

ניתוח הדוח השנתי של הקרן לאזרחי ישראל לשנת 2025

כתיבה: נתנאל קופראק, כלכלן | אישור: עמי צדיק, מנהל המחלקה לפיקוח תקציבי
תאריך: ט' סיוון תשפ"ו, 25 במאי 2026

פיקוח תקציבי

תוכן העניינים

1	תמצית	1
2	הקרן לאזרחי ישראל	1
2	1.1 רקע: הקמת קרן ריבונית	1.1
2	1.2 פעילות הקרן	1.2
4	2. סקירת הדוח הכספי לשנת 2025	2
8	3. אופן הדיווח על השקעות הקרן	3
8	3.1 מועד העברת הדוח הכספי השנתי לוועדה	3.1
9	3.2 שקיפות ההשקעות	3.2
9	3.3 שקיפות ההשקעות באמצעות מנהלים חיצוניים אקטיביים	3.3
11	3.4 הערכת השפעות מדיניות השקעות ESG	3.4

תמצית

מסמך זה נכתב לבקשת חה"כ ניסים ואטורי, יושב-ראש הוועדה לפיקוח על הקרן לאזרחי ישראל, לקראת דיון ב-26 במאי 2026 בנושא: דיון בדוחות הכספיים השנתיים לשנת 2025 של הקרן לאזרחי ישראל, בהתאם לסעיף 32 לחוק קרן לאזרחי ישראל, התשע"ד-2014 (להלן: החוק). המסמך כולל סקירה של הדוח הכספי והעסקי של הקרן לאזרחי ישראל לשנת 2025, שקיפות הדיווח על השקעותיה והערות בנושא אופן הדיווח על השקעות הקרן.

זהו הדוח השנתי הרביעי של הקרן לאזרחי ישראל, עם פירוט נרחב בנוגע להשקעות, לתשואות ולמטרות הקרן. הקרן החלה לפעול ב-1 ביוני 2022, כחודש לאחר שהכנסות המדינה מההיטל הגיעו לסכום העולה על מיליארד ש"ח חלוטים, כפי שקובע חוק קרן לאזרחי ישראל התשע"ד-2014. בחוק נקבע כי נכסי הקרן יושקעו רק בנכסים בחו"ל, וכי הקרן אינה רשאית להלוות כספים, אלא בתנאים מיוחדים. עוד קובע החוק כי ניהול כספי הקרן ייעשה על ידי מחלקת ניהול שהוקמה בבנק ישראל, במימון הבנק, ויתר הוצאות הקרן (בעיקר הוצאות על גמול והחזר הוצאות לנציגי ציבור במועצה ובוועדות הקרן וממלאי תפקידים) ימומנו מתקציב המדינה ולא מכספי יתרת הקרן.

בשנת 2023 ההשקעות של הקרן היו פסיביות, בנכסים דומים למדדי הייחוס שנקבעו, בעיקר במניות ובאג"ח בארצות הברית ובאירופה. במהלך שנת 2024 הרחיבה הקרן את ההשקעות לנכסים נוספים שאינם חלק ממדד הייחוס והחלה בעבודה עם מנהלים חיצוניים אקטיביים. התשואה הדולרית בשנת 2023 היתה גבוהה יחסית, כ-17.5% ונבעה משנה של פריחה בהשקעות בשוקי ההון המרכזיים בעולם. בשנת 2024 התשואה הנומינלית הדולרית על השקעות הקרן היתה כ-11.5% ובשנת 2025 התשואה הנומינלית הדולרית הייתה כ-18.4%, כאשר התשואה השנתית הממוצעת מתחילת ההשקעה היא כ-13.6%.

בשנת 2025 הוצאות שכר מחלקת הניהול של הקרן בבנק ישראל היו כ-7.6 מיליון ש"ח. הוצאות גמול והחזר הוצאות לחברים במועצת הקרן ובוועדותיה, שאינם עובדי מדינה, מבקר פנים, מבקר חיצוני והוצאות תפעול נוספות היו כ-0.8 מיליון ש"ח. בשנת 2025 שיעור דמי הניהול מסך שווי הנכסים בקרן לאזרחי ישראל היה כ-0.1% בהשוואה לכ-0.04% בקרן בנורבגיה. **בקרן לאזרחי ישראל אין פירוט של דמי הניהול למנהלים חיצוניים**, בקרן בנורבגיה יש פירוט - כ-21% מסך דמי הניהול, וגם בקרן בניו-זילנד יש פירוט - כ-34% מסך דמי הניהול. שיעור דמי הניהול בקרן הנורבגית נמוך יחסית בשל **יתרונות לגודל**.

בלוח שלהלן פירוט נקודות לדיון בעניין הדיווח על השקעות הקרן בדוח הכספי לשנת 2025.

סעיף	בפועל	נקודות לדיון
תרשימים מפורטים	תרשימים המראים נתון כולל ללא הנתון המדויק, דבר שאינו מאפשר השוואה מדויקת בין השנים.	הצגת תרשימים עם פירוט הנתונים או לחילופין, צירוף קובץ אקסל עם נתונים מפורטים כך שניתן יהיה לבצע השוואות מדויקות.
שקיפות ההשקעות	שקיפות כללית לפי מכשירים פיננסיים, ענפים במניות ומדינות.	שקיפות מפורטת לפי השקעות פרטניות (מניות, אג"ח וכדומה) ולפי מדינות.
ניהול השקעות על ידי גורם חיצוני אקטיבי	אין פירוט של נתח הנכסים המנוהל על ידי מנהלים חיצוניים, שיעור התשואה שלהם ודמי הניהול.	יש לבחון בעתיד, כאשר הקרן תצבור יותר נכסים, פירוט של נתח הנכסים המנוהל על ידי מנהלים חיצוניים, תשואות ודמי הניהול.
השקעות ESG	החלטה על איסור השקעות בדלקים פוסיליים באופן ישיר.	בחינה בעתיד, כאשר הקרן תתחיל לבצע השקעה ישירה בחברות, הערכת ההשלכות הכספיות של החלטות ESG.

