



הכנסת

מרכז המחקר והמידע

המחלקה לפיקוח תקציבי

תיאור וניתוח דרכי פעולתן של קרנות עושר ריבוניות (SWFs) השוואה בין-לאומית

מוגש לוועדת המדע והטכנולוגיה

כ"ט באב תשע"ג

5 באוגוסט 2013

כתיבה: תמייר אגמון ואיתמר מילרד, כלכלנים

אישור: עמי צדיק, מנהל המחלקה לפיקוח תקציבי

עריכה לשונית: מערכת "דברי הכנסת"

הכנסת, מרכז המחקר והמידע

קריית בן-גוריון, ירושלים 91950

טל': 02 - 6408240/1

פקס: 02 - 6496103

www.knesset.gov.il/mmm

תוכן עניינים

1	תמצית וסיכום
4	1. שימוש בהכנסות ממשאבי טבע
4	1.1. ניהול מיטבי של הכנסות ממשאבים טבעיים
5	1.2. קרנות עושר ריבוניות: הגדרה ומטרות
5	1.3. עקרונות סנטיאגו
6	2. הצעת החוק להקמת קרן העושר בישראל
6	2.1. גז טבעי בישראל
7	2.2. סיבות להקמת הקרן
8	2.3. מיסוי כריית גז טבעי בישראל
9	2.4. צפי הכנסות המדינה
10	2.5. שימושי הקרן
11	2.6. מבנה הקרן
13	3. קרנות עושר בעולם
13	3.1. נורבגיה: GOVERNMENT PENSION FUND GLOBAL
15	3.2. אוסטרליה: קרן העתיד
16	3.3. קנדה: קרן הנאמנות, החיסכון והעיזבון של אלברטה
18	3.4. ניו-זילנד: קרן הפרישה לגמלאות של ניו-זילנד
20	3.5. סינגפור: תאגיד ההשקעות של ממשלת סינגפור
21	3.6. רוסיה: הקרן השמורה וקרן הרווחה הלאומית
23	3.7. מקסיקו: קרן ייצוב ההכנסות מנפט
24	3.8. אזרבייג'ן: קרן הנפט הממשלתית

תמצית

מסמך זה נכתב לבקשת ועדת המדע והטכנולוגיה וחברי הכנסת דב חנין, דני דנון ושלי יחימוביץ' ונושאו דרכי פעולתן של קרנות עושר ריבוניות. המסמך עוסק בהשוואה בין הצעת חוק הקרן לניהול הכנסות המדינה מהיטל על רווחי נפט, התשע"ב-2012 (להלן: הצעת החוק), בדבר הקמת קרן השקעות להכנסות מהיטל על רווחי גז טבעי ונפט והסדרת פעילותה, לבין פעילות קרנות מקבילות בשמונה מדינות.

מדינות רבות מתמודדות עם אתגרים הנובעים מהכנסות ממשאבי טבע, שמטבעם הם מתכלים, באמצעות קרנות עושר ריבוניות שהן מייסדות. המטרות העיקריות של קרנות אלה הן: שימוש בהכנסות ממשאבי טבע מתכלים גם לדורות הבאים, ולא רק לדור הנוכחי; התמודדות עם תופעת "המחלה ההולנדית", קרי היחלשות הענפים הסחירים בכלכלה בגין ייסוף שער המטבע; כלי פיסקלי לקיזוז ההשפעה של תנודתיות במחירי המשאבים על הכנסות המדינה; השקעה אסטרטגית לצורך קידום אינטרסים לאומיים לטווח הארוך, בין השאר צורכי הדורות הבאים, על חשבון שיקולים לטווח הקצר.

בטבלה 1 שלהלן מוצגים נתונים השוואתיים על קרנות עושר במדינות הנסקרות ובישראל בשנת 2037, שנת השיא על-פי תרחיש ההכנסות מגז טבעי ונפט, לפי משקל שווי הקרן בתוצר.

טבלה 1 – מאפיינים כמותיים של קרנות עושר בעולם ובישראל (2012, בדולרים)¹

מדינה	שנת הקמה	שווי קרן		תמ"ג לנפש	שווי הקרן לנפש	יחס חוב-תמ"ג	
		במיליארדי דולר	אחוז מהתמ"ג			כיום	בהקמה
נורבגיה	1990	718	143.7%	98,860	143,056	44.7%	27.2%
סינגפור	1981	300	109.2%	47,210	56,476	111.4%	
אזרבייג'ן	1999	35	52.1%	6,050	3,764	13.9%	22.8%
ישראל (2037)	~2017	72	14.5%	39,856	5,774	73.0%	
ניו-זילנד	2001	17	12.0%	30,620	3,790	51.3%	34.7%
רוסיה	2004	149	7.4%	12,700	1,035	10.4%	22.3%
אוסטרליה	2006	102	6.7%	59,570	4,500	29.3%	15.7%
קנדה (אלברטה)	1976	16	5.5%	74,084			
מקסיקו	2000	7	0.8%	7,596	59	43.5%	42.6%

לפי הטבלה הקרן הגדולה ביותר במדינות הנסקרות היא זו של נורבגיה, אשר שוויה כ-718 מיליארד דולר, שהם כ-144% התוצר. בישראל בשנת השיא לפי התרחיש (2037) שווי הקרן נאמד בכ-72 מיליארד דולר, שיהיו כ-14.5% מהתוצר החזוי. במקסיקו, שבה המטרה העיקרית של הקרן היא ייצוב תנודתיות הכנסות המדינה בגין השינויים במחיר הנפט, שווי הקרן הוא 7 מיליארד דולר, שהם כ-0.8% מהתוצר. מהנתונים עולה כי יש קרנות במדינות עם יחס חוב-תוצר נמוך יחסית, כמו נורבגיה (44.7%), וגם במדינות עם יחס חוב-תוצר גבוה יחסית, כמו סינגפור (111.4%). בשלוש מדינות היחס חוב-תוצר עלה מאז הקמת הקרן (נורבגיה, ניו-זילנד ואוסטרליה), ובשלוש מדינות היחס חוב-תוצר ירד (אזרבייג'ן, רוסיה ומקסיקו). הנתונים מלמדים גם כי נעשה שימוש בקרנות עושר ריבוניות הן במדינות עם תוצר לנפש גבוה, כמו נורבגיה (כ-99,000 דולר לנפש), והן במדינות עם תוצר לנפש נמוך, כמו אזרבייג'ן (כ-6,000 דולר לנפש). עם זאת, יש הבדלים בין המדינות במטרות הקרן ובאופן חלוקת הכספים (ראו להלן).

¹ The World Bank, [Country – Data](#), Accessed: July 6, 2013; International Monetary Fund, [Database](#), Accessed: August 4 2013; Statistics Canada, [Gross domestic product, expenditure-based by province and territory](#), Accessed: July 6, 2013; Other sources in the relevant country chapters.



בטבלה 2 שלהלן מוצגים נתונים על מבנה קרנות העושר הנסקרות והשקעותיהן.

טבלה 2 – קרנות עושר בעולם ובהצעת החוק, מבנה ומדיניות השקעה²

מדינה	הגוף המנהל	קביעת מדיניות ההשקעה	טווח ההשקעה	השקעה בחו"ל או מקומית	החזקות הקרן
נורבגיה	בנק מרכזי	משרד האוצר והבנק המרכזי	ארוך	בחו"ל בלבד	מניות, אג"ח ונדל"ן
סינגפור	עצמאי	דירקטוריון הקרן	ארוך	בחו"ל ומקומית	מניות, אג"ח, נדל"ן וקרנות פרטיות/ גידור
אזרבייג'ן	עצמאי	נשיא הרפובליקה ודירקטוריון הקרן	קצר	בחו"ל בלבד	בעיקר אג"ח
ישראל (הצעת החוק)	בנק ישראל	מועצת הקרן (משרד ראש הממשלה ומשרד האוצר, בנק ישראל ונציגי ציבור)		בחו"ל בלבד	
ניו-זילנד	עצמאי	דירקטוריון הקרן	ארוך	בחו"ל ומקומית	מניות, אג"ח ונדל"ן
רוסיה	משרד האוצר	משרד האוצר	משתנה	בחו"ל ומקומית	בעיקר אג"ח
אוסטרליה	עצמאי	דירקטוריון הקרן	משתנה	בחו"ל ומקומית	מניות, אג"ח ונדל"ן
אלברטה (קנדה)	עצמאי	דירקטוריון הקרן	ארוך	בחו"ל ומקומית	מניות, אג"ח, נדל"ן וקרנות פרטיות/ גידור
מקסיקו	משרד האוצר	משרד האוצר	קצר	בחו"ל ומקומית	בעיקר אג"ח

לפי הטבלה ברוב המדינות שנסקרו הקרן מנוהלת באופן עצמאי ונפרד מהממשלה. בחמש מהן מנהל הקרן הוא גוף נפרד (אוסטרליה, אלברטה, אזרבייג'ן, סינגפור וניו-זילנד) ובאחת מהן (נורבגיה) מנהל הקרן הוא יחידה בבנק המרכזי, כמו בהצעת החוק בישראל. בשתי מדינות הניהול נעשה על-ידי משרד האוצר (רוסיה ומקסיקו). בשש מהמדינות ההשקעות הן בחו"ל ובשוק המקומי (אוסטרליה, אלברטה, רוסיה, מקסיקו, סינגפור וניו-זילנד), ובשתי מדינות ההשקעות הן בחו"ל בלבד (נורבגיה ואזרבייג'ן), כמו בהצעת החוק בישראל. בכל המדינות הקרן משקיעה באג"ח, בחמש מדינות גם במניות ונדל"ן, ובשתי מדינות גם בקרנות פרטיות.

בטבלה 3 שלהלן מוצגים נתונים על דיווחי הקרנות, מטרותיהן ומדיניות חלוקת הכספים.

טבלה 3 – דיווחי הקרנות, מטרותיהן ומדיניות חלוקת הכספים

מדינה	דיווח	מקור הכספים ומטרות הקרן	חלוקת כספי הקרן
נורבגיה	שנתי ורבעוני	ניהול ההכנסות מנפט ומגז טבעי להחלקת התנודתיות במחירים ולחלוקה בין-דורית; מימון עתידי של הוצאות הפנסיה.	הקרן מעבירה מדי שנה 4% מנכסיה לכיסוי הגירעון בתקציב (ללא ההכנסות ממשאבי טבע).
סינגפור	שנתי	ניהול יתרות מטבע החוץ של המדינה.	שימוש שוטף של עד 50% מהתשואה ארוכת הטווח הצפויה למטרות חינוך, מו"פ ובריאות בתקציב השנתי.

² סיכום פרטי המדינות בגוף המסמך; בנק ישראל, הקמה של "קרן עושר" בין דורית בישראל: המלצת מדיניות, 3 ביולי 2011.



מדינה	דיווח	מקור הכספים ומטרות הקרן	חלוקת כספי הקרן
אזרבייג'ן	שנתי ורבעוני	ניהול ההכנסות מנפט וגז טבעי ; מטרות פיסקליות; החלוקת תנועתיות במחירי משאבי הטבע; עידוד התפתחות מגזרים אחרים בכלכלה; חלוקה בין-דורית; מימון פרויקטים כלכליים וחברתיים.	חלק ניכר מהכנסות הנפט והגז הטבעי המופנות לקרן מועבר לתקציב המדינה, וחלק קטן יחסית מופנה למימון פרויקטים שונים. משקל ההעברות מהקרן לתקציב בשנת 2011 היה 57.3% מהתקציב.
ישראל (הצעת החוק)	שנתי ורבעוני	ניהול ההכנסות מנפט וגז טבעי ; חלוקה בין-דורית; צמצום השפעות "המחלה ההולנדית"; רשת ביטחון לאירועים חריגים.	חלוקה לאחר שיצטברו לפחות 2 מיליארד ש"ח. בעשר השנים הראשונות 3.5% מנכסי הקרן בשנה, ולאחר מכן ממוצע התשואה בעשר השנים הקודמות. מימון מטרות חברתיות-כלכליות שתקבע הממשלה במסגרת תקציב המדינה.
ניו-זילנד	שנתי וחודשי	מקור תקציבי . עד 2031 לא יימשכו כספים. משנה זו הממשלה תמשוך כספים לתשלום התחייבויות הפנסיה.	אין כספי חלוקה עד שנת 2031.
רוסיה	שנתי, רבעוני וחודשי	ניהול ההכנסות מנפט וגז טבעי . הקרן השמורה: מימון הוצאות התקציב ושמירה על יעדים פיסקליים. קרן הרווחה: מימון עתידי של הוצאות פנסיה.	הקרן השמורה מכסה את הגירעון התקציבי הרגיל (ללא הכנסות מנפט), 6.1% מהתוצר בשנת 2008, 5.5% מהתוצר בשנת 2009, 4.5% מהתוצר בשנת 2010 ו-3.7% מהתוצר בשנת 2011.
אוסטרליה	שנתי	מקור תקציבי . קרן העתיד: מימון עתידי של התחייבויות פנסיה. קרנות ייעודיות: מימון מיזמי תשתית בתחומי תחבורה, תקשורת, אנרגיה ומים; השקעה בתשתיות חינוך גבוה, מחקר וחינוך מקצועי; השקעה בתשתיות בריאות, בעיקר בבתי-חולים וציוד רפואי.	קרן העתיד: איסור משיכת כספים עד 2020 או עד ששווי הקרן יעבור את הרף שהוגדר בחוק. קרנות ייעודיות: ההעברות הכספיות מהקרנות נקבעות על-ידי הממשלה, לפי אישור המועצה המייעצת של כל קרן. הפרלמנט מפקח על הסכומים המרביים המועברים מהקרנות הייעודיות.
אלברטה (קנדה)	שנתי ורבעוני	ניהול ההכנסות מנפט ומגז טבעי . השאת תשואות לטווח ארוך, יעדים פיסקליים לכיסוי הגירעון של המחוז. בשנים האחרונות הקרן אינה מקבלת הכנסות מאוצרות טבע.	הקרן מעבירה את תשואתה ישירות לתקציב המחוז.
מקסיקו	שנתי ורבעוני	ניהול ההכנסות מנפט . החלוקת תנועתיות במחירי משאבי הטבע ואיזון התקציב בטווח הקצר.	בתקופות של ירידה בהכנסות מנפט ומגז טבעי אפשר להשתמש למימון הגירעון לכל היותר ב-50% מהכספים שנצברו בקרן בסוף השנה הפיסקלית הקודמת.

לפי הטבלה ברוב המדינות יש לקרן כמה מטרות במקביל, והן שונות ממדינה למדינה; בחלק מהמדינות הקרן מיועדת למימון **התחייבויות פנסיוניות** של המדינה (נורבגיה, רוסיה, ניו-זילנד ואוסטרליה), בחלקן הקרן משמשת **לחלוקה בין-דורית** (נורבגיה, אזרבייג'ן וישראל) ובחלקן הקרן משמשת **מקור תקציבי בעת ירידה במחירי המשאבים** (נורבגיה, אזרבייג'ן, רוסיה ומקסיקו). ברוב המדינות הקרן מעבירה כספים, ואלה משמשים בעיקר לתוספת ישירה לתקציב המדינה (נורבגיה, אלברטה ומקסיקו) ולהשקעות ייעודיות בתשתיות, בבריאות ובחינוך (אוסטרליה, סינגפור, אזרבייג'ן). נראה כי במדינות שמשקל האוכלוסייה המבוגרת בהן גדול, ויש בהן התחייבויות פנסיוניות של המדינה, הנטייה היא לקבוע כי הקרן תשמש מקור מימון להתחייבויות הפנסיוניות העתידיות. בחמש מדינות מקור הכספים הוא **נפט וגז טבעי** (נורבגיה, אזרבייג'ן, רוסיה, אלברטה ומקסיקו), ובשלוש מדינות המקור הוא **תקציבי** (סינגפור, ניו-זילנד, אוסטרליה). יש הבדלים בשיקולים בין קרנות העוסקות בניהול הכנסות מנפט וגז טבעי לקרנות שמקור כספן הוא תקציבי.



