

## הרב שלמה אישון

# השפעת ביטול איגרות החוב המיועדות על המסלולים הכשרים

## הצגת הנושא

לאחרונה נכנסה לתוקף רפורמה בשוק ההון, ועל פיה ביטלה המדינה את איגרות החוב המיועדות בפנסיה.

האג"ח המיועדות הן איגרות חוב שמנפיקה המדינה לקרנות הפנסיה בלבד, בריבית גבוהה של 4.86% הצמודה למדד. מטרת האג"ח הללו למתן את השפעות התנודות בשוק ההון על הפנסיה של העמיתים. בקרנות הפנסיה הוותיקות היקף האג"ח המיועדות הוא 70% מהנכסים, ואילו הקרנות החדשות חייבות להשקיע 30% מנכסיהן באג"ח אלו.

במנגנון החדש, 30% מהנכסים שהושקעו עד היום באג"ח מיועדות יעברו לניהול השוטף של המשקיעים המוסדיים בדומה לשאר הנכסים, וינהלו באפיק שייקרא 'אפיק מובטח תשואה'. אחת לחמש שנים המדינה תערך חשבון עם הגוף המוסדי ותבדוק את התשואה שהושגה בנכסים הללו. אם התשואה תהיה מתחת ל-5.15% צמוד מדד שנתי, המדינה תשלם את הכספים לרמה כזו. מנגד, אם קרן הפנסיה תשיג תשואה גבוהה יותר, היא תעביר את הכספים לחשבון ייעודי בבנק ישראל, שמיועד להשלמת תשואה עתידית במידת הצורך.<sup>1</sup>

החוק<sup>2</sup> קובע את הדרך שבה ינוהלו הנכסים ב'אפיק מובטח תשואה':

(ג) נכסי קרן זכאית שהיא קרן חדשה מקיפה או קרן ותיקה מסלולית שבשלהם הקרן זכאית להבטחת השלמת תשואה, כמפורט בסעיף קטן (ב), ינוהלו באפיק השקעה מובטח תשואה באופן שלהלן:

(1) השקעת הכספים תהיה לפי מדיניות ההשקעות במסלול ההשקעה שמתקיים בו אחד מהמפורטים להלן (בסעיף זה - המסלול הקובע):

(א) המסלול שבו מנוהלים היקף הנכסים הגדול ביותר במועד הקובע; (ב) נסגר או מוזג המסלול האמור בפסקת משנה (א) - המסלול שבו מנוהלים היקף הנכסים הגדול ביותר במועד שבו נסגר או מוזג המסלול כאמור; (ג) מסלול השקעה אחר שייבחר באופן שיקבע השר, באישור ועדת הכספים, מתוך מסלולי ההשקעה שמנהלת הקרן; (2) לעניין מדיניות ההשקעות כאמור בפסקה (1), לא תובא בחשבון השקעה באגרות חוב מיועדות במסלול הקובע, אם ישנה; (3) השקעת הכספים בסוגי נכסים ובנכסים מסוימים תהיה באופן דומה ככל האפשר להשקעת

1. <https://www.calcalist.co.il/investing/article/bywcq6swi>

2. סעיף 34 לחוק הפיקוח על שירותים פיננסיים (קופות גמל) התשס"ה-2005. תיקון תשפ"ב.

הכספים במסלול הקובע, והכול למעט השקעה באיגרות חוב מיועדות ובנכסים לא סחירים שהושקעו לפני המועד הקובע;

החוק קובע אפוא שבמקום להשקיע באג"ח מיועדות, ישקיעו קרנות הפנסיה 30% מנכסיהן באפיק ההשקעה שבו מנוהל היקף הנכסים הגדול ביותר בקרן. אפיק זה כולל קרוב לוודאי גם ניירות ערך שאינם מאושרים להשקעה במסלולים הכשרים, כגון אג"ח או מניות של חברות שאינן חתומות על היתר עסקא. מכאן שהחלפת ההשקעה באג"ח המיועדות בהשקעה ב'אפיק השקעה מובטח', המחייבת גם את הקרנות הכשרות, תגרום לכאורה לכך שגם הקרנות הכשרות יחזיקו ניירות ערך המוגדרים 'לא כשרים'. כל זאת לא היה קיים עד לשינוי החוק. לפני השינוי השקיעו הקרנות את אותם 30% מנכסיהן באג"ח מיועדות, שההשקעה בהן מותרת מבחינת ההלכה משתי סיבות: א) החוב הוא של המדינה, שהיא ישות מופשטת שייתכן שלא חל עליה כלל איסור ריבית. ב) המדינה חתומה על היתר עסקא.