1. הקרן לאזרחי ישראל

1.1 רקע: הקמת קרן ריבונית

גילוי מאגרי גז טבעי: בשנים 1999 ו-2000 התגלו מול חוף אשקלון מאגרי "נועה" ו"מרי", בשנים 2009, 2010 ו-2012 התגלו מול חופי צפון הארץ מאגרי "תמר", "לוייתן" ו"כריש-תנין".

מס רווחי יתר: בעקבות גילוי המאגרים הוקמה ועדה ציבורית, בראשות פרופ' ששינסקי, במטרה לגבש המלצות בנושא מודל המס על נפט וגז טבעי, ולאחר מכן הוטל מס רווחי יתר על גז טבעי.¹ בשנת 2014 המליצה ועדת ששינסקי² על הטלת מס רווחי יתר על אוצרות טבע נוספים – בעיקר מינרלים בים המלח, אשר נחקק בנובמבר 2015.³

הקמת קרן ריבונית: בשנת 2014 חוקק חוק קרן לאזרחי ישראל, התשע"ד-2014 (להלן: החוק), שלפיו יש להקים קרן ריבונית, שאליה ינותבו הכנסות ממס רווחי יתר, לפי דבר ההסבר, בין היתר, על בסיס "עקרונות סנטיאגו"⁴ ועל בסיס מודל הפעילות של הקרן הריבונית בנורבגיה.⁵ רעיון הקמת "הקרן לאזרחי ישראל" (להלן: הקרן) הועלה בגין שלוש סיבות עיקריות:⁶

- התמודדות עם אתגרים הנובעים מהכנסות ממשאבי טבע, המכונה **המחלה ההולנדית**.
- שימוש בהכנסות ממשאבי טבע מתכלים גם לטובת **הדורות הבאים**, ולא רק בימינו אלה.
- **כרית הביטחון** לעיתות משבר כלכלי, שבהן הריבית על גיוס חוב של הממשלה עשויה לעלות.

1.2 פעילות הקרן

לפי החוק, הקרן תחל לפעול כאשר יועמדו לרשותה מיליארד ש"ח חלוטים. בחודש מאי 2022, סכום הכספים החלוטים בעבור הקרן הגיע למיליארד ש"ח, ובחודש יוני 2022 התחילה פעילות הקרן. על בסיס המטרות שפורטו לעיל, נקבע בחוק כי נכסי הקרן יושקעו רק בנכסים בחו"ל.

לפי החוק, ניהול כספי הקרן נעשה על ידי מחלקת ניהול שהוקמה בבנק ישראל במימון הבנק (כולל הוצאות המחלקה), ויתר הוצאות הקרן (בעיקר הוצאות על גמול והחזרי הוצאות לנציגי

הקרן לאזרחי ישראל
הוקמה ב-1 ביוני
2022, לאחר
שהצטברו 1 מיליארד
ש"ח הכנסות ממס
רווחי יתר

¹ [חוק מיסוי רווחי נפט, התשע"א-2011](#).

² [ועדת ששינסקי 2 - הוועדה לקביעת חלק המדינה במשאבי טבע לאומיים](#), הוקמה ב-17 ביוני 2013 כדי לבחון את מכלול המערכת הפיסקלית שהייתה בישראל תוך התייחסות למגוון משאבי הטבע מלבד נפט וגז טבעי.

³ [חוק ההתייעלות הכלכלית \(תיקוני חקיקה להשגת יעדי התקציב לשנות התקציב 2015 ו-2016\)](#), התשע"ו-2015.

⁴ **עקרונות סנטיאגו** כוללים המלצות ל-24 קווי פעולה מנחים המתווים דרכי פעולה של קרנות עושר ריבוניות, בכדי לקדם ממשל תקין, שקיפות ושיטות השקעה נבונות ולשמור על אקלים השקעה יציב ופתוח. העקרונות גובשו בשיתוף קרן המטבע הבינלאומית (IMF) וקבוצת העבודה הבין-לאומית של הקרנות הריבוניות והוצגו באוקטובר 2008. [International Forum of Sovereign Wealth Funds \(IFSWF\)](#).

⁵ הכנסת, מאגר החקיקה הלאומי, [דברי הסבר הצעת חוק הקרן לניהול הכנסות המדינה מהיטל על רווחי נפט, התשע"ג-2013](#), 1 במאי 2013, [דברי סגן שר האוצר דאז, בדיון במליאת הכנסת בנושא הצעת החוק](#), 6 במאי 2013.

⁶ להרחבה: תמיר אגמון ואיתמר מילרד, [תיאור וניתוח דרכי פעילותן של קרנות עושר ריבוניות \(SWFs\) במדינות שונות בעולם](#), מרכז המחקר והמידע של הכנסת, אוגוסט 2013.

ציבור במועצת הקרן וועדותיה, תשלום לממלאי תפקידים ויועצים חיצוניים) ימומנו מתקציב המדינה ולא מכספי יתרת הקרן.

בשנת 2024 הוצאות גמול והחזר הוצאות לחברים במועצת הקרן וועדותיה, שאינם עובדי מדינה או עובדי בנק ישראל, ותשלום ליועצים חיצוניים (ובהם רואה חשבון מבקר) היה כ-**1.49 מיליון ש"ח**,⁷ ובשנת 2025 כ-2.2 מיליון ש"ח, מהם כ-800 אלף ש"ח מתקציב המדינה, וכ-1.4 מיליון ש"ח מתקציב בנק ישראל.⁸ בלוח 1 להלן תקציב מחלקת ניהול נכסי קרן אזרחי ישראל בבנק ישראל בשנים 2020 עד 2026 (כולל הוצאות שכר של עובדי המחלקה בבנק ישראל).

לוח 1: תקציב מחלקת ניהול נכסי קרן אזרחי ישראל בבנק ישראל (אלפי ש"ח)⁹

שנה	מקורי	ביצוע
2020	0	641
2021	1,550	0
2022	1,567	244
2023	905	1,753
2024	7,384	5,934
2025	9,115	7,600
2026	10,599	

אפשר לראות כי בשנת 2025 התקציב המקורי של המחלקה לניהול נכסי הקרן בבנק ישראל היה כ-**9.1 מיליון ש"ח**, ובשנת 2026 הוא כ-**10.6 מיליון ש"ח**, עליה של כ-16.3%.