1. שימוש בהכנסות ממשאבי טבע

1.1. ניהול מיטבי של ההכנסות ממשאבים טבעיים³

מדינות רבות מתמודדות עם אתגרים הנובעים מהכנסות ממשאבי טבע, שמטבעם הם מתכלים (או מאירועים חד-פעמיים אחרים, כגון הפרטת נכסי המדינה או גאות כלכלית), חלקן באמצעות קרנות עושר ריבוניות שהן מייסדות (SWF – Sovereign Wealth Funds; להלן גם: הקרנות). עיצוב הקרנות תלוי במטרותיהן של המדינות, אך הניסיון והתיאוריה הכלכליים, בפרט בנורבגיה, מעלים כמה תובנות לגבי ניהול ההכנסות ממשאבי טבע מתכלים.

שיעור החיסכון בהכנסות ממשאבי טבע

בהנחה שהמטרה היא לאפשר עושר מרבי לדור הנוכחי ולדורות הבאים, נשאלת השאלה מהו שיעור החיסכון שיאפשר צריכה יציבה לנפש לאורך זמן. לפי **גישה אחת** (כלל Hartwick), אם גודל האוכלוסייה והרכבה קבועים, יש להשקיע את המשאבים בהון, ובכלל זה בחינוך, כדי לשמר הכנסה קבועה לנפש. אם הצריכה לנפש גדלה לאורך זמן, הרווחה החברתית תגדל אם הדורות הנוכחיים יחסכו וישקיעו כיום פחות, ויצרכו יותר, על חשבון הדורות הבאים. לפי **גישה אחרת**, יש לחסוך את הכנסות המדינה ממשאבי טבע כך שהשימוש השוטף יהיה רק בתשואה הנובעת משווי הנכסים המצטברים. גישה זו מובילה לצריכה מצומצמת יותר בשנים הראשונות, ומתאימה יותר למדינות שבהן יש העדפה ברורה להעברת חלק ניכר מההכנסות ממשאבי הטבע לדורות הבאים. למשל, גידול עתידי בחלקם של הגמלאים באוכלוסייה עשוי להביא להפלת העול על הדור שטרם נולד, ולכן ההעדפה היא לחסוך בקרן למימון ההתחייבויות העתידיות.

בפועל, בעבר כילו רבות מהמדינות העשירות במשאבים את רוב משאביהן. בעקבות זאת הוקמו בדור האחרון קרנות עושר ריבוניות להשגת מטרות שונות, בעיקר העברה בין-דורית, מניעת "המחלה ההולנדית" וצבירת נכסים פיננסיים לתשלומי פנסיה עתידיים. כך, למשל, לפי הערכות, נורבגיה כילתה כ-80% מהכנסותיה ממשאבי טבע מאז גילויים לפני עשרות שנים. בשנת 1990 היא הקימה קרן עושר ריבונית (בין היתר להבטחת תשלומי פנסיה עתידיים), וכיום נורבגיה משקיעה את רוב הכנסותיה מנפט בקרן זו.

ניהול הקרן

בחירת מקרים מוצלחים של ניהול קרנות עושר בעולם עשויה ללמד שיש להעדיף את העברת ניהול הקרן **לסוכנות עצמאית**, לשם הפרדת הניהול השוטף של ההשקעות מלחצים פוליטיים. כך, למשל, בנורבגיה, הבנק המרכזי, שכמו בישראל הוא גוף עצמאי, מנהל את הקרן מטעם משרד האוצר, ובדרך זו הוא שומר על ניהול נכסי הקרן מפני לחצים פוליטיים. כמו כן, רבות מקרנות העושר מעסיקות גם מנהלים חיצוניים.

שקיפות היא כלי מפתח להבטחת ניהול יעיל של המשאבים ועשויה להביא לשיפור מצבים של ניהול לא יעיל של נכסי הקרן; ציבור שבידו מידע שוטף ומדויק יכול להשפיע על עיצוב המדיניות ועל פיקוח הממשלה על ניהול נכסי הקרן. בד בבד עם חשיפת מידע לציבור מומלץ שממשלות ינהיגו שקיפות בתהליכים לגיבוש וליישום המדיניות בניהול נכסי הקרן, בעיקר כשמדובר בהחלטות על חלוקת פירות הקרן. שקיפות בתהליכים כאלו והבנת ההיגיון שבבסיס המדיניות הקובעת את חלוקת פירות הקרן עשויות להביא למחויבות לטווח ארוך ולהגברת אמון הציבור בפעילות הקרן ולצמצום כוחן של קבוצות לחץ בכל הקשור לחלוקת נכסי הקרן. פיקוח הפרלמנט על פעילות הקרן הוא מרכיב מהותי בהנהגת אחריותיות ממשלתית ובמתן דין-וחשבון שוטף לאזרחים. נוסף על כך מומלץ שכל שינוי בכללים הקשורים לפעילות הקרן יוגש לאישור המחוקקים.

³ OECD, [Economic Surveys Brazil](#), Box 1.3-How can revenues from natural resources be best managed?, October 2011.



סוגיית חלוקת ההשקעות בין שוקי חו"ל לשוק המקומי כרוכה בדילמה כלכלית ופוליטית. מבחינה כלכלית, השקעה בחו"ל משיגה את אחת ממטרות הקרן למנוע את ייסוף המטבע המקומי. מנגד, לעתים תיתכן כדאיות כלכלית בהחזר חובות מקומיים כאשר שיעור הריבית בגין גיוס חוב של הממשלה גבוה מהתשואה שהקרן מניבה. הניסיון מלמד כי מבחינה פוליטית יש לחצים בכיוון צריכה והשקעה מקומיות של המשאבים.

בפועל רוב קרנות העושר משקיעות בעיקר בנכסים זרים, מחוץ למדינה. בניגוד לקרנות הפנסיה, לקרנות העושר הריבוניות יש אופק השקעה קצר יותר ומטרות השקעה רחבות יותר. כך, לדוגמה, קרן הפנסיה של נורבגיה משקיעה רק בנכסים זרים, 60% במניות ו-40% במכשירים פיננסיים עם הכנסה קבועה (אג"ח).

1.2 קרנות עושר ריבוניות: הגדרה ומטרות

קרנות עושר ריבוניות מוקמות כקרנות השקעה ביוזמת הממשלה ובבעלותה לצורך השגת יעדים מקרו-כלכליים ותמיכה במטרות לאומיות. מקור ההכנסות של הקרנות הוא בדרך כלל כריית משאבי טבע (בדרך כלל נפט וגז טבעי), אך יכול גם להיות עודף במאזן התשלומים הלאומי, רווחים הנוצרים מתהליכי הפרטה או עודפי הכנסות ממיסוי. הקרן מבטיחה תזרים יציב לקופת הממשלה במהלך השנים ומשמשת גם לחלוקה בין-דורית של ההכנסות ממשאבי הטבע. המטרות העיקריות של הקרנות הן אלה: שימוש בהכנסות ממשאבי טבע (שהם מתכלים) גם לדורות הבאים, ולא רק לדור הנוכחי; התמודדות עם "המחלה ההולנדית", קרי ייסוף שער החליפין והחלשת הענפים הסחירים בכלכלה; כלי פיסקלי לקיזוז ההשפעה הכלכלית של תנודתיות במחירי המשאבים על הכנסות המדינה; השקעה אסטרטגית לצורך קידום אינטרסים לאומיים על חשבון שיקולים לטווח הקצר.

1.3 עקרונות סנטיאגו⁴

עקרונות סנטיאגו הם המלצות ל-24 קווי פעולה מנחים המתווים את דרכי פעולתן של קרנות העושר הריבוניות. עקרונות אלה גובשו בשיתוף קרן המטבע הבין-לאומית (IMF) וקבוצות העבודה הבין-לאומיות של הקרנות הריבוניות (IWG-SWF) (להלן: קבוצות העבודה הבין-לאומיות) והוצגו לראשונה באוקטובר 2008. העקרונות מומלצים, ואינם מחייבים, ומטרתם לשמור על יציבות הכלכלה הגלובלית ולהביא לניהול השקעות על בסיס החלטות כלכליות נכונות. העקרונות מסייעים ל-SWFs בפיקוח על כמה תחומים: המסגרת החוקית, המסגרת המוסדית, המסגרת הממשלתית, מדיניות השקעה וניהול סיכונים. במהלך השנים החליף את קבוצות העבודה הבין-לאומיות הפורום הבין-לאומי של הקרנות העצמאיות (IFSWF). בפורום הבין-לאומי שותפות 23 מדינות המפעילות קרנות עושר, ובהן אוסטרליה, קנדה, אירלנד, קוריאה, מקסיקו, ניו-זילנד וארה"ב. בעקרונות סנטיאגו נכללים הפרמטרים האלה: שקיפות ציבורית מרבית בניהול, בבקרה ובדיווח; עצמאות והפרדה מפעילות שוטפת; בקרה יעילה על מערך הניהול; השקעה במטרה למרב אך ורק תשואה כלכלית; ניהול השקעות על בסיס מדיניות מוגדרת היטב ובאופן המקצועי ביותר.

גיבוש עקרונות סנטיאגו נעשה למימוש היעדים המפורטים להלן של קרנות העושר הריבוניות: שימור יציבות הכלכלה הגלובלית ושמירה על זרימה חופשית של הון ושל השקעות; היענות לדרישות הרגולטיביות ולשקיפות הנדרשות במדינות שבהן הקרנות משקיעות; השקעה על-פי הסיכון הכלכלי המאפיין את המדינה; שמירה על מבנה ממשלתי שקוף ויציב שמקיים פיקוח תפעולי הולם, ניהול סיכונים וחובת נתינת דין-וחשבון; שמירה על עצמאות הקרנות.

⁴ IWG-SWF, International Working Group of Sovereign Wealth Funds, [Generally Accepted Principles and Practices \(GAPP\) — Santiago Principles](#), 2008, retrieved: June 10, 2013.



2. הצעת החוק להקמת קרן העושר בישראל

ב-3 ביולי 2012 פרסמה הממשלה את הצעת חוק הקרן לניהול הכנסות המדינה מהיטל על רווחי נפט, התשע"ב-2012, שעניינו הקמת קרן השקעות להכנסות מהיטל על רווחי גז טבעי ונפט והסדרת פעילותה. הצעת החוק פורסמה במסגרת סעיף 53 בחוק מיסוי רווחי הנפט, התשע"א-2011, בעקבות המלצת הצוות הבין-משרדי לבחינת אופן ניהול הכנסות המדינה ממשאבי טבע⁵ ולפי המלצת ה-OECD.⁶ לפי הצעת החוק, הקרן תקבל את ההכנסות הנגבות במסגרת חוק מיסוי רווחי נפט, התשע"א-2011, תשקיע אותן מחוץ למדינה ובמטבע חוץ, תעביר מדי שנה חלק מהקרן לתקציב המדינה לטובת מטרות חברתיות-כלכליות ותשמש מקור הלוואה למדינה בעת אירוע חריג. הקרן תוקם לאחר שיצטברו הכנסות של 2 מיליארד ש"ח לפחות מההיטל על רווחים מגז טבעי (בסביבות שנת 2017).

2.1. גז טבעי בישראל

חיפושי נפט וגז טבעי בישראל החלו כבר בראשית שנות ה-50 של המאה הקודמת. עד לעשור האחרון לא הביאו רוב החיפושים לגילוי מאגרים משמעותיים. בשנת 1999 התגלה מאגר גז טבעי משמעותי בחוף הים מול אשקלון (שותפות "ים תטיס"), והפקת הגז הטבעי ממנו החלה בשנת 2004. בשנת 2009 התגלה שדה גז טבעי משמעותי נוסף, בחוף הים מול חיפה (שותפות "תמר"), ובחודש אפריל 2013 החלה הפקת הגז הטבעי ממנו. בשנת 2010 ערך המכון הגיאולוגי האמריקני סקר באזור אגן הים התיכון המזרחי והעריך את כמות הגז הטבעי באזור זה ב-3,400 BCM (מיליארד קוב).⁷ הצפי לגבי ישראל היה כ-1,400 BCM מכמות זו.⁸ בסוף שנת 2010 התגלה מאגר "לויתן", ובו כ-536 BCM – תגלית הגז הטבעי הגדולה ביותר בעולם בעשור האחרון. הערכות כמות הגז הטבעי לכרייה בפועל בישראל נעות בטווח שבין 900 ל-1,200 BCM.¹⁰ נכון לחודש מאי 2013, הרזרבות המוכחות והמשאבים המותנים, כלומר משאבים שאינם מוכחים בוודאות מלאה, הם כ-870 BCM.¹¹ ב-2 באוקטובר 2011 מינו ראש הממשלה ושר האנרגיה והמים ועדה לבחינת מדיניות הממשלה בנושא משק הגז הטבעי בישראל, בראשות מנכ"ל משרד האנרגיה שאול צמח (להלן: ועדת צמח), לדון בסוגיית ייצוא הגז הטבעי. הוועדה המליצה לשמור לשימוש מקומי BCM 450 ולאפשר לייצא את היתר.¹² ב-23 ביוני 2013 החליטה הממשלה כי יובטחו BCM 540 גז טבעי לשימוש מקומי, ויהיה אפשר לייצא את היתר.¹³

⁵ הצוות הוקם על-ידי ראש הממשלה, שר האוצר ונגיד בנק ישראל ב-27 באפריל 2011, והשתתפו בו נציגי משרד ראש הממשלה, משרד האוצר ובנק ישראל.

⁶ OECD, [Economic Surveys – Israel](#), December 2011, p. 19.

⁷ U.S. Geological Survey, [Assessment of Undiscovered Oil and Gas Resources of the Levant Basin Province – Eastern Mediterranean](#), March 2010.

⁸ הוועדה הבין-משרדית לבחינת מדיניות הממשלה בנושא משק הגז הטבעי בישראל, [דוח המלצות הוועדה](#), ספטמבר 2012.

⁹ יוסי וירצברגר, מינהל אוצרות טבע במשרד האנרגיה והמים, דואר אלקטרוני, 9 מאי 2013.

¹⁰ המועצה הלאומית לכלכלה העריכה את כמות הגז הצפוי ב-1,200 BCM – המועצה הלאומית לכלכלה, "קרן לעתיד" – המלצת הצוות הבין-משרדי, דצמבר 2011; הממונה על ההכנסות במשרד האוצר העריך את כמות הגז לכרייה ב-1,080 BCM – משרד האוצר, מינהל הכנסות המדינה, [How Gas Production and Prices Will Affect Israel and the Gas Fund](#), אוקטובר 2012; ועדת צמח העריכה את הכמות בכ-950 BCM. הוועדה הבין-משרדית לבחינת מדיניות הממשלה בנושא משק הגז הטבעי בישראל, [דוח המלצות הוועדה](#), ספטמבר 2012.

¹¹ יוסי וירצברגר, מינהל אוצרות טבע במשרד האנרגיה והמים, דואר אלקטרוני, 9 מאי 2013.

¹² הוועדה הבין-משרדית לבחינת מדיניות הממשלה בנושא משק הגז הטבעי בישראל, [דוח המלצות הוועדה](#), ספטמבר 2012.

¹³ משרד ראש הממשלה, החלטה מס' 442, [אימוץ עיקרי המלצות הוועדה לבחינת מדיניות הממשלה בנושא משק הגז הטבעי בישראל \(דוח ועדת צמח\)](#), 23 ביוני 2013.