למרות האמור, נראה שאין חשש הלכתי בהשקעה בקרנות המשקיעות חלק מנכסיהן ב'אפיק השקעה מובטח'.

### א. מי הוא הבעלים על נכסים המוחזקים בנאמנות? <sup>3</sup>

כספי העמיתים בקרנות הפנסיה מוחזקים בנאמנות ע"י החברה המנהלת את הקרן, ונכסי הקרן רשומים על שמה. 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' שהחוק נוקט בו גרם לספקות רבים בקרב המשפטנים באשר לטיבה של זיקה זו, האם מדובר בזיקה קניינית או בסוג אחר של זיקה. לשאלה זו חשיבות גדולה לענייננו: אם נגדיר את הנאמן שהוא הבעלים של ניירות הערך, נמצא שהעמיתים אינם עוברים כל איסור כאשר הקרן משקיעה בניירות ערך אסורים. לעומת זאת אם נאמר שזיקת הנאמן לנכס אינה קניינית, והעמיתים הם הבעלים על נכסי הקרן, הרי שהם עלולים לעבור על איסור כאשר הקרן מחזיקה בנכסים אסורים.

בהלכה אנו מוצאים סוגים שונים של נאמן: יש נאמן המוגדר כשליח<sup>4</sup> ויש נאמן המוגדר כבעל הנכס לעניינים מסוימים. מסתבר שההגדרה תיקבע בהתאם למטרת הנאמנות: אם

3. עיקרי הדברים מתוך מה שכתבנו בספר כתר כרך יג, עמ' 241.

4. דוגמה לנאמן המוגדר כשליח היא אישה 'הנושאת ונותנת בתוך הבית' (משנה מסכת שבועות פ"ז מ"ח) 'שהושיבה בעלה חנווניית או שמינה אפטרופ' לעסוק בנכסיו' (רש"י שבועות מח ע"ב), וכתב על כך הראב"ן, שאלות ותשובות (בתחילת הספר) ס' קטו: 'דכל משאה ומתנתה שליחותיה קא עבידה וידו כידה' - הרי שאשה זו הנושאת ונותנת בנכסיו של בעלה מוגדרת כשליחה שלו; וכן כתב האור זרוע, ח"ג פסקא ס' שנה: 'שהנשים אפטרופ' של בעליהן בזמן הזה ונושאות ונותנות והויין שלוחי בעליהן'. עוד מצאנו שאפטרופוס של יתומים מוסמך לפעול כנאמן בנכסי היתומים מדין 'זכין לאדם שלא בפניו'; כן כתב הרמב"ן, גיטין נב ע"א: 'ולי נראה שכל מה שעושה האפטרופוס לטובת יתומים מה שעשה עשוי מן התורה דזכין לאדם שלא בפניו הוא, כדאמרינן בפ' האיש מקדש בלישנא קמא מנין שזכין לאדם שלא בפניו שנאמר נשיא אחד נשיא אחד והתם קטנים הו', עפ"ז אין לנאמן זיקה קניינית והוא מנהל את הנכסים כ'שליח' או מדין 'זכין'. יש מקום לומר שכוחו של הנאמן גדול משל שליח רגיל משום שנחשב כפועל, עפ"י דברי הש"ך, חו"מ ס' קה ס"ק א, ר' בהרחבה ירון אונגר, נאמנות בנכסים, (מתוך הסדרה חוק לישראל בעריכת פרופ' נחום רקובר), סעיף 1: מהות הנאמנות.

לשם השגתה של מטרת הנאמנות די יהיה להגדיר את הנאמן כשליח - הוא יוגדר כשליח, ואם לשם מטרת הנאמנות צריך להעניק לו בעלות מוגבלת - הוא יוגדר כבעל זיקה קניינית.<sup>5</sup>

מצב מורכב זה של הגדרת זכותו הקניינית של הנאמן בנכסי הנאמנות עומד כנראה בשורש המחלוקת בשאלה מי הוא הנחשב למלווה בריבית, כאשר הנאמן מלווה בריבית את כספי הנאמנות: האם הנאמן הוא זה העובר על האיסור, או שמא מי שמינה את הנאמן לטפל בכספו. השאלה מתעוררת כאשר יהודי ממנה נוכרי לנאמן על כספו: אם הנאמן נחשב למלווה, מותר יהיה לו להלוות את הכסף בריבית, שהרי איסור ריבית אינו חל על נוכרים, אולם אם היהודי שמינה את הנאמן הוא הנחשב למלווה, הרי שיהיה אסור להלוות כסף זה בריבית.