לפי סעיף 32 לחוק, מנהל המחלקה לניהול נכסי הקרן בבנק ישראל יגיש לאישור מועצת הקרן דוח כספי שנתי מבוקר על ידי רואה חשבון, עד **60 יום** מתום השנה. המועצה תדון בדוח הכספי, תאשר אותו ותגיש אותו בתוך **30 יום** ממועד האישור לממשלה ולוועדה לפיקוח על הקרן לאזרחי ישראל. לפי סעיף 9.1 בחוק, תפקידיה מועצת הקרן הם, בין היתר, "לקבוע את עקרונות מדיניות ההשקעה של הקרן, לרבות רמת הסיכון, אופק ההשקעה, רמת נזילות ההשקעה, המדד שישמש לבחינת ביצועי ההשקעה וסוגי הביטחונות הנדרשים; המועצה תכלול בדוח הכספי השנתי של הקרן המוגש לממשלה ולכנסת את עקרונות מדיניות ההשקעה שקבעה לאותה שנה".

הקצבות הקרן מועברות לתקציב המדינה, כפי שנעשה בתקציב לשנים 2023-2026, בשלבים: **שלב א'**: בשנה הראשונה שלאחר הקמת הקרן, יוקצו **3.5%** מהנכסים ביום ההקמה. **שלב ב'**: בשמונה השנים שלאחר מכן, הקרן תקצה **3.5%** משווי הנכסים בסוף שנת הכספים הקודמת שהדוח הכספי בעטיה אושר.

⁷ הקרן לאזרחי ישראל, דוחות ופרסומים, [דוח שנתי 2024](#), מרץ 2025.

⁸ משרד האוצר, הקרן לאזרחי ישראל, דוחות ופרסומים, [דוח שנתי 2025](#), מרץ 2026.

⁹ נעם בוטוש, [תיאור וניתוח תקציב בנק ישראל לשנת 2023](#), נתנאל קופראק, [תיאור וניתוח תקציב בנק ישראל לשנת 2024](#), מרכז המחקר והמידע של הכנסת, פברואר 2023. ועדת הכספים, [תקציב בנק ישראל לשנת 2023](#), 6 בפברואר 2023, [תקציב בנק ישראל לשנת 2024](#), 28 בדצמבר 2023, [בנק ישראל פרסם היום את תכנית העבודה ואת תקציב הבנק לשנת 2025](#), 28 בינואר 2025. ביצוע לשנת 2025, חישבו לפי דוח שנתי של הקרן לאזרחי ישראל, משרד האוצר, הקרן לאזרחי ישראל, דוחות ופרסומים, [דוח שנתי 2025](#), מרץ 2026.

שלב ג': מהשנה העשירית, בכל שנה יערך חישוב של התשואה הריאלית הממוצעת לעשר השנים הקודמות, ותשואה ממוצעת זו תוכפל בשווי הנכסים בסוף השנה האחרונה. תוצאת מכפלה זו הוא הסכום שתעביר הקרן למדינה. בלוח 2 להלן, ההעברות שבוצעו מהקרן לתקציב המדינה, והצפי להעברה עבור תקציב 2027.

לוח 2: ההעברות שבוצעו מהקרן לתקציב המדינה, וצפי לתקציב 2027¹⁰

שנה	שנת דוח כספי	מיליוני דולרים	מיליוני ש"ח הצעת תקציב	מיליוני ש"ח העברה
2023	יום הקמת הקרן	11.97	40.0	44.6
2024	2022	21.62	70.0	80.7
2025	2023	51.74	189.0	190.4
2026	2024	72.77	235.6	230.7
2027	2025	97.65		

ניתן לראות כי ככל שהסכום הנצבר בקרן גדל, כך גדלה ההקצאה השנתית מהקרן לתקציב המדינה. כך, בתקציב 2023 הועברו מהקרן כ-11.97 מיליון דולר, והצפי כי בתקציב 2027 יועבדו כ-97.7 מיליון דולר. יש לציין כי סכום ההקצאה השנתי מהקרן הוא **בדולר**, ומומר לש"ח ביום אישור תקציב המדינה. לכן, לשער השקל-דולר ביום אישור תקציב המדינה יש השפעה גדולה על הסכום בש"ח שיתקבל בסוף. דבר זה ילך ויגדל ככל שסכום ההקצאה הדולרי יהיה גבוה יותר.

2. סקירת הדוח הכספי לשנת 2025¹¹

נכון לסוף שנת 2025 היו בקרן כ-2.79 מיליארד דולר (כולל תשואות ולאחר העברות כספיים לתקציב המדינה) מהם כ-2.2 מיליארד דולר הפקדות מהיטל רווחי יתר. בלוח 3 להלן, הפקדות לקרן ממס רווחי יתר, בין השנים 2022-2025.

לוח 3: הפקדות המדינה לקרן בשנים 2022-2025 (מיליוני דולר)¹²

תאריך	הפקדות לקרן	סך הכול לשנה
06/2022	341.9	
08/2022	216.3	
10/2022	49.6	607.8
06/2023	366.2	
07/2023	378.3	744.5
06/2024	337.9	
07/2024	20.7	
10/2024	55.7	
11/2024	2.6	416.9
06/2025	320	
07/2025	18.7	
10/2025	11.9	350.6
סך הכול	2,119.8	2,119.8

¹⁰ הקרן לאזרחי ישראל, הקצאות הקרן לתקציב המדינה, הקרן לאזרחי ישראל, [דוחות ופרסומים](#), דוחות שנים שונות, כניסה: 24 במאי 2026. שע"ח ביום אישור התקציב. בשנים 2023-2024 התקציב אושר באותו היום, לכן שע"ח זהה.

¹¹ משרד האוצר, הקרן לאזרחי ישראל, דוחות ופרסומים, [דוח שנתי 2025](#), מרץ 2026. [דוח שנתי 2024](#), מרץ 2025.