2.2. הסיבות להקמת הקרן

כאמור, הקמת קרן לניהול משאבי טבע אינה ייחודית לישראל, אלא נפוצה ברוב המדינות שנמצאו בשטחיהן משאבי טבע רבים. קרנות אלה מנסות להתגבר על קשיים המאפיינים מדינות כאמור, כמפורט להלן:

- **חלוקה בין-דורית:** שימוש בפירות הכלכליים של משאבי טבע מתכלים (למשל גז טבעי) רק בדור הנוכחי עלול להיות על חשבון הדורות הבאים. יש הטעונים כי על הדור הנוכחי לחלוק פירות אלו גם עם הדורות הבאים. אפשר לעשות זאת בעזרת קרן אשר תעביר את ההכנסות מההווה לעתיד.
 - **"המחלה ההולנדית":** בשנות ה-70 של המאה ה-20 נמצא בהולנד גז טבעי בכמות שהובילה לייסוף במטבע המקומי (גילדן), להיחלשות התעשייה המקומית ולהתכווצות הענפים הסחירים בכלכלת הולנד. גם בישראל כיום גילוי הגז הטבעי מוביל לייסוף השקל, בעיקר בשל החלפת יבוא מוצרי אנרגיה, ייצוא אפשרי של גז טבעי והתייעלות ענפי המשק בגין השימוש הגובר בו (בעיקר ענפי החשמל, התעשייה והתחבורה). ייסוף השקל עלול להוביל לירידה בתחרותיות של הענפים הסחירים, שאינם קשורים לכריית משאבי הטבע. יש לציין כי בשנים האחרונות חל ייסוף בשער השקל, אשר הביא לירידה ברמת התחרותיות של הענפים הסחירים בישראל והוביל את בנק ישראל להגדיל את יתרות מטבע החוץ מכ-30 מיליארד דולר לכ-75 מיליארד דולר. צפוי כי הפקת הגז הטבעי משנת 2013 ואילך תביא להתחזקות מגמה זו.
 - **"קללת משאבי הטבע":** במדינות מתפתחות רבות ההכנסות ממשאבי טבע אינן מובילות לצמיחה כלכלית. ונצואלה וערב-הסעודית, למשל, צמחו בקצב אטי בהרבה מישראל, אף שהן עשירות בנפט וישראל הייתה עד היום כמעט בלא משאבי טבע.
 - **תלות במחירים:** מחירי משאבי טבע חשופים לתנודתיות רבה, ומצב זה עלול להקשות תכנון תקציבי רב-שנתי. דוגמה לכך היא נורבגיה, שבה התבססו הכנסות המדינה בתחילת שנות ה-80 של המאה ה-20 על משאבי טבע, וירידה במחירי הנפט בשנות ה-80 הובילה לירידה חדה בהכנסות המדינה.
 - **תעשייה לא מפרה:** כריית משאבי טבע דורשת מעט כוח-אדם בהשוואה לתעשיות אחרות. לפיכך היא עלולה לפגוע בתעשיות אחרות ("המחלה ההולנדית" האמורה), ובמיוחד בתעשיות עתירות כוח-אדם ובין-לאומיות, כמו תעשיית הטכנולוגיה העילית (היי-טק). פגיעה בתעשיות אלו קשה במיוחד לנוכח העובדה שאוצרות הטבע מתכלים בסופו של דבר, ואישוש התעשיות שנפגעו הוא משימה מורכבת. גם ישראל, לאחר התכלות הגז הטבעי, עלולה למצוא את עצמה ללא גז טבעי ועם תעשיית היי-טק חלשה.
- קרן אוצרות טבע אמורה להביא לקיזוז ההשפעות האלה בשימוש בהכנסות ממשאבי הטבע לטווח ארוך של עשרות שנים ובניתוב חלק מהעושר להשקעות מחוץ למדינה ולא לשימוש מיידי בתקציב המדינה. קרן כזאת מונעת חלק מהתלות של המדינה במחירי אוצרות הטבע, מקטינה את שיעור ייסוף המטבע המקומי ומאפשרת גם לדורות הבאים ליהנות מהכנסות מאוצרות הטבע. עם זאת חשוב לציין שבדרך כלל קרנות עושר ריבוניות אינן מונעות לחלוטין את ההשפעות שפורטו לעיל, אלא רק מצמצמות אותן.
- עם כל האמור, יש לציין שאגף החשב הכללי במשרד האוצר גורס כי עדיף ליעד את הכנסות המדינה מגז טבעי לצמצום היחס חוב-תוצר באמצעות הפחתת החוב הציבורי, ולא להקים קרנות עושר ריבוניות כל עוד היחס חוב-תוצר גבוה יחסית.¹⁴ כפי שצוין לעיל בסעיף 1.1, לפי גישה אחת יש להעדיף את צמצום היחס חוב-תוצר על הקמת קרן עושר ריבונית במצב שבו התשואה מקרן כזאת נמוכה משיעור הריבית שהממשלה משלמת בגין גיוס הון. בינואר 2012 הנפיקה הממשלה אג"ח בהיקף 1.5 מיליארד דולר לטווח של כ-10.5 שנים בריבית של 4.1%, ובינואר 2013 הנפיקה הממשלה אג"ח בהיקף של מיליארד דולר לעשר שנים ומיליארד דולר ל-30 שנה בריבית של 3.2%

¹⁴ משרד האוצר – אגף החשב הכללי, Sovereign wealth Fund קרנות הון ריבוניות – המודל הנורבגי בישראל, מרס 2011.



ו-4.6% בהתאמה.¹⁵ לפיכך, עלות הגיוס של הממשלה כיום נמוכה במקצת מהתשואה שתניב הקרן. עם זאת, כיום התשואות על אג"ח ממשלתיות של המדינות המפותחות הן ברמה נמוכה יחסית, וכך גם בישראל, וייתכן כי בשנים הקרובות התשואות יגדלו ויווצר מצב שבו תשואת הקרן תהיה נמוכה משיעור הריבית שהממשלה משלמת בעבור גיוס הון. נוסף על כך יש לציין שהקטנת היחס חוב-תוצר באמצעות ההכנסות מגז טבעי עלולה להביא לייסוף המטבע ("המחלה ההולנדית"), וקרן עושר, אם תוקם, עשויה להביא לירידה בפרמיית הסיכון של ישראל בשל ירידת הסיכון של המדינה עקב אפשרות תיאורטית של העברת נכסי הקרן לבעלי חוב במקרה של משבר פיננסי.

2.3. מיסוי כריית גז טבעי בישראל

בעקבות גילוי הגז הטבעי בסוף העשור הקודם, ומיסוי כריית אוצרות טבע ברמה נמוכה יחסית, הוקמה הוועדה לבחינת המדיניות הפיסקלית בנושא משאבי נפט וגז טבעי בישראל (להלן: ועדת ששינסקי) לשם הסדרת המשטר הפיסקלי על הכנסות מאוצרות טבע. המלצות ועדת ששינסקי עוגנו ב**חוק מיסוי רווחי הנפט, התשע"א-2011**, ולפיכך בישראל נהוגים כיום ארבעה סוגי מס על כריית נפט וגז טבעי, כמפורט להלן:

- **תמלוגים**: על בעל רישיון כרייה לשלם תמלוגים מהכנסותיו מכריית נפט וגז טבעי במסגרת **חוק הנפט, התשי"ב-1952**. החוק קובע כי "בעל החזקה חייב בתמלוג בשיעור שמינית (12.5%) מכמות הנפט שהופקה משטח החזקה ונוצלה, למעט כמות הנפט שהשתמש בה בעל החזקה בהפעלת שטח החזקה". התמלוגים נגבים מההכנסות ברוטו בפי הבאר לפני מע"מ וחלק מהוצאות הפיתוח.
- **מס חברות**: מס המוטל על כלל החברות במשק, ובהן גם יצרניות הגז הטבעי, במסגרת **פקודת מס הכנסה, התשכ"א-1961**. מינואר 2014 ואילך שיעור מס זה יהיה 26.5% מרווחי החברות. אפשר לקזז הפסדים מפעילות כלכלית אחרת של החברה, שאינה קשורה לבאר זו או אחרת.
- **היטל על רווחי נפט (וגז)**: היטל חדש שנקבע בהתאם להמלצות ועדת ששינסקי, במסגרת **חוק מיסוי רווחי**

נפט, התשע"א-2011. ההיטל מוטל על רווחים מהבאר,¹⁶ לאחר הוצאות שוטפות ומע"מ, לפי סולם שיש בו התחשבות ברווחיות של כל הפרויקט לאחר החזר הוצאות ההשקעה. ברווחים מהבאר ייכללו מכירות בישראל או ייצוא. ההיטל נקבע לפי **מקדם ההיטל היחסי**, שהוא היחס בין הרווחים המצטברים מהבאר ובין ההשקעה במציאת הבאר ובהקמתה. יש לציין

טבלה 4 – שיעור ההיטל על הרווחים מהבאר

היטל צפוי (%) (מס חברות)	החזר על ההשקעה
0%	עד 50% רווח על ההשקעה
20%–44.6%	בין 50% ל-130% רווח על ההשקעה
44.6%	מעל 130% רווח על ההשקעה

שההיטל משתנה על-פי שינוי עתידי בשיעור מס חברות, וכך העלאת מס חברות ל-26.5% בתחילת שנת 2014 תביא להפחתת ההיטל. בטבלה 4 מוצג שיעור ההיטל על הרווחים לפי מס חברות בשיעור 26.5%, ולפי שיעור ההיטל על חברה שרווחיה המצטברים הם יותר מ-130% ההשקעה הוא 44.6%.

¹⁵ משרד האוצר – אגף החשב הכללי, Sovereign wealth Fund קרנות הון ריבוניות – המודל הנורבגי בישראל; מרס 2011; [דוח החוב הממשלתי 2012](#), עמ' 37, 2013, באתר האינטרנט של משרד האוצר.

¹⁶ כלומר אין אפשרות לקזז הוצאות על חיפושי נפט או גז אחרים של החברה פרט להוצאות לחיפושים בתוך אותו שטח רישיון.



- **אגרות:** מוטלות על בעל רישיון חיפוש וכרייה במסגרת **חוק הנפט, התשי"ב-1952**. ההכנסות מהאגרות קטנות יחסית, ושיעורן קטן, ובשל כך לא נעסוק בהן במסמך זה. יש לציין כי מעבר עתידי לשיטת חלוקת רישיונות חיפוש במכרז עשוי להגדיל במידה ניכרת את ההכנסות ממקור זה.¹⁷

2.4. צפי הכנסות המדינה

הכנסות המדינה מגז טבעי תלויות בהכנסות מכריית גז טבעי לאורך השנים. הערכת גודל ההכנסות תלויה בכמה משתנים שיש קשיים מהותיים בהערכתם, כמפורט להלן:

מחיר הגז הטבעי: צפוי כי עלייה במחיר הגז הטבעי תביא לגידול בהכנסות המדינה, ולהפך (בהנחה שכמות המכירה אינה משתנה). ב-30 השנים האחרונות עלו מחירי הגז הטבעי ב-1.8% בממוצע בשנה.¹⁸ עם זאת, הצפי הוא שתהיה ירידה במחירי הגז הטבעי בעתיד, בעקבות גידול ניכר בהיצע עקב פיתוחים טכנולוגיים שיאפשרו כריית גז טבעי יעילה יותר. על-פי הבנק העולמי צפויה ירידה של כ-1.5% בשנה בממוצע במחירי הגז הטבעי באירופה ב-25 השנים הקרובות (במונחים ריאליים).¹⁹

היקף כריית הגז הטבעי בפועל: היקף הגז הטבעי בישראל לכרייה אינו ודאי; לפי התחזיות מדובר על כ-BCM 1,200–900, אך יש הטוענים שההיקף קטן יותר. נכון לחודש מאי 2013 הרזרבות המוכחות והמשאבים התלויים הם BCM 869.4.²⁰

התרת ייצוא: כאמור לעיל בסעיף 2.1, ב-23 ביוני 2013 החליטה הממשלה להבטיח BCM 540 גז טבעי לשימוש מקומי ולאפשר לייצא את היתר (בתלות בגודל השדות ובמשתנים נוספים). להחלטה על כמות הייצוא שתותר יש השפעה על היקף המכירות השנתי, ובעיקר על מועד יצירת הכנסות המדינה.

בטבלה 5 שלהלן מוצג תרחיש הכנסות המדינה לפי אומדן שהציג נגיד בנק ישראל בישיבת ועדת המדע והטכנולוגיה ב-3 ביוני 2013.

טבלה 5 – תרחיש הכנסות המדינה ממסים על הגז הטבעי, מבוסס על בנק ישראל (במיליארדי ש"ח)²¹

שנה	העברה ישירה לתקציב	העברה לקרן	סך הכנסות המדינה
2017–2013	10.5	0.0	10.5
2022–2018	25	14.2	39.2
2027–2023	52.2	39.6	91.8
2032–2028	51.2	87.1	138.3
2037–2033	57.7	120.5	178.2
סך הכול	196.6	261.4	458.0
באחוזים	43%	57%	100%

לפי האומדן שבטבלה סך הכנסות המדינה מגז טבעי נאמדות ב-458 מיליארד ש"ח, והכנסות הקרן נאמדות ב-261 מיליארד ש"ח, קרי כ-57% מסך הכנסות המדינה מתגליות הגז הטבעי. כאמור, הקרן תוקם בפועל לאחר שההכנסות המצטברות **מהיטל על רווחי נפט (וגז טבעי)** יגיעו לפחות ל-2 מיליארד ש"ח במצטבר. יש לציין כי

¹⁷ מרכז המחקר והמידע של הכנסת, [ניתוח חלק הממשלה בהכנסות מהפקת נפט וגז בישראל ובמדינות אחרות](#), כתבו תמיר אגמון ועמי צדיק, יולי 2010.

¹⁸ World Bank, [Commodity Price Data- Natural Gas Index – Historical Data](#), Update: June, 4 2013.

¹⁹ Ibid, [Commodity Price and Price Forecast in Real US dollars](#), Update: May 14, 2013. Prices between 2013 and 2025.

²⁰ יוסי וירצברגר, מינהל אוצרות טבע במשרד האנרגיה והמים, דואר אלקטרוני, 9 במאי 2013.

²¹ אתר האינטרנט של בנק ישראל, [מצגת לוועדת המדע והטכנולוגיה בכנסת, 3 ביוני 2013](#), לפי שער של 3.63 ש"ח לדולר.



נוסף על הכנסות המדינה מהגז הטבעי, שחלקן יזרמו ישירות לתקציב לדור הנוכחי וחלקן ינותבו לקרן לדורות הבאים, יש חיסכון שנתי המוערך ב-2–3 מיליארד דולר בגין ירידה במחירי האנרגיה לצרכנים בדור הנוכחי, כל עוד ההפקה נמשכת, ולא לדורות הבאים.

2.5. שימושי הקרן

לפי הצעת החוק, לקרן שני שימושים עיקריים; העברת סכום חלוקה למדינה ושימוש בנכסי הקרן באירועים חריגים.

העברת סכום חלוקה – הקרן תעביר לתקציב המדינה לפי הנוסחה שלהלן:²²

- בשנה הראשונה להקמתה (קרי, כאשר ההכנסה המצטברת מההיטל תהיה לפחות 2 מיליארד ש"ח) 3.5% מסך ההכנסות;
 - בשנה השנייה ואילך עד השנה העשירית 3.5% מסך הנכסים שניהלה הקרן ב-31 בדצמבר של השנה הקודמת;
 - בשנה ה-11 ואילך תעביר הקרן מכפלה של התשואה הנומינלית הממוצעת של השקעותיה בעשר השנים האחרונות בסך נכסי הקרן ב-31 בדצמבר של השנה הקודמת. **המשמעות הכלכלית של מדיניות סכום החלוקה היא ששווי הקרן לא יקטן** אם התשואה הנומינלית לא תקטן מהתשואה הממוצעת בעשר השנים הקודמות, בהנחה שהקרן לא תלווה כספים למדינה בגין אירועים חריגים.
- בטבלה 6 שלהלן מוצגים שווי הקרן וסכום החלוקה ביחס לתוצר, על בסיס האומדן המוצג לעיל בטבלה 5.