כמו כן מתעוררת השאלה במקרה הפוך, שבו נוכרי ממנה יהודי לנאמן: אם הנאמן נחשב למלווה, יהיה אסור להלוות את הכסף בריבית, ואם הממנה נחשב למלווה - 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 לבעלים לעניין איסור ריבית הוא האפוטרופוס, או הנאמן, ולא מי שמינה אותו.

אולם הרמב"ן<sup>6</sup> 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 נוכרי - מותר להלוות בריבית.

הרמב"ן מבאר שהדבר נקבע לפי הממנה ולא לפי האפוטרופוס, משום שמי שנושא בהפסדים או ברווחים של המעות - הוא נחשב לבעלים לעניין איסור ריבית. כגרסת הרמב"ן נפסק להלכה ב'שלחן ערוך'<sup>7</sup>.

5. דוגמה לנאמן בעל זיקה קניינית היא המסופר במסכת נדרים מח ע"ב, אודות אדם שהיה לו בן שהיה גונב אגודות של פשתן ועל כן אסר עליו הנאה מנכסיו, אך בכדי שלא לפגוע בזכויות הנכד הקנה לבנו את הנכסים כדי שיקנה אותם לנכד - אם יהיה תלמיד חכם. הגמרא מגדירה הקנאה זו 'קני על מנת להקנות' ונחלקו האם היא תקפה: 'אמרי פומבדיתאי: קני על מנת להקנות הוא, וכל קני על מנת להקנות - לא קני; ורב נחמן אמר: קני'. להלכה נפסק שקנה - כשיטת רב נחמן (שו"ע, יו"ד סי' רכג סעי' ג). לדעת הרב אשר וייס, מנחת אשר ב, סי' קג, יש להשתית את דין הנאמנות על יסוד זה של 'קני על מנת להקנות' על מנת שיוכל לפעול גם כאשר מת הממנה או כאשר נבצר ממנו להחליט ולבצע, ע"ש. ור' גם ירון אונגר שם.

6. רמב"ן, בבא מציעא עא ע"ב; וכן הוא בספר התרומות, שער מו חלק ז; ובשו"ת הרשב"א החדשות (מכתב יד) סימן עז.

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

## ב. הבעלים על נכסי 'אפיק השקעה מובטח'

ככלל, העמיתים בקרנות השונות נושאים ברווחים או בהפסדים של נכסי הקרן. על כן, לאור הגדרת הרמב"ן, העמיתים הם אלו שייחשבו לבעלים על נכסי הקרן, והקרן תיחשב לגוף שמנהל את הכספים בשליחותם. על כן עלולים העמיתים לעבור איסור בשעה שהקרן רוכשת עבורם ניירות ערך שאינם כשרים.<sup>8</sup> ב'אפיק השקעה מובטח' המצב שונה. כפי שהובא לעיל, באפיק זה מובטחת מראש תשואה של 5.15% צמודה למדד: אם התשואה באותו אפיק תהיה מתחת לשיעור זה - המדינה תשלם את ההפרש, ואם התשואה תעלה על שיעור זה - המדינה תקבל את ההפרש. אשר על כן נראה שהעמיתים אינם מוגדרים בעלים של הנכסים הללו, שהרי הם אינם נושאים לא ברווחים ולא בהפסדים, והתשואה שלהם מובטחת בכל מצב. מסתבר שהמדינה מוגדרת בעלים על נכסי 'אפיק השקעה המובטח', שהרי היא נושאת ברווחים או בהפסדים, והחברה המנהלת את הקרן, שהיא הנאמן, תיחשב שליח של המדינה לעניין זה.

### סיכום

מסתבר שהרפורמה בשוק ההון, שבה מחליף 'אפיק השקעה מובטח' את האג"ח המיועדות, אינו פוגעת בכשרותם של מסלולי ההשקעה הכשרים.



8. להרחבה בעניין זה ר' גם מה שכתבנו בספר כת"ר שם עמ' 195.