¹² הקרן לאזרחי ישראל, [דוחות ופרסומים](#), דוחות שנתיים שנים שונות, כניסה: 20 במאי 2026.

בלוח רואים כי בשנת 2025 הופקדו בקרן כ-350.6 מיליון דולר לעומת כ-417 מיליון דולר בשנת 2024, כ-745 מיליון דולר בשנת 2023 וכ-608 מיליון דולר בשנת 2022. סך ההפקדות לקרן עד סוף 2025 היו כ-2.12 מיליארד דולר. בלוח 4 להלן התפתחות נכסי הקרן בשנים 2022-2025.

לוח 4: התפתחות נכסי הקרן בשנים 2022-2024, מיליוני דולרים¹³

נתון	2022	2023	2024	2025
הפקדות	607.8	744.5	416.9	350.7
רווחים	10.0	149.5	184.4	411.5
הקצאה לתקציב המדינה		33.6		51.7
סך נכסים בסוף שנה	617.8	1,478.2	2,079.6	2,790.1

בלוח רואים כי סך נכסי הקרן עלה מכ-617.8 מיליון דולר בסוף 2022 לכ-2.79 מיליארד דולר בסוף 2025. בשנת 2025 התשואה (הדולרית הנומינלית) שהשיאה הקרן היתה כ-18.4%, בדומה למדד הייחוס, שהם כ-411.5 מיליון דולר. מאז הקמתה עד סוף 2025 התשואה השנתית הממוצעת הייתה כ-13.6%. יש לציין כי התשואה הדולרית הריאלית בשנת 2025 הייתה כ-15.4%. כפי שקורה פעמים רבות בשוק ההון ישנה שונות גדולה בתשואות בין המניות הכלולות באותו מדד מניות. כך למשל, בשנים 2023 ו-2024 התשואה של שבע המניות בעלות שווי שוק גבוה יחסית ("שבע המופלאות") היתה גבוהה בשיעור חד בהשוואה ליתר 493 המניות במדד S&P500, וכך היה גם בשנת 2025. חשוב לציין שהקרן השקיעה במדד מניות גלובלי, ולפיכך נהנתה מרווחים אלו.¹⁴ כ-84% מהתשואה הושגה ממניות, כ-15% מנכסי החוב (בעיקר אגרות חוב) וכ-1% מריבית על המזומן. בשנת 2025 התשואה של הקרן הנורווגית הייתה גבוהה יותר, כ-19.4%, ונמוכה במעט ממדד הייחוס שלה.¹⁵ יש לציין כי ישנו קושי בהשוואה בין קרנות הון ריבוניות, מכיוון שהמטרות עבורן הוקמו הקרנות, מנדט ההשקעה שלהן וכן גודלן ומשך הזמן בו הן פועלות, שונה.

כאמור, אחת הסיבות להקמת הקרן היא חלוקה בין-דורית של ההכנסות ממשאבי הטבע המתכלים, לכן אופק ההשקעה של נכסי הקרן, הוא ארוך טווח: 40-50 שנה, לפי החלטת מועצת הקרן. על פי ועדת ההשקעות של הקרן, יש יתרון באופק השקעה לטווח ארוך, בכך שהוא מאפשר השקעה בנכסים לא נזילים ותנודתיים יותר, אשר פרמיית הסיכון הגלומה בהם גבוהה יותר, וכך להשיא את תשואת הקרן בטווח הארוך, כפי שבא לידי מימוש בשנים האחרונות.

עם הקמת הקרן, ועדת ההשקעות החליטה כי מכיוון שהיקף הנכסים בקרן קטן יחסית, ההשקעה הראשונית תהיה באמצעות תעודות סל (מכשירים פיננסיים העוקבים פסיבית אחרי מדדים פיננסיים) שבהם יושקעו כספי הקרן, ולא במניות או בנכסים ספציפיים. שימוש בתעודות סל

¹³ משרד האוצר, הקרן לאזרחי ישראל, [דוחות ופרסומים](#), דוחות שנתיים שנים שונות, כניסה: 20 במאי 2026.

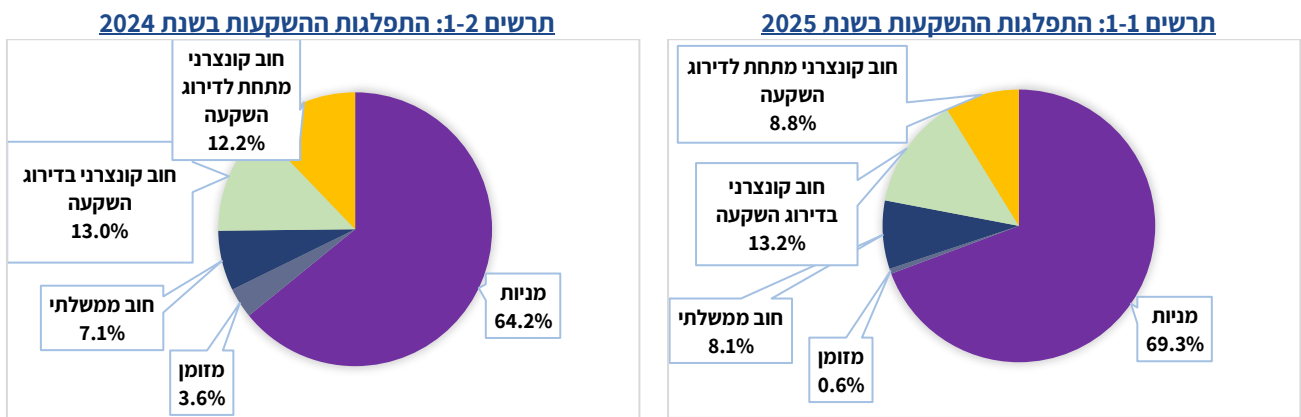
¹⁴ שבע המניות הן: מטא (פייסבוק), אלפבית (גוגל), אנבידיה, מיקרוסופט, אפל, טסלה ואמזון.

¹⁵ Norges Bank Investment Management, [Annual report 2025, Government Pension Fund Global](#), 27 February 2025.