טבלה 6 – אומדן הכנסות, צבירה וסכום חלוקה של הקרן (במיליארדי ש"ח, מחירי שנת 2013)²³

שנה	שווי בקרן		חלוקת כספי הקרן	
	סכום	משקל בתוצר	סכום	משקל בתוצר
2017	-	0.0%	0.0	0.00%
2022	14.2	1.1%	0.5	0.04%
2027	53.7	3.8%	1.9	0.14%
2032	140.8	8.8%	4.9	0.32%
2037	261.4	14.5%	9.1	0.53%
2042	261.4	12.8%	9.1	0.47%
2047	261.4	11.0%	9.1	0.41%

לפי האומדן, בשנת השיא של פעילות הקרן (לפי התרחיש בסביבות שנת 2037) שווי הקרן יהיה כ-261 מיליארד ש"ח, שיהיו כ-14.5% מהתוצר החזוי לאותה שנה, וסכום החלוקה השנתי יהיה כ-9 מיליארד ש"ח, שיהיו כ-0.5% מהתוצר החזוי לאותה שנה. לפי התרחיש, הכנסות הקרן מגז טבעי ייפסקו בשנת 2037, אך הקרן תמשיך להעביר סכומים בהיקף שנתי ממוצע של כ-9 מיליארד ש"ח. שווי הקרן משנת 2037 ואילך יהיה כ-261 מיליארד ש"ח, ויישאר קבוע, בהנחה שהתשואה השנתית של הקרן בגין השקעותיה תהיה דומה לסכום החלוקה השנתי והקרן לא תלווה כספים לממשלה. משקל שווי הקרן וסכום החלוקה בתוצר יפחת משנת 2037 ואילך, שכן הם ייוותרו קבועים, לעומת התוצר, שצפוי כי ימשיך לצמוח. עם זאת, במקרה שיתגלו שדות גז טבעי או נפט נוספים בהיקף נרחב (ראו לעיל סעיף 2.1 לגבי הפוטנציאל באגן מזרח הים התיכון), צפוי כי הכנסות המדינה יגדלו במידה ניכרת.

²² הצעת חוק קרן לניהול הכנסות המדינה מהיטל על רווחי נפט, התשע"ב-2012, סעיף 36.

²³ אתר האינטרנט של בנק ישראל, [מצגת לועדת המדע והטכנולוגיה של הכנסת, 3 ביוני 2013](#) – עיבודי מרכז המחקר והמידע של הכנסת. הנחות: התוצר יגדל בקצב שנתי ממוצע של 2.8%; התשואה השנתית של הקרן בגין השקעותיה שווה לסכום החלוקה השנתי; הקרן לא תלווה למדינה בגין אירועים חריגים; מחירי שנת 2013.



סכום החלוקה השנתי מהקרן, בהתאם להוראות מועצת הקרן (ראו להלן בסעיף 2.6), יועבר לאוצר המדינה לא יאוחר מ-1 במאי באותה שנה. פירות הקרן יוקצו למטרות חברתיות, כלכליות וחינוכיות. הוצאות הממשלה שימומנו מהכנסה זו ייקבעו בחוק התקציב **ההוצאה מותנית בהכנסה**, כלומר השימוש בכספי הקרן ייקבע על-ידי הממשלה, כמו יתר הסעיפים בתקציב המדינה. יש לציין כי לפי **חוק הפחתת הגירעון והגבלת ההוצאה הציבורית התקציבית, התשנ"ב-1992**, המגדיר את שני הכללים הפיסקליים הנהוגים בישראל (כלל הגירעון התקציבי וכלל ההוצאה), כלל ההוצאה נקבע לפי התקציב נטו, ללא הוצאה מותנית בהכנסה, ועל כן הכספים שיועברו מהקרן לא ישפיעו על מגבלת ההוצאה התקציבית. לפי הצעת התקציב לשנת 2013 ההוצאה נטו היא 395 מיליארד ש"ח, ההוצאה המותנית בהכנסה היא כ-21.9 מיליארד ש"ח וההוצאה ברוטו היא כ-416.9 מיליארד ש"ח, קרי 41.8% מהתוצר.²⁴ כלומר בהנחה שמשקל ההוצאה ברוטו בתקציב ייוותר דומה בשנת 2037, ההכנסות מהקרן בשנת השיא יהיו כ-1.2% מהתקציב ברוטו החזוי לאותה שנה.

שימוש בנכסי הקרן באירועים חריגים – במקרה של אירוע חריג, שהשפעתו על כלכלת ישראל שלילית וחריגה בהמשכה או בעוצמתה, תוכל הממשלה לבקש מהקרן הלוואה. שיעור הריבית על הלוואה כזאת יהיה שווה לפחות לשיעור התשואה לפדיון של אג"ח ממשלת ארצות-הברית לתקופה של עשר שנים, בתוספת 1.5%.

יש לציין כי בתחילת שנת 2012 הייתה התשואה של אג"ח מקומית של ממשלת ישראל לעשר שנים 4.55%, לעומת תשואה של 1.95% של ממשלת ארה"ב על אג"ח דומה, קרי פער של 2.6 נקודות האחו. בסוף שנת 2012 התשואה של אג"ח מקומית של ממשלת ישראל לעשר שנים הייתה 4.0%, לעומת תשואה של 1.75% של ממשלת ארה"ב על אג"ח דומה, קרי פער של 2.25 נקודות האחו.²⁵ כלומר שיעור הריבית על ההלוואה המיוחדת של הקרן תחסוך לממשלה 0.75%-1.1% בעלויות גיוסי החוב שלה (לפי התשואות כיום). יש לציין כי בשנת 2002, שהייתה שנת משבר פיננסי, היה פער הריביות גדול במידה ניכרת, כ-5%, כלומר 3.5 נקודות האחו יותר מהתוספת הקבועה בהצעת החוק. בהקשר זה יהיה נכון לשאול אילו מקרים ייחשבו "אירוע חריג" – במקרה שתילקח הלוואה בגין מדיניות ממשלתית שתביא להגדלת הגירעון והחוב הציבורי, ובעקבות זה למשבר פיננסי, עצם הפתרון האפשרי של הלוואה בריבית נמוכה יחסית עשוי לעודד מצב כזה.²⁶ לעומת זאת, אם יוכרז רק במקרים של משבר כלכלי המנותק ממדיניות הפיסקלית של הממשלה (כמו מלחמה או משבר עולמי), אזי רשת הביטחון של הלוואה במחיר נמוך מהקרן אינה עשויה לעודד מצב כזה.

התנאים לקבלת הלוואה מהקרן הם אלה: הממשלה, לאחר התייעצות עם נגיד בנק ישראל, מכריזה על אירוע חריג "בעל השפעה שלילית חריגה במשכה או בעוצמתה על כלכלת ישראל"; הממשלה מחליטה לקחת הלוואה מהקרן; שר האוצר מגיש לכנסת בקשה מפורטת ובה פירוט היקף ההלוואה ותנאיה, ובכלל זה שיעור הריבית, כפי שצוין לעיל; הכנסת מאשרת ברוב של 65 מחברי הכנסת. בהמשך לכך הכנסת רשאית לאשר הקלה בהחזר ההלוואה,²⁷ בתנאים דומים לקבלת הלוואה ולאחר תשעה חודשים לפחות ממועד קבלתה.

2.6. מבנה הקרן

לפי הצעת החוק, מבנה הקרן ואופן ניהולה יהיו כמפורט להלן:

מועצת הקרן: תפקידה לקבוע את עקרונות מדיניות ההשקעה של הקרן (לרבות רמת הסיכון, אופק ההשקעה, רמת הנזילות, מדד הייחוס וסוגי ביטחונות),²⁸ לעקוב אחר יישום המדיניות, למנות חברים לוועדת ההשקעות

²⁴ הרחבה ראו במסמך מרכז המחקר והמידע של הכנסת [מונחון לביאור מושגי התקציב](#), כתב אליעזר שוורץ, יולי 2013.

²⁵ אתר האינטרנט של משרד האוצר – אגף החשב הכללי, [דוח החוב הממשלתי 2012](#), 2013, עמ' 26, באתר האינטרנט של משרד האוצר.

²⁶ מצב זה קרוי בספרות המקצועית **סיכון מוסרי (moral hazard)**: לדוגמה, קביעת יעדים פיסקליים (בעיקר יעד הגירעון התקציב) ברמת סיכון גבוהה יותר מתוך מחשבה שגורם אחר ישלם את המחיר.

²⁷ הקלה תהיה אחד או יותר מאלה: שינוי תנאי ההלוואה ובכללם תקופת החזר או שיעור הריבית, פטור מהחזר ריבית או חלק ממנה ופטור מהחזר הקרן או חלק ממנה.

²⁸ מדד או תיק ייחוס: מדד שישמש לבחינת ביצועי ההשקעה וסוגי הביטחונות הנדרשים, ההגדרה מסעיף 1(5) בהצעת החוק.



מקרב הציבור (לפי המלצת ועדת האיתור), למנות את מנהל מחלקת ניהול הקרן (על-פי הצעת הנגיד ובהסכמת שר האוצר), לקבוע את רשימת מנהלי ההשקעות החיצוניים, לאשר את סכום תשלום החלוקה, לאשר דוחות רבעוניים ושנתיים של הקרן, ועוד. במליאה שבעה חברים: שר האוצר (העומד בראש המועצה), עובד משרד ראש הממשלה (שימנה ראש הממשלה), עובד משרד האוצר (שימנה שר האוצר), עובד בנק ישראל (שימנה נגיד בנק ישראל), ושלושה נציגי הציבור (על-פי המלצת ועדת האיתור).

ועדת השקעות: תפקידיה הם קביעת מדיניות השקעה מפורטת, קביעת מדיניות ביטחונות מפורטת, הצעת רשימת מנהלי השקעות לאישור המליאה ופיקוח על פעולתה של יחידת הניהול. בוועדת ההשקעות חמישה חברים: אחד מנציגי הציבור החברים במליאה (יו"ר), עובד משרד האוצר (שימנה שר האוצר), עובד בנק ישראל (שימנה נגיד בנק ישראל) ושני חברים מקרב הציבור (לפי המלצת ועדת האיתור). חבר במועצת הקרן לא יהיה חבר בוועדת ההשקעות, פרט ליו"ר, כפי שצוין לעיל.

ועדת איתור: תפקידיה להמליץ על מינוי חברים מהציבור למליאה ולוועדות הקרן. בוועדת האיתור חמישה חברים: שופט בדימוס (יו"ר), מנכ"ל משרד ראש הממשלה, מנכ"ל משרד האוצר, המשנה לנגיד בנק ישראל ונציג הציבור.

מחלקת ניהול: את נכסי הקרן בפועל תנהל מחלקת ניהול **שתוקם בבנק ישראל**, ועובדי המחלקה ומנהלה יהיו עובדי בנק ישראל. מחלקת הניהול תתקשר (באישור ועדת ההשקעות) עם מנהלי ההשקעות ותנהל את הקרן ניהול שוטף. מנהל המחלקה ימונה בידי מועצת הקרן לתקופת כהונה של ארבע שנים.

מנהלי השקעות חיצוניים: נכסי הקרן ינוהלו בפועל על-ידי מנהל השקעות חיצוני או לסירוגין על-ידי כמה מנהלי השקעות חיצוניים. מנהלי ההשקעות ייבחרו על-ידי ועדת ההשקעות מתוך רשימה של מנהלים מתאימים שתבחר מועצת הקרן. המועצה גם תקבע את היקף הנכסים המרבי שאפשר להעביר למנהל השקעות חיצוני.

מימון הוצאות הקרן: תקציב הפעילות של הקרן (ובכללו הוצאות חברים שאינם עובדי המדינה, רואה-חשבון ומבקר פנימי) ימומן באמצעות סעיף מיוחד בתקציב המדינה, כפי שיקבע שר האוצר. הוצאות מחלקת הניהול (ובכללה שכר מנהל המחלקה ועובדיה) ימומנו במסגרת תקציב בנק ישראל.

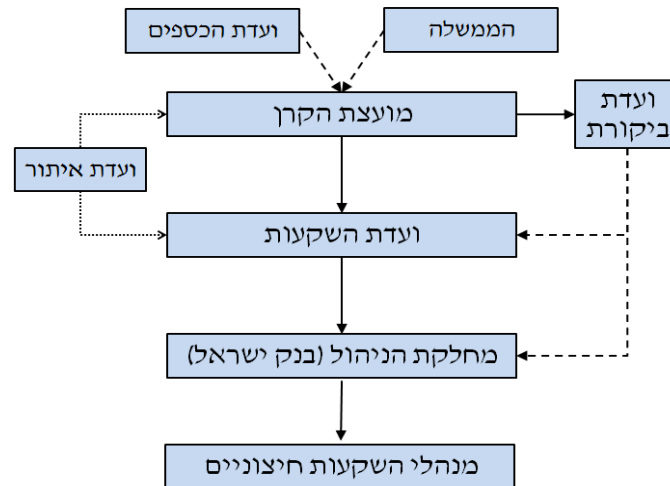
ועדת ביקורת: תפקידיה לפקח על תקינות פעילות הקרן ומוסדותיה ועל התאמת הפעילות של הקרן להחלטת המועצה, לעמוד על ליקויים ולהמליץ על דרכים לתיקונם, לאשר את רשימת מנהלי ההשקעות החיצוניים ולהגיש תוכנית ביקורת. בוועדת הביקורת שלושה חברים: עובד משרד האוצר שהוא חבר במליאת הקרן ושני נציגי הציבור חברי המליאה שאינם יו"ר ועדת ההשקעות. נוסף על אלה המועצה תמנה מבקר פנימי, לפי הצעת ועדת הביקורת. על המבקר הפנימי יחולו הוראות חוק החברות, התשנ"ט-1999, למבקר פנימי. יש לציין כי בכמה מדינות יש נוסף על האמור ביקורת חיצונית על הקרן.

דיווח: מנהל מחלקת הניהול יגיש כחודש וחצי לאחר כל רבעון דוח כספי רבעוני למועצת הקרן, שייכלל בו פירוט נכסי הקרן. מועצת הקרן תדון בדוח הרבעוני ולאחר אישורו תעביר אותו לממשלה ולוועדת הכספים של הכנסת.

הקרן תנוהל על-ידי כמה גופים ציבוריים, במטרה לשמור על ניהול ומינהל תקינים. בתרשים 1 שלהלן מוצגת הייררכיית התפקידים בקרן.



29 תרשים 1 – מבנה ניהולי של הקרן



2.7. מדיניות ההשקעה

מדיניות ההשקעה של הקרן תיקבע על-ידי מועצת הקרן ממועד הקמתה, כפי שצוין לעיל. על-פי הצעת החוק מדיניות ההשקעה תעמוד בתבחינים האלה:

- נכסי הקרן יושקעו בנכסים מחוץ למדינת ישראל ובמטבע חוץ בלבד.
- לא תבוצע עסקה אם בנק ישראל הוא צד קשור לה.
- הקרן אינה רשאית ללוות כספים, בין במישרין ובין בעקיפין.

3. קרנות עושר בעולם

3.1. נורבגיה: Government Pension Fund Global³⁰

קרן הפנסיה הממשלתית של נורבגיה מורכבת משתי קרנות נפרדות בבעלות הממשלה הנורבגית: **קרן הפנסיה הממשלתית – גלובלי (GPFG)**, בעבר קרן הנפט הממשלתית; **קרן הפנסיה הממשלתית – נורבגיה (GPFN)**, בעבר: קרן תוכנית הביטוח הלאומי. הקרן הרלוונטית לנושא הכנסות מנפט וגז טבעי היא הקרן הראשונה.

קרן הפנסיה הממשלתית – גלובלי (GPFG) נוסדה בשנת 1990 (בשנת 1996 הועברו אליה הכספים הראשוניים) לשם התמודדות עם השפעות הירידה הצפויה בהכנסות הנפט בעשורים הבאים (העברה בין-דורית) ועם הבעייתיות שבתנודתיות הרבה במחירי הנפט.

