו שאינם כשרים – בהתאם לשיעורם היחסי במדד.

והנה, אם הרכישה נעשית בשוק המשני, צריך עיון אם יש בהגדלת כמות ההחזקות של הנאמן בקרן באותם ניירות ערך שבהם הוא כבר מחזיק ממילא משום איסור של 'ריבוי בשיעורים'.¹⁵ אם כן עלולה הקרן הכשרה, הגורמת להגדלת כמות ההחזקות, לעבור על איסור 'לפני עיוור לא תיתן מכשול' או על איסור 'מסייע ידי עוברי עבירה'¹⁶ כלפי הנאמן או כלפי מחזיקי היחידות.¹⁷ כל זה אם הרכישה נעשית בשוק המשני, אך אם הרכישה

-
- המותרים יהיה גבוה מן הרווח של כלל נכסי הקרן, יוכלו לתת לקרן הכשרה את דמי ההתפשרות בלבד, דהיינו את שיעור הרווח של כלל נכסי הקרן ולא יותר.
15. ע' בשו"ת אחיעזר, ח"ג סי' סה ס"ק ט, שכתב שהיה שמדובר בחדא נתינה וחדא לקיחה הבאה מחמת קציצה, אין איסור תורה בתוספת של ריבית על פרוטה, אך הניח דבריו בצ"ע. וע' בספר משאת המלך (לר' שמעון משה ב"ר יהושע זליג דיסקין), סי' תלד, שתמה על דברי האחיעזר וכתב שפשוט שכל פרוטה ופרוטה הרי זה איסור תורה ואין זה שייך למרבה בשיעורים. יש לציין שאמנם הרוכש אג"ח בשוק המשני אינו מלווה בריבית, אך הוא עשוי לקבל מהחברה המנפיקה ריבית (קופון) על האג"ח, וככל שכמות ההחזקות שלו גדולה יותר, כך שיעור הריבית שיקבל יגדל. ובדין מסייע כאשר לעובר העבירה יש על מה לסמוך - ע' מנחת שלמה א, סי' נא, ושם א סי' מד.
16. אם מדובר במצב כזה שבו כל מחזיקי היחידות היו יכולים לרכוש יחידות נוספות בקרן, הרי שאין בהלוואה שנותנת הקרן הכשרה איסור של לפני עיוור - משום שגם בלעדיה היה באפשרותם של מחזיקי היחידות להגדיל את כמות ניירות הערך שבידם, וממילא אין זה 'תרי עברי דנהרא' (ע' בעניין זה במה שכתבנו בספר כתר כרך ב עמ' 166 ואילך ובספר כתר כרך ו סימן ד). אולם סביר בהחלט שישנו לפחות יהודי אחד שאין ברשותו עוד כסף פנוי להשקעה, כך שהוא כשלעצמו לא יכול היה להגדיל את היקף החזקותיו, ונמצא שהקרן הכשרה היא הגורמת לו לעשות זאת, והרי זה 'תרי עברי דנהרא' ועלול להיות אסור באיסור של 'לפני עיוור לא תיתן מכשול' דאורייתא.
17. נקטנו בלשון 'עלולה...' לעבור' משום שיתכן שאין כאן איסור, וזאת על פי מה שמביא הגרש"ז אויערבך בשו"ת מנחת שלמה, ח"א א סי' מד, וסי' נא, שאין איסור לפני עיוור כאשר יש מי שמתיר את מה שעושה אותו שמסייעים לו. ואף אם הוא עצמו אינו יודע שיש האוסרים זאת, אם קיימת הנחה שגם אילו היה יודע שיש אוסרים לא היה משנה את התנהגותו והיה סומך על דעת המקלים - אין בסיוע לו משום איסור של לפני עיוור לא תיתן מכשול. בנידון דידן יש פוסקים, כדוגמת הגר"מ



נעשית בהנפקה, עלול להיות בזה, בנוסף לנ"ל, גם חשש של 'מסייע ידי עוברי עבירה' כלפי החברות, שהרי הכסף הניתן בתמורה לניירות הערך הללו עובר לאותן חברות המתנהלות שלא על פי ההלכה ועשוי לחזק את פעילותן האסורה.¹⁸ בין כך ובין כך נראה שמן הבחינה הציבורית קיים טעם לפגם בכך שקרן המוגדרת ככשרה, ואשר נמנעת מהחזקת ניירות ערך של חברות העוברות על איסורים הלכתיים, גורמת בעקיפין לרכישת ניירות ערך של אותן חברות על ידי יהודים.

סיכום

השקעה בקרן כשרה המבוססת על עסקת החלף עם קרן מקבילה שאינה כשרה עדיפה מבחינה הלכתית על פני השקעה בקרן רגילה, משום שאין בה החזקה ישירה של ניירות ערך אסורים.

עם זאת השקעה בקרן הכשרה הנ"ל עלולה להיות כרוכה באיסורים של 'לפני עיוור לא תיתן מכשול' ו'מסייע ידי עוברי עבירה', ולכן נכון יותר להשקיע בקרן כשרה שנכסי הבסיס שלה הינם נכסים מותרים בלבד.

לשם כך נכון יהיה ליצור מדדים של אג"ח ומניות כשרות, שיאפשרו להקים קרנות אשר ישקיעו ישירות בניירות ערך המרכיבים את הממדים הללו בלא צורך לבצע עסקות החלף עם קרנות אחרות.



פיינשטיין, הסוברים שאין איסור ריבית ברכישת אג"ח, גם בלא היתר עסקא (שו"ת אגרות משה, יו"ד ח"ב סי' סב, סג, ושם, ח"ג סי' מא. והרחבנו בכך בספר כתר חלק ו סימן ה).
18. והארכנו בזה בספר כתר חלק ו סימן ד. עי"ש.