מאפשר חשיפה מהירה ופשוטה של מגוון נכסים ושווקים רחב, ובמחיר נמוך יחסית. בשנת 2024 התווספו אפיקי השקעה חדשים כגון מניות ואג"ח קונצרניות בדירוג HY.¹⁶ בדצמבר 2024, הוחלט לבחון השקעה באפיקים נוספים של חוב פרטי (Private Debt)¹⁷ והון פרטי (Privet Equity)¹⁸, ובתחילת שנת 2025 הקרן אישרה תוכנית רב שנתית להשקעות באפיקים אלו. היעד הוא שנכסים אלו יהיו כ-15% מנכסי הקרן. ובסוף שנת 2025 הם היו כ-1% מסך הנכסים.¹⁹ כמו כן, הורחב שילובם של מנהלים חיצוניים הפועלים באופן אקטיבי בשווקים בהם זוהה כי יש ערך מוסף לניהול אקטיבי. מהלכים אלו צפויים להניב תשואה גבוהה יותר ביחס לסיכון וכן נועדו להשיא תשואה עודפת בהשוואה לניהול פסיבי.²⁰

בתרשים 1 שלהלן, מובאת התפלגות ההשקעות, בשנים 2024 ו-2025.

תרשים 1: התפלגות ההשקעות של הקרן, שנים 2024 ו-2025²¹

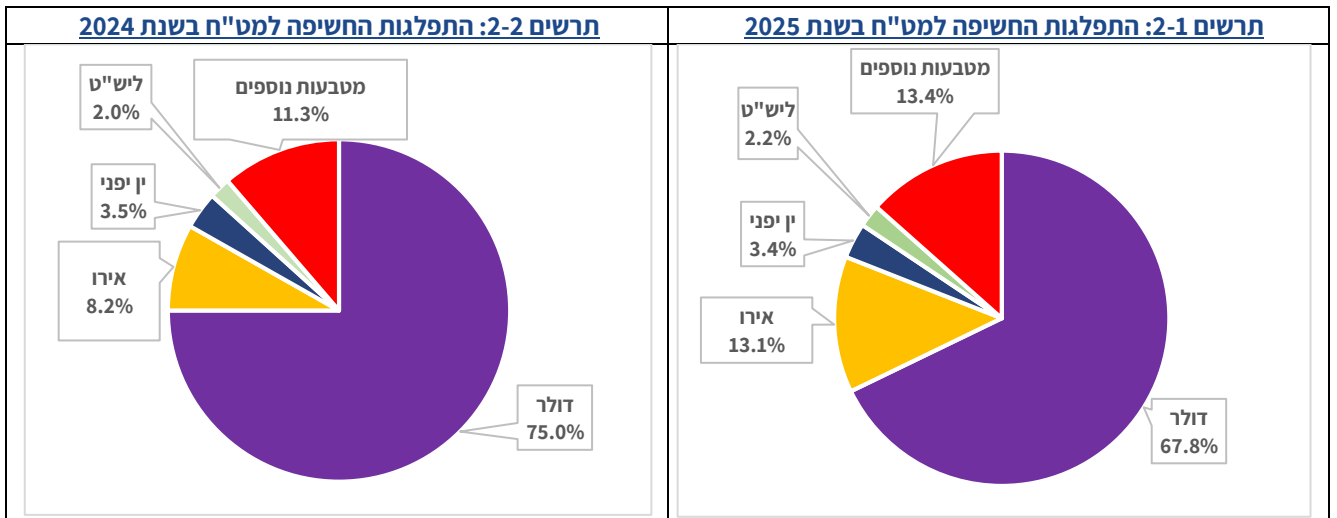


אפשר לראות כי בין השנים 2024-2025 חל שינוי בהתפלגות ההשקעות של הקרן. ההשקעה במניות עלתה מכ-64.2% לכ-69.3% מנכסי הקרן; החוב הממשלתי עלה מכ-7.1% לכ-8.1% ומנגד חוב קונצרני מתחת לדירוג השקעה ירד מכ-12.2% לכ-8.8% ומזומן ירד מכ-3.6% לכ-0.6% מנכסי הקרן. יש לציין כי בסוף 2023, כחלק מהחלטה על הגדלת הסיכון של הקרן, הוחלט כי שיעור המניות יועלה לכ-70% ואג"ח לכ-30%.²²

כאמור, כל ההשקעות של הקרן הם בחו"ל. בתרשים 2 להלן, התפלגות החשיפה למט"ח של הקרן בשנים 2024-2025.

¹⁶ אגרות חוב קונצרניות מסוג High Yield. אגרות המאופיינות בסיכון אשראי גבוהה יותר, וצפויות להניב תשואה גבוהה יותר.
¹⁷ הלוואות לחברות שלא רשומות בבורסה, כאשר לרוב אלו חברות קטנות יחסית לאלו המנפיקות אג"ח.
¹⁸ מניות של חברות שלא רשומות בבורסה, כאשר ברוב המקרים מדובר על חברות צעירות בעלות פוטנציאל צמיחה גבוהה.
¹⁹ משרד האוצר, הקרן לאזרחי ישראל, דוחות ופרסומים, [דוח שנתי 2025](#), מרץ 2026.
²⁰ שם.
²¹ משרד האוצר, הקרן לאזרחי ישראל, דוחות ופרסומים, [דוח שנתי 2025](#), מרץ 2026.
²² משרד האוצר, הקרן לאזרחי ישראל, [דוח שנתי 2023](#).

תרשים 2: התפלגות החשיפה למט"ח של הקרן בשנים 2025-2024²³



אפשר לראות כי החשיפה של הקרן לדולר ירדה מכ-75% בשנת 2024 לכ-67.8% בשנת 2025. מנגד, החשיפה לאירו עלתה מכ-8.2% לכ-13.1%. בנוסף, בשנת 2025 הייתה חשיפה למטבעות נוספים; כ-3.4% ליין היפני, כ-2.2% לליש"ט וכ-13.4% למטבעות אחרים. לפי המוסבר בדוח השנתי, על מנת לצמצם את הסיכון המטבעי, הקרן מחזיקה במשקל יתר של נכסים דולריים לעומת מדדי הייחוס של הקרן.²⁴

בלוח 5 להלן מובאים נתונים על סכומי יתרות הקרן, לפי מכשיר פיננסי, נכון ל-31 בדצמבר 2025.