ב-30 במרס 2013 היה שווי הקרן כ-4.2 טריליון כתר נורבגי (כ-718 מיליארד דולר אמריקני)³¹, שווי קרן עושר מהגבוהים בעולם. בסוף יוני 2011 היו כ-60.5% מנכסי הקרן מושקעים במניות, כ-39.4% היו מושקעים בנכסים עם הכנסה קבועה (fixed-income securities), בעיקר אג"ח, וכ-0.1% היו מושקעים בנדל"ן.³²

²⁹ משרד האוצר – מינהל ההכנסות, [How Gas Production and Prices Will Affect Israel and the Gas Fund](#), אוקטובר 2012.

³⁰ [The Norwegian Ministry of Finance: The Government Pension Fund; IFSWF – International Forum of Sovereign Wealth Funds](#), Norway; [The Norwegian National Budget 2012](#), retrieved: June 12, 2013.

³¹ Norges Bank Investment Management (NBIM), [Government Pension Fund Global Market value](#), retrieved: June 13, 2013.

³² [The Norwegian National Budget 2012](#), p. 17, retrieved: June 13, 2013.



מטרת ניהול הקרן היא ליצור תמהיל השקעות מגוון שיניב את התשואה הגבוהה ביותר במגבלות שקבע משרד האוצר. התשואה השנתית הנומינלית הממוצעת משנת 1998 הייתה 4.9%, והריאלית 2.9%. בתקופה זו הבנק המרכזי (Norges Bank) השיג תשואה גבוהה ב-0.17% מהתשואה של תיק הייחוס שקבע משרד האוצר.

מקורות: בתזרימים הכספיים לקרן נכללות הכנסות המדינה מנפט (מסים, רישיונות והריבית והדיבידנדים שמשלמת חברת הנפט הלאומית Statoil), עסקאות פיננסיות קשורות לנפט והתשואה מההשקעות בקרן. הכנסות המדינה מנפט ומפעולות קשורות שאינן מיועדות לכיסוי הגירעון בתקציב השוטף מועברות לקרן. יש לציין שאין העברות הון בין קרן הנפט (GPF) ובין קרן הפנסיה הממשלתית (GPFN).

הוצאות: בתזרימים הכספיים מהקרן נכללות הוצאות התפעול, ובעיקר **ההוצאה הנדרשת לכיסוי הגירעון הנוצר בתקציב המדינה** שאינו קשור להכנסות מנפט, קרי הקרן קשורה לתקציב המדינה ולהעברות הממשלתיות נטו לקרן, המשקפות את העודף התקציבי (כולל ההכנסות מנפט). לפי החלטת הממשלה משנת 2001, הקרן מעבירה מדי שנה 4% מסך נכסיה לכיסוי הגירעון בתקציב ללא נפט. יש לציין כי בשנים האחרונות יש לנורברגיה עודף תקציבי גבוה ביחס לתוצר (כולל הכנסות מנפט); בשנת 2011 העודף היה 13.4% מהתוצר, בשנת 2012 הוא היה 13.9% מהתוצר ובשנת 2013 הוא נאמד ב-12.3% מהתוצר.³³

מדיניות השקעה

הקרן משקיעה גלובלית במספר רב של מכשירים פיננסיים במטרה להשיג גיוון ותשואות גבוהות בסיכון מתון, ובכלל זה החזקות במספר רב של חברות. בתיק הייחוס של (strategic benchmark portfolio) 60% מניות, 35% אג"ח או מכשירים אחרים המניבים הכנסה קבועה (fixed income instruments) ו-5% השקעות בנדל"ן.³⁴ הקרן משקיעה את הונה ב-42 שווקים וב-31 מטבעות זרים. ההשקעה בחו"ל מגינה על הכלכלה המקומית מפני המרצת יתר ומפני התנודתיות המאפיינת את מחירי הנפט. בראשית שנת 2013 מושקעים כ-81% מנכסי הקרן באירופה ובצפון-אמריקה, כ-11% באסיה ובאוקיאניה וכ-9% מושקעים בשווקים מתעוררים.³⁵ בעתיד אמור משקל ההשקעה באירופה ובצפון-אמריקה לרדת לכ-73%. השקעות הקרן הן בעיקר בענפים האלה: המגזר הפיננסי (20%), מגזר הייצור (13%), סחורות (13%), נפט וגז (12%).³⁶

ניהול הקרן ושוויה

מבנה הקרן מתאפיין **בהפרדה ברורה של האחריות בין הרשויות הפוליטיות ובין הניהול התפעולי**. משרד האוצר הוא הבעלים הרשמי של הקרן ומתווה עקרונות מנחים לניהולה, ובכלל זה קווים מנחים בתחום האתיקה. משרד האוצר ניסח את מדיניות ההשקעה בקביעת תיק ייחוס (בנצ'מרק) וגבולות סיכון להשקעה. בתוך הגבולות שקבע משרד האוצר יש האצלת סמכויות מלאה לניהול השוטף בידי הבנק הנורבגי לניהול השקעות (Norges Bank Investment Management), שהוא שלוחה של הבנק המרכזי. בנק זה מנהל באופן פנימי את רוב נכסי הקרן, ומיעוטה (כ-12%) מנוהל בידי מנהלים חיצוניים, שהבנק המרכזי ממנה. המנהלים החיצוניים מתמחים בעיקר בשווקים מתעוררים ספציפיים, והמנדט שלהם מוגבל בהתאם למומחיותם. כבעלים הרשמי של נכסי הקרן, הבנק המרכזי אחראי לזכויות הבעלות של הקרן. מנהלי ההשקעות של הקרן נוקטים אסטרטגיית השקעה אקטיבית במטרה להשיג ביצועים עדיפים על תיק הייחוס. הסטייה של תשואת הקרן מתיק הייחוס מוגבלת, וסטייה ממנו ביותר מ-1.5% צפויה רק אחת לשלוש שנים, בהתאם למודל סטטיסטי המבוסס על תשואות היסטוריות.

³³ OECD, [Government deficit / surplus as a percentage of GDP](#), retrieved: June 16, 2013.

³⁴ [IFSWF – International Forum of Sovereign Wealth Funds](#), Norway, retrieved: June 13, 2013.

³⁵ הקרן משקיעה במדינות מתעוררות אך רק במניות ובאג"ח הנקובות בדולר או באירו ונהנות מדירוג גבוה.

³⁶ [The management of the government pension fund in 2011 – Norway](#), p. 43, retrieved: June 13, 2013.



ניהול הקרן מתאפיין בדרגה גבוהה של שקיפות וחשיפת מידע. שר האוצר מדווח לפרלמנט ולציבור על כל הנושאים החשובים הקשורים לקרן. הבנק המרכזי מפרסם דוחות רבעוניים על ניהול הקרן, וכן דוח שנתי שנכללות בו כל השקעות הקרן.

עקרונות אתיים מנחים

משרד האוצר של נורבגיה קבע עקרונות אתיים מנחים המבוססים על שני יסודות: הבטחה שחלק סביר מההכנסות מנפט ומגז טבעי יועברו לדורות הבאים; אי-יצירת השקעות היוצרות סיכון בלתי צפוי שעלול לגרום מחדלים בעתיד הקרן. כדי ליישם עקרונות מנחים אלה נקבע המנגנון המפורט להלן:

- השגת תשואות גבוהות בסיכון מתון;
 - הקפדה על זכויות הבעלות הקשורות להחזקת המניות (נעשה כיום על-ידי הבנק המרכזי);
 - הוצאת חברות מסוימות מתיק ההשקעות (נקבע על-ידי משרד האוצר בהסתייעות במועצה לאתיות (Council on Ethics)). לדוגמה, חברות שנויות במחלוקת המעורבות בעסקאות ייצור נשק וטבק. לפי הקווים המנחים האתיים, הקרן לא תוכל להשקיע בחברות המעורבות באופן ישיר או עקיף בתרומה להרג, עינויים, שלילת חירות או פגיעה אחרת בזכויות אדם באזורי סכסוך או במלחמות, אולם הקרן רשאית להשקיע בכמה חברות המייצרות נשק, כל עוד הן אינן מייצרות אמצעים להשמדה המונית כמו נשק אטומי.
- השקעות הקרן נבדקות מפעם לפעם על-פי העקרונות האלה, ולעתים הקרן מוכרת נכסים שאינם עולים בקנה אחד עמם.

3.2. אוסטרליה: קרן העתיד³⁷

קרן העתיד או The Future Fund נוסדה על-פי חוק קרן העתיד משנת 2006 (להלן: החוק). מטרתה היא חיזוק מצבה הפיננסי של ממשלת אוסטרליה בטווח הארוך, על-ידי עמידה בהתחייבויות לא ממומנות של הפנסיות הציבוריות. הקרן מקבלת הפרשות מעודפים תקציביים, שחלקן נובעות ממכירת ההחזקות הממשלתיות בחברת התקשורת "טלסטרה". מימון הפנסיות הציבוריות נעשה בהעברת התשואה על ההשקעה של הקרן. השקעות הקרן הן באחריות חבר הנאמנים, והניהול הוא בידי **סוכנות ניהול הקרן, הנקראת FFMA (Future Fund Management Agency)**. לפי החוק **אסורה משיכת כספים מהקרן עד שנת 2020**, למעט כיסוי הוצאות תפעוליות, או עד שמאזן הקרן יעבור את הרף שהוגדר בחוק.

בסוף מרס 2013 נאמדו נכסי קרן העתיד בכ- **89.2 מיליארד דולר אמריקני**. מאז ייסוד הקרן בשנת 2006 התשואה השנתית הממוצעת שלה היא **5.2%**. רוב השקעות הקרן הן בארצות-הברית (37%), והשאר הן באוסטרליה (30%), באירופה בלי בריטניה (10%), בבריטניה (6%), ביפן (2%) ובשאר העולם (12%).³⁸

בשנת 2008 הוחלט להקים **שלוש קרנות ייעודיות (Nation-building Funds)** בתחומים שונים, במסגרת חוק קרנות פיתוח האומה. את התשלומים של כל קרן קובעת הממשלה, בייעוץ המועצה המייעצת של כל קרן ובהתאם לחקיקה. מאז 1 בינואר 2009 חבר הנאמנים של קרן העתיד וסוכנות ניהול הקרן (FFMA) אחראים גם לניהול ההשקעות של נכסי שלוש קרנות הפיתוח:³⁹

³⁷ [The Australian Government Future Fund](#); Future Fund Board of Guardians, [The Future Fund Annual Report 2011-2012](#); [Australian Future Fund presentation](#), October 25, 2012; Australian Future Fund, [Media briefing and portfolio update at 30 September 2012](#); [Future Fund Management Agency 2012-2013](#); [IFSWF – International Forum of Sovereign Wealth Funds](#), Australia, retrieved: June 13, 2013.

³⁸ [The Future Fund Annual Report 2011-2012](#). P.28, retrieved: June 13, 2013.

³⁹ Australian Future Fund, [Media briefing and portfolio update at 30 September 2012](#); [The Australian Government Future Fund](#), retrieved: June 12, 2013.



- **קרן הבנייה האוסטרלית**; מטרת קרן זו היא ליצור ולשפר מיזמי תשתית בתחום התחבורה, התקשורת, האנרגיה ותשתית המים. חבר הנאמנים של קרן העתיד אחראי למדיניות ההשקעות של נכסי קרן הבנייה. בסוף מרס 2013 שווי קרן זו הוא כ-5 מיליארד דולר.
 - **קרן ההשקעה בחינוך**; מטרת קרן זו היא לממן השקעה בתשתיות החינוך הגבוה, המחקר והחינוך המקצועי. בסוף מרס 2013 שווי קרן זו הוא כ-4.1 מיליארד דולר.
 - **קרן הבריאות ובתי-החולים**; מטרת קרן זו היא מימון השקעות בתשתית הבריאות, בעיקר בבתי-חולים ובציוד רפואי. בסוף מרס 2013 שווי קרן זו הוא כ-3.2 מיליארד דולר.
- הקרנות הייעודיות מממנות התחייבויות של הממשלה בתחומיהן. ההעברות הכספיות מהקרנות נקבעות על-ידי הממשלה. לפי חוק קרנות פיתוח האומה, השרים הרלוונטיים אינם רשאים לממש המלצות להשקעה בפרויקטים אלא במקרה שהמועצה המייעצת של כל קרן ייעצה לשר שהפרויקט המדובר עומד בתבחינים הרלוונטיים. חוקי התקציב נותנים בידי הפרלמנט של אוסטרליה כלים שמאפשרים לו לבקר את הסכומים המרביים שהקרנות הייעודיות מעבירות בכל שנה.

ניהול הקרן

כאמור, את הקרן מבקר חבר נאמנים עצמאי, האחראי לניהול השקעותיה ואחראי בפני ממשלת אוסטרליה לביצועים של נכסיה. סוכנות ניהול הקרן (FFMA) אחראית לגיבוש המלצות בעבור חבר הנאמנים בכל הקשור לאסטרטגיות השקעה מתאימות וליישומן בפועל. התפקידים של חבר הנאמנים ושל סוכנות הניהול מעוגנים בחוק קרן העתיד. חבר הנאמנים מדווח בכל שנה לפרלמנט של אוסטרליה על ביצועי הקרן, והקרן נתונה לבדיקה חשבונאית חיצונית מטעם המועצה האוסטרלית הלאומית לחשבונאות. יעד התשואה הריאלית של קרן העתיד הוא 4.5%–5.5% לשנה. הקרן חברה פעילה בפורום הבין-לאומי של קרנות העושר הריבוניות (IFSWF) ומחויבת לעקרונות סנטיאגו (ראו לעיל בסעיף 1.3).

3.3 קנדה: קרן הנאמנות, החיסכון והעיזבון של אלברטה⁴⁰

קרן הנאמנות, החיסכון והעיזבון של אלברטה (Alberta Heritage Savings Trust Fund; להלן גם: הקרן) נוסדה בשנת 1976 על-פי חוק קרן הנאמנות, החיסכון והעיזבון, במטרה לשמור לדורות הבאים חלק מההכנסות של מחוז אלברטה מכריית נפט וגז טבעי. בתחילה קיבלה הקרן 30% מהתמלוגים של המחוז מנפט וגז טבעי, ולאחר תקופה כלכלית קשה בתחילת שנות ה-80 ירד שיעור התמלוגים לקרן ל-15%, ובשנת 1987 התבטלו התמלוגים לקרן כליל. כיום כל ההכנסות ממשאבי הטבע מועברות ישירות לתקציב המחוז, ולא לקרן.⁴¹ לאחר ששילמה ממשלת מחוז אלברטה את החוב המצטבר שלה היא חזרה, בשנת 2005, להעביר לקרן כספים מהעודפים בתקציב (אשר נבעו מעלייה במחירי אוצרות הטבע).

ההשקעות של הקרן מגוונות ונעשות הן בקנדה והן מחוץ לה. בשנת 2012 היא השקיעה במניות פרטיות וציבוריות, באג"ח, בנדל"ן, בקרנות גידור ובמיזמים נוספים (כמו תשתיות ויערות), במטרה ליצור הכנסות בעבור מחוז אלברטה.

⁴⁰ [Alberta Heritage Savings Trust Fund – Business Plan 2012–2015](#), January 27, 2012; [Alberta Heritage Savings Trust Fund – 1st quarter update 2012-2013](#); [Alberta Heritage Savings Trust Fund – Annual Report 2011-2012](#); Alberta Finance and Enterprise, [Alberta Heritage Savings Trust Fund – statement of investment policy and goals](#), April 1, 2011; [IFSWF – International Forum of Sovereign Wealth Funds](#), Canada, retrieved: June 27, 2013; Aaron Brown, director of portfolio management, Alberta province, Canada, E-mail, March 21, 2011.

⁴¹ Aaron Brown, *ibid.*



הנכסים וההכנסות של הקרן מתואמים עם אלה של המחוז. כל ההכנסה הנוצרת בקרן במהלך שנת תקציב, פרט לסכומים הנשמרים בקרן לטובת הגנה מפני אינפלציה, מועברת לתקציב השוטף של המחוז, ומסייעת במימון תוכניות ושירותי ממשלה לטובת המחוז, כמו בריאות וחינוך. ההעברות מהקרן לתקציב המחוז שומרות על רמת מסים נמוכה יחסית, ומסייעות לממשלת המחוז להוציא לפועל תוכניות שבראש סדר העדיפויות שלה. ההכנסות מהקרן אינן מתויגות או מיוחסות לשום פרויקט ספציפי.