לוח 5: יתרות הקרן לפי מכשיר פיננסי (במיליוני דולר, 31 בדצמבר 2025)²⁵

מכשיר פיננסי	במיליוני דולר	שיעור מסך הכול	שיעור ממכשיר פיננסי
קרנות על מניות בארה"ב	1,199	43.0%	62.7%
קרנות על מניות באירופה	287	10.3%	15.0%
קרנות על מניות בשאר העולם	425	15.2%	22.2%
סך הכול קרנות על מניות	1,911	68.5%	100.0%
קרנות על חוב תאגידי בארה"ב	408	14.6%	67.3%
קרנות על חוב תאגידי באירופה	157	5.6%	25.9%
קרנות על חוב תאגידי בשאר העולם	41	1.5%	6.8%
סך הכול קרנות סל על מדד אג"ח תאגידיות	606	21.7%	100.0%
חוב ממשלתי וקרנות על חוב ממשלתי בארה"ב	175	6.3%	77.1%
חוב ממשלתי וקרנות על חוב ממשלתי באירופה	52	1.9%	22.9%
סך הכול חוב ממשלתי וקרנות על חוב ממשלתי	227	8.1%	100.0%
קרנות השקעה פרטיות בארה"ב	17	0.6%	54.8%
קרנות השקעה פרטיות באירופה	13	0.5%	41.9%
קרנות השקעה פרטיות בשאר העולם	1	0.0%	3.2%
סך הכול קרנות השקעה פרטיות	31	1.1%	100.0%
חשבונות עו"ש בבנקים מרכזיים	12	0.4%	80.0%
חשבונות עו"ש בבנקים מסחריים	0	0.0%	0.0%

²³ משרד האוצר, הקרן לאזרחי ישראל, דוחות ופרסומים, דוח שנתי 2024, מרץ 2025, עינת גרינפלד, בנק ישראל, דוא"ל, תשובה לבקשת מידע של מרכז המחקר והמידע של הכנסת מיום 19 במאי 2026.

²⁴ משרד האוצר, הקרן לאזרחי ישראל, דוחות ופרסומים, דוח שנתי 2024, מרץ 2025.

²⁵ משרד האוצר, הקרן לאזרחי ישראל, דוחות ופרסומים, דוח שנתי 2025, מרץ 2026.

מכשיר פיננסי	במיליוני דולר	שיעור מסך הכול	שיעור ממכשיר פיננסי
קרן השקעה לזמן קצר	3	0.1%	20.0%
סך הכול מזומנים ושוי מזומנים	15	0.5%	100.0%
סך הכול ניירות ערך	2,775	99.5%	
סך הכול מכשירים פיננסיים	2,790	100.0%	

אפשר לראות כי בסוף 2025, כ-**68.5%** מנכסי הקרן הושקעו בקרנות על מניות (מהן כ-62.7% בארה"ב, כ-15% באירופה וכ-22.2% בשאר העולם). כ-**21.7%** בקרנות על חוב תאגידי (מהן כ-67.3% בארצות הברית, כ-25.9% באירופה וכ-6.8% בשאר העולם), כ-**6.3%** בחוב ממשלתי וקרנות על חוב ממשלתי בארה"ב וכ-**1.9%** באירופה, וכ-**0.5%** במזומנים ובשווי מזומנים. בלוח 6 להלן מוצג ניתוח רגישות של גורמי סיכון בהשקעות הקרן לפי הדוח הכספי לשנת 2025.

לוח 6: ניתוח רגישות של גורמי סיכון בהשקעות הקרן²⁶

גורם סיכון	שינוי	טווח עלייה / ירידה
שער הריבית	1%	+1.6%
שער האירו מול הדולר (במיליוני דולר)	1%	+3
מחיר מניה	1%	+0.7%

אפשר לראות את הדברים הבאים:

- על כל שינוי של **1% בשער הריבית** צפויה עלייה או ירידה של **1.6%** בביצוע הכספי של הקרן, שכן רישום הנכסים בקרן מבוסס על שווי הוגן של הנכסים ושינוי בשער הריבית משפיע על שווי הוגן של אג"ח.²⁷
- על כל שינוי של **1% בשער האירו מול הדולר** צפויה עלייה או ירידה של **3 מיליון דולר** בביצוע הכספי של הקרן, שכן מטבע הפעילות של הקרן הוא דולר אמריקני ושינוי במטבעות אחרים לעומת הדולר צפוי להשפיע על ערכי הנכסים בדולרים.
- על כל שינוי של **1% במחיר מניה** צפויה עלייה או ירידה של **0.7%** בביצוע הכספי של הקרן.

3. אופן הדיווח על השקעות הקרן

הדוח השנתי לשנת 2025, הוא הדוח השנתי הרביעי של הקרן, על כן, ההערות שלהלן הן ברמה העקרונית, מתוך ראיית פני העתיד בהצגת דיווחים על השקעות ועל יתרות הקרן לוועדה.

3.1 מועד העברת הדוח הכספי השנתי לוועדה

כאמור, לפי סעיף 32 לחוק, מנהל המחלקה לניהול נכסי הקרן בבנק ישראל יגיש לאישור מועצת הקרן דוח כספי שנתי, מבוקר על ידי רואה חשבון, עד 60 יום מתום השנה. המועצה תדון בדוח הכספי, תאשרו ותגיש אותו בתוך 30 יום ממועד האישור לוועדה לפיקוח על הקרן לאזרחי ישראל.

²⁶ משרד האוצר, הקרן לאזרחי ישראל, דוחות ופרסומים, דוח שנתי 2025, מרץ 2026.

²⁷ ניתוח הרגישות משקף את ההשפעה הישירה על הכנסות ריבית בלבד (כגון השפעה על שווי שוק של אגרות חוב), לעלייה בריבית יש גם השפעות עקיפות על שווי השוק של הנכסים.

על המחלקה לניהול נכסי הקרן להעביר את הדוח הכספי לשנת 2025 למועצת הקרן עד סוף פברואר 2026, כאשר אין בחוק מועד בו על מועצת הקרן לסיים לדון ולאשר את הדוח הכספי. לאחר אישור הדוח, על המועצה להעבירו לממשלה ולוועדה לפיקוח על הקרן לאזרחי ישראל תוך 30 ימים. בפועל, הדוח הכספי לשנת 2025 הועבר לכנסת ב-20 באפריל 2026. יש לציין כי בדיון שהתקיים בוועדה לפיקוח על הקרן לאזרחי ישראל ב-30 ביולי 2024, בנושא: "הדיווח הכספי של הקרן לאזרחי ישראל לשנת 2023", סוכם כי הדוח השנתי של הקרן יוגש לוועדה לפיקוח על הקרן לאזרחי ישראל מוקדם ככל האפשר, ולא יאוחר מסוף הרבעון השני של השנה העוקבת לשנת הדוח.²⁸

3.2 שקיפות ההשקעות

כאמור בסעיף 1, חוק קרן לאזרחי ישראל, התשע"ד-2014 חוקק, לפי דברי ההסבר, בין היתר, על בסיס "עקרונות סנטיאגו" (Santiago Principles), שהם קווים מנחים בינלאומיים לניהול קרנות עושר ריבוניות (Sovereign Wealth Funds - SWFs), ועל בסיס מודל הפעילות של הקרן הריבונית בנורבגיה. בדברי ההסבר להצעת החוק נכתב כי "בהתאם לעקרונות הבין-לאומיים המקובלים, הקרן תנוהל בידי המדינה ותפעל בשקיפות מרבית, תוך בקרה בהתאם לנורמות המקובלות ודיווח עתי הן לממשלה והן לכנסת".

בדוח הכספי יש פירוט של סוגי ההשקעות והתשואה לכל סוג (תעודות סל של מניות ואג"ח תאגידיות בארצות הברית ואירופה). בנוסף, ישנו פירוט של ענפים ופיזור גיאוגרפי, אם כי לא ברמה מפורטת, של ההשקעות.²⁹ ישנו פירוט תרומת כל אפיק השקעה (מניות, אג"ח קונצרני ומזומן) לתשואה הכללית. וכן מופיעה החשיפה המטבעית של הקרן.

רצוי כי יפורסם פילוח אחזקות הקרן בכל סוג השקעה, כולל אילו מניות ומידת האחזקה בהן. יש לציין כי לפי עקרונות סנטיאגו אין דרישה מפורשת לפירוט שמות נכסים ספציפיים שבהם הקרן הריבונית משקיעה. עם זאת, העקרונות מדגישים שקיפות, אחריותיות וניהול תקין כחלק ממדיניות ההשקעה של קרנות אלה.

3.3 שקיפות ההשקעות באמצעות מנהלים חיצוניים אקטיביים

לפי סעיף 9.5 לחוק קרן לאזרחי ישראל, התשע"ד-2014, על מועצת הקרן לגבש אמות מידה לבחירת מנהלים חיצוניים ולפרסמן באתר האינטרנט של הקרן. בשנת 2023 פרסמה מועצת הקרן אמות המידה הכוללות דרישות מקצועיות, ביצועי עבר מוכחים, יכולות ניהול ועוד. באמות המידה שפורסמו אין תבחינים כמותיים לבחירה של מנהלים חיצוניים, כגון שווי נכסים מנוהלים,

²⁸ הוועדה לפיקוח על הקרן לאזרחי ישראל, [דיון בדוחות הכספיים השנתיים לשנת 2023 של הקרן לאזרחי ישראל בהתאם לסעיף 37 לחוק קרן לאזרחי ישראל התשע"ד-2014](#), פרוטוקול הישיבה, 30 ביולי 2024.

²⁹ לדוגמה: מופיע הנתון על חשיפה למניות באירופה, אך אין פירוט באילו מדינות.

היסטוריית תשואות וכדומה.³⁰ לפי בנק ישראל, אמות המידה מזכירות ביצועים מוכחים, ומקצועיות (כולל ותק משמעותי של אנשי ההשקעות). עוד לפי בנק ישראל, מכיוון שאמות המידה הינן כלליות ומתייחסות לכל הנכסים - לא נכון לקבוע בהן ספים כמותיים משום שאלו משתנות מנכס לנכס. כמו כן, בחירה של כל מנהל חיצוני כוללת שימוש במודל כמותי מסודר שאושר בוועדת ההשקעות של הקרן.³¹

כאמור לעיל, בשנת 2024 החלה הקרן לאזרחי ישראל בהליכי מינוי מנהלים חיצוניים אקטיביים. הקרנות הריבוניות בנורבגיה ובניו זילנד מנהלות חלק מנכסיהן באמצעות מנהלים חיצוניים אקטיביים, והן מפרסמות את דמי הניהול המשולמים להם. בלוח 7 להלן נתונים על הקרן לאזרחי ישראל וקרנות העושר בנורבגיה ובניו-זילנד.

לוח 7: נתונים על קרנות עושר ריבוניות בישראל, נורבגיה וניו-זילנד (מיליארדי דולר)³²

מדינה	שווי נכסים	שווי נכסים מהתוצר	תשואה	השוואה למדד ייחוס	דמי ניהול מנכסים	אחוז דמי ניהול חיצוני מסך דמי ניהול
ישראל	2.8	0.4%	18.4%	0%	0.097%	אין נתונים
נורבגיה	2,110.0	352.0%	19.4%	-0.28%	0.04%	23.3%
ניו זילנד	51.8	18.6%	11.8%	0.98%	0.198%	34%

אפשר לראות כי בסוף שנת 2025 שווי הנכסים בקרן לאזרחי ישראל היה כ-2.8 מיליארד דולר, בהשוואה לכ-2,110 מיליארד דולר בקרן בנורבגיה ולכ-51.8 מיליארד דולר בקרן בניו-זילנד. בשנת 2025 סך דמי ניהול מהנכסים בקרן לאזרחי ישראל היה כ-**0.097%**, בהשוואה לכ-**0.04%** בקרן בנורבגיה ולכ-**0.198%** בקרן בניו-זילנד. **בקרן לאזרחי ישראל אין פירוט של דמי הניהול למנהלים חיצוניים**, בקרן בנורבגיה יש פירוט - כ-**23.3%** מסך דמי הניהול, וגם בקרן בניו-זילנד יש פירוט - כ-**34%** מסך דמי הניהול.