שר האוצר ונשיא מועצת המנהלים הפיננסית (Treasury Board) אחראים לניהול ולמדיניות השקעות הקרן, ונדרשים לדווח על ביצועי הקרן בתוך 60 יום בסוף כל רבעון. שר האוצר אחראי לפרסם את הדוח השנתי של הקרן בתוך 90 יום בסוף כל שנת תקציב. השר מכין את התוכנית העסקית, והיא מוגשת לאישור מועצת המנהלים והוועדה המתמדת (standing committee) של הקרן. תוכנית עסקית תלת-שנתית של הקרן מתפרסמת פעם בשנה, במקביל לפרסום תקציב המחוז וכחלק ממנו. נוסף על אישור התוכנית העסקית של הקרן הוועדה המתמדת מבקרת את דוחותיה הרבעוניים, מפקחת על אופן עבודתה, מאשרת את הדוח השנתי ומקיימת ישיבות ציבוריות עם תושבי אלברטה שבהן היא מוסרת לתושבים דין-וחשבון על פעילות הקרן ותוצאותיה הפיננסיות.

על-פי חוק קרן הנאמנות, החיסכון והעזיבון של מחוז אלברטה (Alberta Heritage Savings Trust Fund Act), על שר האוצר לדבוק במדיניות ההשקעות, וכן בסטנדרטים ובפרוצדורות אשר ימנעו השקעות בסיכון מופרז ושיגו תשואות סבירות. הרכישה והמכירה של מניות, אג"ח ויתר המכשירים הפיננסיים בתיק ההשקעות של הקרן מנוהלות בידי תאגיד ניהול ההשקעות של אלברטה (Alberta Investment Management Corporation – AIMCo), שבבעלות המחוז, ונוסד על-פי חוק בשנת 2008 במטרה לנהל את השקעות הממשלה, כולל אלו של הקרן. התאגיד משקיע מטעם הקרן בקרנות ממשלתיות נוספות, כגון תוכניות הפנסיה של המגזר הציבורי באלברטה. התאגיד מפוקח על-ידי מועצת מנהלים ופועל באופן עצמאי, ללא כפיפות לממשלה.

הקרן היא חברה פעילה בפורום הבין-לאומי של קרנות העושר הריבוניות (IFSWF) ומחויבת לעקרונות סנטיאגו המפורטים לעיל בסעיף 1.3.⁴²

מטרות, אסטרטגיות ומדידת ביצועים

מטרה ראשונה: השגת התשואות הגבוהות ביותר לטווח הארוך ברמת סיכון סבירה. שר האוצר מאשר את המדיניות להשגת מטרה זו, כפי שהיא מפורטת במדיניות ההשקעה ובקווים המנחים של הקרן. חלק מהמדיניות הוא שאיפה לביזור השקעות הקרן במניות, באג"ח ובנדל"ן. יעד התשואה הריאלי שנקבע לשנים 2012-2013 הוא 4.5%. בשנת 2011 היה מדד המחירים לצרכן באלברטה 1.79% (במוצע לחמש שנים), כך שיעד התשואה המבוקשת בשנה זו היה 6.29%.⁴³

מטרה שנייה: הבטחה שהקרן פועלת בתיאום עם המטרות הפיסקליות של המחוז. הקרן היא אחד הנכסים החשובים של מחוז אלברטה כמקור הכנסה. כדי לוודא שהיא פועלת בתיאום עם מטרות המחוז, מובאים בחשבון הסיכון והתשואה של תיק ההשקעות במשולב עם המסגרת הפיסקלית של המחוז, כדי למזער את הסיכון, או להשיג תשואה גבוהה ככל האפשר לקרן ברמות סיכון שקולות. מדיניות ההשקעה מושתתת על שני עקרונות: גיוון תיק ההשקעות כדי לדלל את הסיכון הגלום בו, ותכנון ארוך טווח כדי להשיג את התשואות הגבוהות ביותר.

בסוף יוני 2012 היה שווי הקרן 15.9 מיליארד דולר. ברבעון הראשון של שנת 2012 היו הכנסותיה 176 מיליון דולר ותשואתה הייתה שלילית (-0.2%), לעומת תשואת תיק הייחוס, שהייתה 1.1%.⁴⁴ הפסד ההשקעה נבע מהביצועים הנמוכים של שוקי ההון באירופה, בין השאר בשל האי-ודאות השוררת ביבשת. למרות התשואות

⁴² Aaron Brown, director of portfolio management, Alberta province, Canada, e-mail, March 21, 2011.

⁴³ [Alberta Heritage Savings Trust Fund – Business Plan](#) 2012–2015, p. 94, January 27, 2012, retrieved: June 19, 2013.

⁴⁴ Alberta Heritage Savings Trust Fund – 1st quarter update 2012-2013, p. 3.



השליליות של השוק, ההשקעה בקרן הייתה חיובית. הדבר נבע מדמי שכירות שנכנסו לקרן, וכן מריבית ומנכסים שנמכרו ברוח.

מאז שנת 1976 העבירה הקרן **33.4 מיליארד דולר** למימון תוכניות שבראש סדר העדיפויות של מחוז אלברטה, כגון בריאות, חינוך, תשתיות, צמצום החוב, תוכניות חברתיות והפחתת מסים. כדי להשיג תשואות גבוהות ולצמצם את הסיכון בהשקעותיה הקרן משקיעה במגוון נכסים. תיק ההשקעות שלה הוא כדלהלן: 52.5% (8.4 מיליארד דולר) מושקעים במניות (גם בקנדה), 21.8% (3.4 מיליארד דולר) מושקעים באג"ח ובשוק הכספים, ו-25.7% (4.1 מיליארד דולר) מושקעים בנכסים הרגישים לאינפלציה, כמו נדל"ן, תשתיות, אג"ח צמודות מדד והשקעות אלטרנטיביות.⁴⁵ שיעורי החזקות שהקרן שואפת להשיג בטווח הארוך, לעומת זאת, הם 50% במניות, 30% בנכסים הרגישים לאינפלציה והשקעות אלטרנטיביות, ו-20% באג"ח.

בסוף שנת 2011 היה שווי הקרן 16.1 מיליארד דולר, הכנסתה הייתה 798 מיליון דולר ו-344 מיליון דולר ממנה הועברו לתקציב המחוז. התשואה השנתית של תיק ההשקעות של הקרן בשנת 2011 הייתה 8.2%.⁴⁶

לסיכום, מהתיאור אפשר להסיק כי הקרן במחוז אלברטה פועלת בעיקר למען הדור הנוכחי, ופחות למען הדורות הבאים או למניעת תופעות "המחלה ההולנדית".

3.4. ניו-זילנד: קרן הפרישה לגמלאות⁴⁷

קרן הפרישה לגמלאות של ניו-זילנד (New Zealand Superannuation Fund; להלן גם: הקרן) היא קרן עושר לאומית שנועדה לממן חלק מהעלויות העתידיות של תוכנית הפרישה לגמלאות של תושבי ניו-זילנד בגיל 65, שצפוי כי יגדלו עקב הזדקנות אוכלוסיית המדינה. הקרן נוסדה בשנת 2003, על-פי חוק הפרישה לגמלאות של ניו-זילנד (the New Zealand Superannuation and Retirement Income Act) משנת 2001. הקרן היא בבעלות הכתר המלכותי וממומנת מהעברות ממשלתיות. באוקטובר 2012 העבירה ממשלת ניו-זילנד לקרן 14.88 מיליארד דולר.⁴⁸ הקרן החלה להשקיע בספטמבר 2003, וב-30 בנובמבר 2012 נאמד ערכה ב-20.45 מיליארד דולר ניו-זילנדי,⁴⁹ שכ-3.5 מיליארד דולר ניו-זילנדי מהם מושקעים במדינה. התשואה על ההשקעות מאז הקמת הקרן היא 7.72% (לעומת ריבית חסרת סיכון בשיעור 5.1%).⁵⁰ שלא כמו קרנות עושר ריבוניות אחרות שנוסדו בשנים האחרונות, מקורות ההון של קרן הפרישה לגמלאות של ניו-זילנד אינם סחורות. בשנת 2009 השעתה הממשלה הלאומית של ניו-זילנד כל תשלום לקרן, והתשלומים אמורים להתחדש בשנים 2016-2017.

מטרות ויעדים

מטרת הקרן היא הפחתת נטל המס מהדורות הבאים בגין מימון תוכנית הפרישה לגמלאות, המוקנית מטעם הממשלה לכל אזרח שהגיע לגיל פרישה וזכאי להשתתפות בתוכנית זו. בשל הזדקנות האוכלוסייה בניו-זילנד צפוי שעלות תוכנית הפרישה לגמלאות תוכפל בתוך 50 השנים הבאות. הקרן היא בבעלות הממשלה ומשקיעה את

⁴⁵ [Alberta Heritage Savings Trust Fund – 1st quarter update 2012-2013](#), p. 1, retrieved: June 28, 2013.

⁴⁶ [Alberta Heritage Savings Trust Fund – Annual Report 2011-2012](#), retrieved: June 28, 2013.

⁴⁷ [New Zealand Superannuation Fund; New Zealand Superannuation Fund – Work and Income](#); SWF Institute, [New Zealand Superannuation Fund](#); SWF Institute, [N.Z. Superannuation Fund](#); [New Zealand Superannuation Fund – Annual Report 2012](#); [IFSWF – International Forum of Sovereign Wealth Funds](#), New Zealand, retrieved: June 28, 2013.

מר פול גרגורי, קרן הפרישה לגמלאות של ניו-זילנד, דואר אלקטרוני, 21 במרס 2011; מוריס דורפמן, המועצה הלאומית לכלכלה, משרד ראש הממשלה, [סקירה של קרנות עושר ממלכתיות משמעותיות בעולם](#), דואר אלקטרוני, 12 בנובמבר 2012.

⁴⁸ New Zealand Business Day, [NZ Super Fund hits milestone](#), October 17, 2012, retrieved: June 28, 2013.

⁴⁹ שהם כ-16.8 מיליארד דולר אמריקני, לפי שער יציג דולר ניו-זילנדי / דולר אמריקני של 0.820134, ב-30 בנובמבר 2012.

⁵⁰ [New Zealand Superannuation Fund - Fund Performance to 30 November 2012](#), December 20, 2012.



העברות הכספים של הממשלה. משנת 2031 ימשכו הממשלות כספים מהקרן כדי להתמודד עם עלות תוכנית הפרישה לגמלאות של תושבי המדינה. הקרן נוסדה כדי להשיג את התשואות הגבוהות ביותר ברמת סיכון סבירה, כדי להפחית את נטל המס של תושבי המדינה בעתיד.

על-פי חוק הפרישה לגמלאות של ניו-זילנד משנת 2001 נוסדה כאמור קרן הפרישה לגמלאות והתמנו נאמני תוכנית הפרישה לגמלאות (the Guardians of New Zealand Superannuation), שהם יחידה נפרדת מהממשלה. כל ההחלטות הקשורות לפעילות הנאמנים מתקבלות במועצת מנהלים עצמאית שחבריה מתמנים על-ידי הנגיד הכללי בניו-זילנד (נציג מלכת בריטניה), בהמלצת שר האוצר. תפקיד הנאמנים הוא ניהול הקרן ופיקוח עליה. הם חייבים בדין-וחשבון לממשלה ומבקרת אותם מועצת מנהלים ששר האוצר ממנה.

מקורות

מקורות המימון של הקרן הם כאמור העברות כספיות של ממשלת ניו-זילנד, ולפיכך תמלוגים מנפט ומגז אינם מקור מימון שלה. העברות הממשלה לקרן נעשות מהכנסות הממשלה ממסים. כאמור, הממשלה השעתה את תרומותיה לקרן, והיא אמורה לחדשן בשנים 2016-2017.⁵¹

הוצאות

עד שנת 2031 לא יימשכו כספים מהקרן, וכאמור, משנה זו תמשוך הממשלה כספים ממנה לתשלום התחייבויות הפנסיה.

מדיניות השקעה

ייפוי הכוח (המנדט) של הקרן הוא להשקיע על בסיס מסחרי, זהיר ועקבי בניהול יעיל של תיק ההשקעות, כזה שמשגיג את התשואה הגבוהה ביותר בסיכון לא מופרז ובהימנעות מפגיעה במוניטין הבין-לאומי של תושבי ניו-זילנד. הדבר מתבטא בתהליך השקעה תלת-שלבי, התואם, על-פי משגיחי הקרן, את מנדט הקרן ואת מטרותיה: קביעת תוכנית לתמהיל שוק אופטימלי, כלומר תיק ייחוס; זיהוי תיק השקעות "פסיבי" מקביל אך בעלויות נמוכות בעבור הקרן; הוספת ערך לתיק הפסיבי בניהול אקטיבי של תיק ההשקעות. ניהול אקטיבי משמעו השקעה בשווקים פרטיים ובשוקי הון ציבוריים מתוך מדיניות השקעות אחראית.

רוב (60%) נכסי הקרן מושקעים במניות גלובליות וה-40% הנותרים מחולקים בין כמה תחומי השקעה, ובהם תעשייה (9%) ואג"ח (7%).⁵² החלק הגדול ביותר של נכסי הקרן (35.5%) של ניו-זילנד מושקעים בצפון-אמריקה, 22.9% מושקעים בניו-זילנד עצמה, 22.7% באירופה, 8.4% באוסטרליה, 5.4% באסיה (בלי יפן) ו-3% ביפן.⁵³

דיווח ושקיפות

הנאמנים שומרים על שקיפות. מדי חודש הם מפרסמים דיווחי ביצוע על פעילותם (ובכללו תיק הנכסים והתשואה של הקרן) ואחת לשנה הם מפרסמים הצהרת כוונות על יעדיהם הארגוניים, ובכלל זה ציפיות לגבי הביצועים בשלוש השנים הקרובות; מדיניות ההשקעות של הקרן; סטנדרטים ופרוצדורות. מדי שנה נבחנים ביצועי הקרן לעומת הצהרת הכוונות מתחילת השנה.⁵⁴

⁵¹ מר פול גרגורי, קרן הפרישה לגמלאות של ניו-זילנד, דואר אלקטרוני, 21 במרס 2011.

⁵² [New Zealand Superannuation Fund – Annual Report 2012](#), p. 21, retrieved: June 28, 2013.

⁵³ שם, עמ' 23. ללא השקעה במזומנים ובמכשירים פיננסיים לגידור מטבע חוץ, כגון חווי פרוורד על מטבע חוץ וחוזי SWAP.

⁵⁴ SWF Institute, [New Zealand Superannuation Fund](#), retrieved: July 29, 2013.



בשנות ה-70 התאפיינה כלכלת סינגפור בשיעור חיסכון לאומי גבוה, ויתרות מטבע החוץ שלה גדלו במהירות. ממשלת סינגפור החליטה שעדיף להשקיע אותן בנכסים לטווח ארוך עם תשואה גבוהה, בניהול תאגיד ההשקעות הממשלתי (Government of Singapore Investment Corporation – GIC; להלן גם: הקרן, או התאגיד). התאגיד כיום הוא קרן העושר הלאומית השלישית בגודלה בעולם, ושווי נכסיה יותר מ-300 מיליארד דולר. הקרן משקיעה ביותר מ-40 שווקים, ומועסקים בה יותר מ-1,000 עובדים, בשמונה משרדים ברחבי העולם.

הקרן נוסדה במאי 1981 ומשקיעה את רזרבות מטבע החוץ של ממשלת סינגפור וכן חלק מקרן החיסכון המרכזית (Central Provident Fund), קרן הביטחון הסוציאלי הממשלתית. הקרן מאוגדת כחברה ממשלתית בבעלות מלאה של ממשלת סינגפור,⁵⁶ ומחויבת להגיש דיווחים פיננסיים ותקציביים לנשיא המדינה. הקרן נתונה לביקורת מבקר החשבונות הראשי של סינגפור (תפקיד המקביל לזה של החשב הכללי בישראל).

הקרן משקיעה במניות, באג"ח ובמכשירים אחרים המניבים הכנסה קבועה, במטבע חוץ, בסחורות, בקרנות השקעה פרטיות, במכשירים פיננסיים, בנדל"ן, בהשקעות מיוחדות, בקרנות הון סיכון, בקרנות גידור ובמומן. תיק ההשקעות של הקרן מנוהל בידי שלוש החברות הבנות שלה: קרן ניהול הנכסים (שווקים ציבוריים), קרן הנדל"ן וקרן ההשקעות המיוחדות (השקעות הון פרטי).

לממשלה נתונה הסמכות למשוך לצרכיה השוטפים עד 50% מהתשואה ארוכת הטווח הצפויה של הקרן, אולם כל משיכה ממשלתית של כספים מהקרן מעבר למה שנכנס לקרן בתקופת כהונתה דורשת את אישור נשיא המדינה, שהוא עצמאי ואינו כפוף לממשלה.

התשואה של הקרן היא **תוספת לתקציב השנתי של הממשלה בעיקר בתחומי חינוך, מו"פ ושירותי בריאות**.⁵⁷ משרד האוצר הוא הרשות הדומיננטית המפקחת על הקרן. ממשלת סינגפור והרשות המוניטרית קובעים את הפרמטרים של הסיכון ושל התשואות הצפויות לטווח הארוך. שלוש מועצות מנהלים אחראיות לתפעולה האתי והכספי היעיל של הקרן.⁵⁸ הקרן משתתפת בפורום הבין-לאומי של קרנות העושר הריבוניות (IFSWF) ומפרסמת דוח על האופן שבו היא מיישמת את כללי סנטיאגו (ראו לעיל בסעיף 1.3).⁵⁹

מדיניות ההשקעות

באופן כללי הקרן שומרת על השקעות ברמת סיכון נמוכה, אולם בזמן משבר הסאב-פריים בשנים 2007–2010 חלק מהשקעותיה היו שנויות במחלוקת. בשנת 2006, בשיא בועת הנדל"ן בארה"ב, הקרן השקיעה 200 מיליון דולר אמריקני ברכישות בקומפלקס הבניינים גדול ביותר במנהטן,⁶⁰ אולם הנהלת הקומפלקס מחקה את ההשקעה. בסוף שנת 2007, בשלב הראשון של המשבר, השקיעה הקרן 11 מיליארד פרנק שוויצרי⁶¹ תמורת 7.9%

⁵⁵ [Government of Singapore Investment Corporation \(GIC\)](#); SWF Institute, [Government of Singapore Investment Corporation](#); SWF Institute, [GIC](#); GIC – [Report on the Management of the Government's Portfolio for the Year 2011/12](#); [IFSWF – International Forum of Sovereign Wealth Funds](#), Singapore, retrieved: June 28, 2013; מוריס דורפמן, המועצה הלאומית לכלכלה, משרד ראש הממשלה, [סקירה של קרנות עושר ממלכתיות משמעותיות בעולם](#), עמ' 7: סינגפור, דואר אלקטרוני, 12 בנובמבר 2012

⁵⁶ הקרן מוגדרת חברה "מסדר חמישי" ("Fifth Schedule company"), של חברות ממשלתיות.

⁵⁷ Government of Singapore Investment Corporation (GIC), [Institutional framework and governance structure](#), 2011, retrieved: June 28, 2013.

⁵⁸ SWF Institute, [Government of Singapore Investment Corporation](#), retrieved: June 28, 2013.

⁵⁹ Oxford SWF Project, [Singapore's GIC: Assess Thyself](#), August 9, 2011, retrieved: June 28, 2013.

⁶⁰ Reuters, [UPDATE 1-GIC says booked loss from \\$675mln Stuyvesant investment](#), January 11, 2010; The New York Times, [Wide Fallout in Failed Deal for Stuyvesant Town](#), January 25, 2010, retrieved: June 28, 2013.

⁶¹ Asiaone News, [GIC invests \\$14 billion in Swiss bank UBS](#), December 11, 2007, retrieved: June 28, 2013.



בבנק השוויצרי UBS. ההלוואות הומרו להון (equity) בשנת 2010, ומהלך זה הביא להפסד ערך של כ-70% מההשקעה,⁶² אולם מאז המשבר הכלכלי העולמי תיק ההשקעות של הקרן התאושש לחלוטין וחזר לערך שהיה לו לפני המשבר.⁶³

במרס 2012 השקיעה הקרן 42% מהתיק בצפון-אמריקה ובדרום-אמריקה, 26% באירופה, 29% באסיה ו-3% באוסטרליה ובאסיה.⁶⁴ תמהיל הנכסים שלה ב-31 במרס 2012 היה מניות בשווקים מפותחים (30%), מניות בשווקים מתפתחים (15%), אג"ח (17%), קרנות השקעה פרטיות (11%), נדל"ן (10%), מזומן ואחרים (17%).⁶⁵

ביצועים

בשנת 2008 פרסמה הקרן לראשונה דוח ובו מידע על תשואותיה ב-20 השנים האחרונות ועל האופן שבו היא מנוהלת, נשלטת ומשקיעה את רזרבות מטבע החוץ של ממשלת סינגפור. טווח ההשקעה של הקרן מוגדר כ-20 שנה. הקרן אינה מפרסמת את מספר הקרנות שהיא מנהלת וגם לא את הרווח או ההפסד השנתי שלה מתוך תפיסה שגילוי הסכום המדויק יחשוף את גודל רזרבות מטבע החוץ של סינגפור ועלול להקל על ספקולנטים לתקוף את הדולר הסינגפורי בתקופות פגיעות.⁶⁶

בסוף מרס 2012 פרסמה הקרן את התשואות הנומינליות לחמש שנים, לעשר שנים ול-20 שנים כדי ללמד על ביצועי ההשקעות בטווח הבינוני, אף שהיא שמה דגש בהשקעות לטווח הארוך. התשואה השנתית לחמש שנים במונחי דולר אמריקני הייתה 3.4%, ללא עמלות, בסטיית תקן⁶⁷ של 12.9%. התשואה השנתית לעשר שנים הייתה 7.6%, בסטיית תקן של 10.4%. **התשואה השנתית ל-20 שנים הייתה 6.8%, בסטיית תקן של 9%**, לעומת שני תיקי ייחוס שבהם התשואה השנתית ל-20 שנה הייתה 7.4% ו-7.5%, עם סטיית תקן של 10.2% ו-11.5%, בהתאמה.⁶⁸

דיווח ובקרה

כאמור, הקרן מדווחת לחשב הכללי במשרד האוצר (מבקר החשבונות הראשי של סינגפור), על בסיס חודשי ורבעוני, על הביצועים, הסיכון והתחלקות ההשקעות בתיק. פעם בשנה הקרן מקיימת פגישת עבודה עם משרד האוצר כדי לבחון את הסיכון ואת הביצועים בתיק ההשקעות בשנה הפיננסית הקודמת. תיק ההשקעות מבוקר אחת לשנה על-ידי מבקר החשבונות הראשי, הממונה על-ידי נשיא המדינה.

3.6. רוסיה: הקרן השמורה וקרן הרווחה הלאומית⁶⁹

קרן הייצוב של רוסיה (Stabilization Fund) נוסדה בינואר 2004. ב-30 בינואר 2008 היא פוצלה לשתי קרנות: הקרן השמורה (Reserve Fund) וקרן הרווחה (National Welfare Fund). קרנות אלה נוסדו על בסיס תיקונים

⁶² Reuters, [UPDATE 2-UBS stake may be worth 70 pct less as GIC converts](#), February 11, 2010.

⁶³ Singapore News, [GIC defends UBS investment](#), September 19, 2011, retrieved: June 28, 2013.

⁶⁴ GIC – [Report on the Management of the Government's Portfolio for the Year 2011/12](#), p. 10, retrieved: June 28, 2013.

⁶⁵ שם, עמ' 11.

⁶⁶ Singapore Ministry of Finance, [GIC manages its investment portfolio for the long term](#), September 23, 2011, retrieved: June 28, 2013.

⁶⁷ במדיניות השקעות נבחנות התשואה על ההשקעה וסטיית התקן של ההשקעה (שורש מנעד התשואות), המבטאת את רמת הסיכון.

⁶⁸ GIC, [Report on the Management of the Government's Portfolio for the Year 2011/12](#), p. 9, retrieved: June 28, 2013.

⁶⁹ [Ministry of Finance of the Russian Federation – Reserve Fund](#); [Ministry of Finance of the Russian Federation – National Wealth Fund](#); SWF Institute, [National Welfare Fund](#); Sovereign Wealth Funds News.com, [National Wealth Fund & Reserve Fund](#); Russia beyond the headlines, [Reserve Fund up \\$ 970 million in June, National Welfare Fund increases by \\$ 1 billion – MinFin](#), July 2, 2012; [IFSOF – International Forum of Sovereign Wealth Funds](#), Russia, retrieved: June 28, 2013.



שנעשו בקוד התקציב של הפדרציה הרוסית בשנת 2007. ההעברות הראשונות מקרן הייצוב לשתי הקרנות נעשו בסוף ינואר 2008.

הקרן השמורה מיועדת למימון הוצאות התקציב הפדרלי כך שהמאזן הפיסקלי ייוותר יציב גם כאשר ההכנסות מנפט וגז טבעי פוחתות, ולתשלום חובות חיצוניים של הממשלה. **קרן הרווחה מיועדת** להשתתפות במימון חסכוניות הפנסיה של תושבי המדינה ולשמירה על איזון תקציבי בקרן הפנסיה של הפדרציה הרוסית. קרן זו יכולה להלוות כספים לבנקים הרוסיים, אך אין אפשרות להשתמש בכסיה למטרות אחרות.

הקרן השמורה מנהלת את העתודות הרשמיות ומושקעת מחוץ למדינה בניירות ערך בעלי תשואה נמוכה, ונעשה בה שימוש כשההכנסות מנפט ומגז טבעי פוחתות. קרן הרווחה הפכה להיות **קרן העושר הרשמית** של רוסיה, והיא משקיעה במכשירים פיננסיים מסוכנים יותר, המניבים תשואה גבוהה יותר. לקרן השמורה הועברו כ-137.1 מיליארד דולר, ולקרן הרווחה הועברו כ-88 מיליארד דולר. את שתי הקרנות מנהל משרד האוצר. קרן הרווחה מקבלת כספים הנובעים מהתשואות על ההשקעות או כספים עודפים אחרים שהקרן השמורה מייצרת. **הקרן השמורה מוגבלת בהכנסות עד 10% מהתוצר בשנת תקציב, ומעבר לשיעור זה הכספים מנותבים לקרן הרווחה** (ראו בהמשך).

בנובמבר 2012 היה שווי הקרן השמורה 61.3 מיליארד דולר, ושווי קרן הרווחה היה 87.2 מיליארד דולר. סך שווי שתי הקרנות הוא כ-148.5 מיליארד דולר.

הצטברות הכנסות

ההכנסות התקציביות ממיסוי ייצור נפט, גז טבעי ומוצרי נפט וממיסוי ייצוא מוצרים אלה מחושבות בנפרד מההכנסות האחרות המועברות לתקציב. כאשר ההכנסות מנפט ומגז טבעי נמשכות מהתקציב, מופיע "הגירעון התקציבי המלאכותי". גירעון זה של התקציב, ללא נפט, כוסה על-ידי העברות מהתוצר בשיעורים כמפורט להלן: 6.1% בשנת 2008, 5.5% בשנת 2009, 4.5% בשנת 2010 ו-3.7% בשנת 2011. ההכנסות מנפט ומגז טבעי העודפות על ההעברות לתקציב מנותבות לקרן השמורה עד שהיא מגיעה לשווי של 10% מהתוצר. כאמור, אם גם לאחר שהגיעו לשיעור זה עדיין ממשיכות לזרום הכנסות מנפט ומגז טבעי, הן מנותבות לקרן הרווחה.

מבנה שלטוני

כאמור, משרד האוצר מנהל את שתי הקרנות. כמה מהפונקציות של ניהול הנכסים של הקרן השמורה יכולות לעבור לבנק המרכזי של רוסיה (Bank of Russia), בהסכמת משרד האוצר. אשר לקרן הרווחה, כמה מתפקידי ניהול הנכסים שבידיה יכולים לעבור לבנק המרכזי או למוסדות פיננסיים מתמחים (מנהלים חיצוניים).

הממשלה מייפה את כוחו של משרד האוצר לקבוע את תמהיל ההשקעה במטבע חוץ בקרן השמורה ואת אסטרטגיית ההשקעה בנכסים. משרד האוצר יכול להשתמש באחת או בשתי התוכניות שלהלן, המוגדרות על-ידי הממשלה, כדי להשקיע את נכסי הקרן השמורה: השקעה ישירה באג"ח; הקצאה לחשבונות האוצר במטבע חוץ בבנק המרכזי. כיום נכסי הקרן השמורה מושקעים בתוכנית השנייה (ראו להלן: מדיניות ההשקעה).

משרד האוצר מפרסם בתקשורת דוח חודשי על היתרות הצבורות בקרן השמורה, על הוצאותיה ועל מאזנה, ומדווח לממשלה ולשני בתי הפרלמנט של רוסיה (הדומה ומועצת הפדרציה) בכל רבעון, ופעם בשנה על הצבירה, ההשקעות וההוצאות שנעשו בהון של הקרן השמורה.

מדיניות ההשקעה

מטרת ההשקעה הראשונית של שתי הקרנות היא להבטיח את הנכסים שהן מנהלות ולהשיג רמה יציבה של תשואה במבט לטווח הארוך. **הקרן השמורה** משקיעה את נכסיה במטבע חוץ ובנכסים המנוהלים במטבע חוץ: אג"ח המונפקות על-ידי ממשלות זרות; אג"ח המונפקות על-ידי סוכנויות ממשלתיות זרות ועל-ידי בנקים מרכזיים; אג"ח של מוסדות פיננסיים בין-לאומיים; פיקדונות בבנקים זרים ובמוסדות אשראי; פיקדונות ויתרות



הכנסת

מרכז המחקר והמידע

חשבון בבנק המרכזי של רוסיה. נכסי **קרן הרווחה** מושקעים במכשירים פיננסיים שהקרן השמורה משקיעה בהן, וכן באג"ח פרטיות; מניות בקרנות השקעה; פיקדונות בבנקים, מוסדות אשראי והבנק לפיתוח ולעניינים כלכליים זרים (Vnesheconombank).

תמהיל מטבע החוץ בשתי הקרנות נותר כפי שהיה בקרן הייצוב: 45% בדולר אמריקני, 45% באירו ו-10% בליש"ט. אסטרטגיית ההשקעה בנכסים של הקרן השמורה היא לפי התמהיל שלהלן: 95% מושקעים באיגרות חוב זרות המונפקות בידי ממשלות זרות ו-5% מושקעים באיגרות חוב זרות של מוסדות פיננסיים בין-לאומיים. אסטרטגיית ההשקעה בנכסים של קרן הרווחה היא בתמהיל שלהלן: במטבע חוץ מושקעים 100% הנכסים באג"ח זרות המונפקות בידי ממשלות זרות; ברובלים מושקעים 100% הנכסים בבנק לפיתוח ולעניינים כלכליים זרים (Vnesheconombank).

מנפיק איגרות החוב הזרות צריך להיות בעל דירוג אשראי לטווח הארוך ברמה לא פחותה מ-AA. אופק ההשקעה מוגבל לאג"ח שטווח פירעון המזערי שלושה חודשים וטווח פירעון המרבי שלוש שנים לניירות ערך הנקובים בדולרים, וחמש שנים לניירות ערך הנקובים בליש"ט.