יש לציין כי השוואה בין קרנות עושר ריבוניות היא מורכבת, שכן יש שוני במודל ההפעלה של הקרנות, בגודלן ובמשתנים נוספים. כך, שווי הנכסים בקרן הנורבגי גבוה מאוד, ועל כן יש לה יתרונות לגודל ולכן אחוז דמי הניהול שלה משווי הנכסים נמוך יחסית.

לאחר ששווי הנכסים המנוהל על ידי הקרן לאזרחי ישראל יגדל, יש לבחון פרסום של נתח הנכסים בכל אפיק השקעה המנוהל על ידי מנהלים חיצוניים, התשואה שלהם ודמי הניהול.

³⁰ הקרן לאזרחי ישראל, [אמות מידה לבחירת מנהלי השקעות חיצוניים](#), כניסה: 29 ביוני 2025.

³¹ עינת גרינפלד, בנק ישראל, דוא"ל מיום 25 במאי 2026.

³² משרד האוצר, הקרן לאזרחי ישראל, דוחות ופרסומים, [דוח שנתי 2025](#), מרץ 2026.

Norges Bank Investment Management, [Annual report 2025, Government Pension Fund Global](#), p.44, p.73, p.124, 25th February 2026. New Zealand Super Fund, [Annual Report 2025](#), 22nd October 2025. IMF, [World Economic Outlook](#), April 2025. דמי ניהול בניו-זילנד לשנת 2024, תשואה במונחי דולר ניוזילנדי.

3.4 הערכת השפעות מדיניות השקעות ESG³³

השקעות ESG (Environmental, Social and Governance), המכונות גם השקעות אחראיות, מתייחסות להיבטים של סביבה, רווחה, ממשל תאגידי ועוד, של החברות שבהן מעוניינים להשקיע, ופרמטרים אלו הם שיקול בעת בחירת ההשקעה. בשנת 2020, דירוג ESG היה קיים בעבור חברות שהיו כ-80% משווי השוק העולמי של חברות ציבוריות. באשר למדד הסביבה (Environmental), השימוש בדירוג כיום נעשה בקשר להשקעות בחברות שאינן מזהמות, וכן להשקעות בחברות התומכות במעבר לכלכלה דלת-פחמן. יש לציין כי **אין הגדרה אחידה בכל הקשור להשקעות ESG**, ויש גישות שונות לתבחינים של ESG ולדירוגם – פער שמביא לכך שסוכנויות דירוג שונות מדרגות חברות באופן שונה.³⁴

בדוח השנתי לשנת 2022 צוין כי מועצת הקרן עסקה בהשקעות ESG, ובשלב ראשון קיבלה החלטה **לא להשקיע ישירות בחברות הפועלות בענפי דלקים פוסיליים** (גז טבעי, נפט ותזקיין), והחלטה זו מופיעה גם בדוח לשנת 2025.³⁵ בדוח השנתי לא פורט אם מחלקת ניהול נכסי הקרן או מועצת הקרן בדקו את ההשלכות של החלטה זו על תשואות הקרן בעתיד. לפי צוות הקרן, מקורן של מרבית הכנסות הקרן הוא גז טבעי, ועל כן מבחינת פיזור וניהול סיכונים, כדאי להימנע מהשקעה בניירות ערך של חברות שעוסקות בדלקים פוסיליים.³⁶ יש לציין, כי נכון לשנת 2025, אין לקרן השקעות ישירות בחברות, ולכן כיום, אין עלות להחלטה זו של מועצת הקרן.

לפי מחקר של ה-OECD, אין מובהקות בתשואות השקעות ב-ESG – לעיתים התשואות גבוהות מתשואות השוק ולעיתים הן נמוכות מתשואות השוק.³⁷

לפי חוזר של רשות שוק ההון, על ועדת השקעות של משקיע מוסדי לקבוע מדיניות השקעה המתייחסת גם לשיקולי ESG. כחלק מכך מונחת ועדת ההשקעות לגבש כללים ולפתח מומחיות בנושא ESG, מכיוון שלשיקולי ESG עשויה להיות השפעה מהותית על ביצועי תיק ההשקעות.³⁸ מבקר המדינה אף הוא התייחס לנושא שיקולי ESG בהשקעות והמליץ כי הגופים שנבדקו על ידו ישלבו כללי ESG במסגרת מדיניות ההשקעה שלהם.³⁹

³³ להרחבה: נתנאל קופראק, [השקעות ESG](#), מרכז המחקר והמידע של הכנסת, פברואר 2022.

³⁴ OECD, [ESG investing and climate transition: Market practices, issues and policy considerations](#), October 4th 2021.

³⁵ משרד האוצר, הקרן לאזרחי ישראל, דוחות ופרסומים, [דוח שנתי 2025](#), מרץ 2026. יש לציין כי כאשר הקרן קונה קרנות סל, יכולה להיות השקעה עקיפה בחברות גז טבעי ונפט, במידה וחברות אלו כלולות בתעודות הסל.

³⁶ רוני מן, יועץ משפטי, איתן ישראלי, עוזר למנכ"ל, צוות הקרן, משרד האוצר, דואל, 12 ביוני 2023.

³⁷ OECD, [ESG investing and climate transition: Market practices, issues and policy considerations](#), October 4th 2021.

³⁸ רשות שוק ההון, ביטוח וחיסכון, [תיקון הוראות החוזר המאוחד – פרק 4 לשער 5 "ניהול נכסי השקעה"](#), 18 בנובמבר 2021.

³⁹ מבקר המדינה, דוח שנתי 72 א חלק שני, התשפ"ב-2021, [ניהול השקעות בקרב גופים שונים](#), 19 באוקטובר 2021.