3.7. מקסיקו: קרן ייצוב ההכנסות מנפט⁷⁰

מטרות ויעדים

קרן ייצוב ההכנסות מנפט של מקסיקו (Oil Revenues Stabilization Fund; להלן גם: קרן הייצוב) נוסדה בשנת 2000 בתגובה על הירידה במחיר הנפט שהובילה לקיצוצים לא מתוכננים בתקציב בסוף שנות ה-90. מטרת הקרן הן צמצום ההשפעות הכלכליות של שינויים ברמת ההכנסות מנפט, הנגרמים משינויים פתאומיים במחירי הנפט העולמיים, ומיתון ההשפעות של הירידה בהכנסות מנפט על הכלכלה הלאומית, תוך מתן אפשרות למייצבים פיסקליים אוטומטיים לעבוד (גידול בגירעון במקרה של ירידה בהכנסות המדינה בעת מיתון יתמרץ את הכלכלה) ולשמירה על כלל איזון תקציבי. יש לציין כי התלות של הכלכלה המקסיקנית בהכנסות מתעשיית הנפט רבה יחסית.

הקרן נועדה להחליק תנודתיות בהכנסות מנפט בשנת תקציב, כך שאם הכנסות ממיסוי אוצרות טבע נמוכות מאלו שנחזו בתקציב המאושר לשנת תקציב, עקב זעזוע שעברה הכלכלה המקומית, ירידה של מחירי הנפט או שינויים בשער החליפין – אפשר לעשות שימוש בחלק ממקורות הקרן לפיצוי על הירידה בהכנסות, וכך לאפשר להוצאות להישאר ברמתן המקורית. הקרן משמשת מכשיר להבטחת השימוש בהוצאה התקציבית כפי שתוכנן מלכתחילה.

הקרן נוסדה בעיקר למטרות ייצוב, קרי איזון תקציבי, ולא לצורך העברה בין-דורית של הכנסות ושל חסכונות. בשנת 2008 נאמד ערכה ב-6.2 מיליארד דולר, ובסוף יוני 2009 הוא נאמד ב-6.9 מיליארד דולר.⁷¹ יש אפשרות להשתמש בכספי הקרן עד 50% מהסכום שנצבר בה בסוף שנת התקציב הקודמת.

⁷⁰ IFSWF – International Forum of Sovereign Wealth Funds, [Oil Revenues Stabilization Fund](#); SWF Institute, [Oil Revenues Stabilization Fund of Mexico](#); OECD, [Managing the oil economy - Can Mexico do it better?](#), 2009; Banco de Mexico, [Mexican Oil Income Stabilization Fund - Impact of the financial crisis](#), November 2009; IFSWF – International Forum of Sovereign Wealth Funds, Mexico, retrieved: June 28, 2013.

⁷¹ Banco de Mexico, [Mexican Oil Income Stabilization Fund - Impact of the financial crisis](#), p. 3, November 2009; SWF Institute, [Oil Revenues Stabilization Fund of Mexico](#), retrieved: June 28, 2013.



מקורות הקרן

לקרן מקורות הכנסה שונים, ובהם תמלוגים שחברת הנפט הממשלתית PEMEX משלמת על-פי חוק, מיסוי ממשלתי של הכנסות עודפות משוק הנפט (שיעור המס גבוה יותר כאשר מחיר הנפט גבוה ממחיר הסמן שנקבע בתקציב), והחזרים ממכשירים פיננסיים שנרכשו לגידור⁷² תנדודיות במחירי הנפט.⁷³

דיווח ושקיפות

הקרן מפרסמת לציבור דוחות רבעוניים על מאזנה, הכנסותיה והוצאותיה, ומידע זה זמין גם באתר האינטרנט של משרד האוצר של מקסיקו.⁷⁴ הקרן מפרסמת באתר אינטרנט גם את כללי התפעול שלה.⁷⁵ פעולות הקרן והקצאת משאביה מבוקרים על-ידי מבקר החשבונות הראשי (Superior Auditor) של הפדרציה של מקסיקו, ודוחות הביקורת נשלחים לקונגרס על בסיס רבעוני. מקסיקו היא אחת ממדינות הפורום הבין-לאומי של קרנות העושר הריבוניות (IFSWF), ובספטמבר 2012 התקיימה במקסיקו-סיטי הוועידה השנתית הרביעית של הפורום.

מדיניות השקעה

את מדיניות ההשקעה של קרן הייצוב קובעת המועצה הטכנית (Technical Committee), הדורשת רמה נאותה של נזילות הנדרשת למימוש מטרות הקרן, וכן תשואה סבירה ברמת סיכון נמוך. במועצה הטכנית חברים נציגי משרד האוצר, והיא אחראית למבנה הניהולי של הקרן. באחריותה נכללות בין השאר הסמכויות האלה: אישור כמות המשאבים הכספיים הנמשכים מהקרן כדי לפצות על ירידה בהכנסות המיסוי של שוק הנפט – משיכות מהקרן צריכות לעמוד בקווים המנחים של התקציב הפדרלי ושל חוק האחריות הפיסקלית (Fiscal Responsibility Rule); אישור רכישת מכשירים פיננסיים לשם גידור סיכונים במחיר הנפט.

הקרן משקיעה במכשירים פיננסיים לטווח הקצר וכן ברזרבות מטבע החוץ של הבנק המרכזי. משאבי הקרן מנוהלים ומושקעים על-ידי הבנק המרכזי של מקסיקו (Banco de Mexico).⁷⁶

3.8. אזרבייג'ן: קרן הנפט הממשלתית⁷⁷

קרן הנפט הממשלתית של אזרבייג'ן (State Oil Fund of the Republic of Azerbaijan - SOFAZ; להלן גם: הקרן) נוסדה על-פי צו של נשיא הרפובליקה ב-29 בדצמבר 1999. הכוונה בהקמת הקרן היא הבטחת העברה בין-דורית של ההכנסות מנפט תוך שמירה על עושרה של המדינה ועל יציבותה המקרו-כלכלית. הקרן נוסדה כישות נוספת על התקציב, הצוברת ומנהלת את הכנסות המדינה מנפט ומגז טבעי. בסוף יוני 2013 היה שוויה כ-35 מיליארד דולר.⁷⁸

⁷² גידור: מכשירים המבטחים את הרוכש מפני שינויי מחירים עתידיים.

⁷³ Banco de Mexico, [Mexican Oil Income Stabilization Fund - Impact of the financial crisis](#), p. 2, November 2009, retrieved: June 28, 2013.

⁷⁴ [Secretaría de Hacienda y Crédito Público de Mexico](#), retrieved: June 28, 2013.

⁷⁵ [Mexico rules of operation of the stabilization fund of oil revenues \(Spanish\)](#), May 31, 2007, retrieved: June 28, 2013.

⁷⁶ SWF Institute, [Oil Revenues Stabilization Fund of Mexico](#), retrieved: June 28, 2013.

⁷⁷ State Oil Fund of the Republic of Azerbaijan (SOFAZ), [annual report 2011](#); SWF Institute, [SOFAZ – Sovereign Wealth Fund Institute](#), November 27, 2012; SWF Institute, [State Oil Fund of the Republic of Azerbaijan](#); Investopedia, [State Oil Fund \(Azerbaijan\)](#); SWF Institute, [State Oil Fund of Azerbaijan](#); Mongolia, [State Oil Fund of the Republic of Azerbaijan](#), October 2011; [IFSWF – International Forum of Sovereign Wealth Funds](#), Azerbaijan, retrieved: June 28, 2013.

⁷⁸ State Oil Fund of the Republic of Azerbaijan, [Revenue Statement for January-June 2013](#), retrieved: July 31, 2013.



מטרות ויעדים

הקרן נוסדה כארגון ממשלתי ייעודי שבו נצברות הכנסות המדינה מנפט ומגז טבעי, מנוהלות ונשמרות בעבור הדור הנוכחי והדורות הבאים. היא נועדה לנהל ביעילות את הכנסות המדינה מנפט ומגז ולהשקיע אותן בפיתוח מיזמים כלכליים-חברתיים חשובים. היעדים העיקריים של הקרן הם: שימור היציבות הכלכלית; הבטחת משמעת מס פיסקלית; צמצום התלות בהכנסות מנפט ועידוד הפיתוח של מגזרי כלכלה מלבד מגזר הנפט; העברה בין-דורית של ההכנסות מנפט תוך שמירה על חלן מהן למען הדורות הבאים; ייסוד פרויקטים לאומיים וסוציו-אקונומיים חשובים; שימור יציבות מקרו-כלכלית ומניעת השפעות שליליות על הכלכלה באמצעות צבירת ההכנסות מנפט.

ניהול

את פעולות הקרן מבקר דירקטוריון מפקח בראשות ראש הממשלה. הדירקטוריון מבקר את דוחות הקרן לגבי התקציב השנתי, שמכין מנכ"ל הקרן, דוחות שנתיים, הצהרות פיננסיות וחוות דעת של מבקר החשבונות. בדירקטוריון שבעה חברים שנשיא המדינה ממנה המייצגים הן גופים ממשלתיים (הפרלמנט והממשלה) והן את החברה האזרחית (נציגי האקדמיה). הדירקטוריון מייצג את הקרן, מנהל את פעולותיה, ממנה ומדיח עובדים בהתאם לחקיקה ומאשר את הניהול ואת מדיניות ההשקעות של נכסי הקרן בהתאם לקווים המנחים שאישר נשיא הרפובליקה.

ביצוע תקציב הקרן נעשה על בסיס ההערות של הדירקטוריון המפקח ובאישור נשיא המדינה, על-פי הצווים שהוא מנפיק בנושא זה. נכסי הקרן מנוהלים על-פי הקווים המנחים של השקעות הקרן, המאושרים בצו הנשיאותי מס' 511 מ-19 ביוני 2001. מנכ"ל הקרן אחראי לניהולה הכולל.

לקרן מבנה שליטה תלת-שכבתי, שבו נשיא המדינה הוא הסמכות השלטת והדיווחית העליונה. השקעות הקרן צריכות להיות מתואמות עם הקווים המנחים להשקעה ועם מדיניות ההשקעה שהוא מאשר.

מקורות ההכנסה של הקרן

מקורות ההכנסה של הקרן הם הכנסות הנוצרות לפי הסכמי ייצור משותפים של הרפובליקה האזרחית ממכירות נפט וגז טבעי, כולל בונוסים, דמי שימוש בשטחים (acreage fees) ודיבידנדים, הכנסות הנוצרות תמורת העברת נפט וגז טבעי בשטחי הטריטוריה האזרחית, הכנסות הנוצרות מניהול נכסי הקרן ותשואה על ההשקעות והכנסות אחרות בהתאם לחקיקה. בספטמבר 2004 הנפיק הנשיא צו נשיאותי לניהול הכנסות הנפט והגז לטווח הארוך, להגברת היעילות בניצול ההכנסות מנפט ומגז.

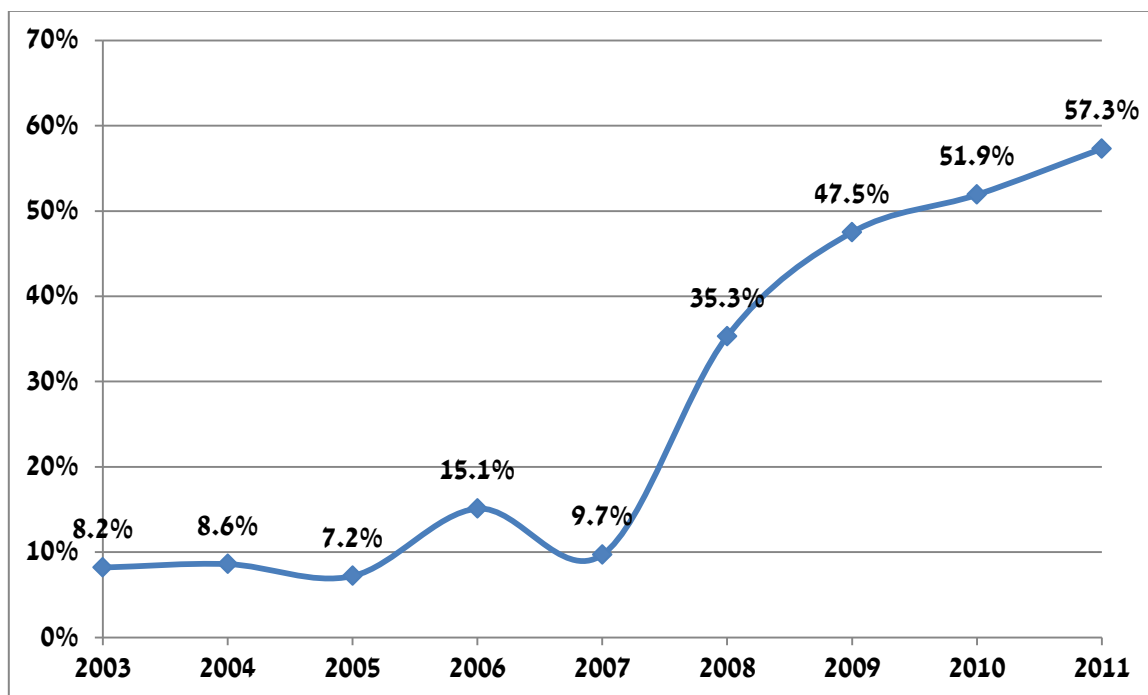
הוצאות הקרן

נכסי הקרן נועדו לפתור בעיות מרכזיות של האומה האזרחית וליצירת תשתית אסטרטגית החשובה להתקדמותה הכלכלית-חברתית. **העברות לתקציב המדינה הן רכיב מהותי בהוצאות הקרן, וכמותן גם מימון פרויקטים כלכליים-חברתיים חשובים מבחינה אסטרטגית.** חלק קטן מנכסי הקרן משמש לכיסוי ההוצאות התפעוליות. כל הוצאות הקרן (והכנסותיה), פרט להוצאות התפעול, מאוגדות כחלק מהתקציב הממשלתי המוגש לאישור הפרלמנט. מכאן שהקרן יכולה לממש רק הוצאות הכלולות בתקציבה. ביצוע זה של כל ההוצאות, פרט להוצאות התפעוליות והניהוליות, מיושם על-ידי משרד האוצר. בתרשים 2 שלהלן מפורטות העברות הקרן לתקציב המדינה כשיעור מהתקציב בעשור האחרון.



תרשים 2: העברות קרן הנפט הממשלתית של אזרבייג'ן לתקציב המדינה שלה כשיעור מהתקציב

בשנים 2011–2003⁷⁹



לפי התרשים שיעור ההעברות מקרן הנפט הממשלתית לתקציב הממשלתי עלה משנת 2003 לשנת 2011 בכ-49.1 נקודות האחוז: מכ-8.2% בשנת 2003 לכ-57.3% בשנת 2011.

הקרן מימנה במהלך השנים פרויקטים ברמה הלאומית, בתחומי תשתיות (כמו פרויקט צינור הנפט באקו-טיביליסי-צייאהאן) ופתרון בעיות חברתיות (כמו בניית בתים ושיפור התנאים הכלכליים-חברתיים של הפליטים שאולצו לעזוב את אדמתם עקב הקונפליקט הארמני-אזרי).

שקיפות ודיווח

הפעולות הפיננסיות של הקרן נתונות לביקורת חשבונית באמצעות חברה בין-לאומית המעסיקה מבקרי חשבונית (רואי-חשבון). למטרה זו הקרן מפרסמת דוחות רבעוניים ושנתיים והודעות לעיתונות רבעוניות ושנתיות על הכנסותיה והוצאותיה באזרית ובאנגלית.

הקרן מעורבת ביוזמה למיצוי השקיפות בתעשייה (Extractive Industries Transparency Initiative – EITI) ומפרסמת דוחות שקיפות.⁸⁰ אזרבייג'ן הצטרפה ליוזמת ה-EITI בשנת 2003, והיא המדינה הראשונה שהחלה לפרסם דוחות EITI, במרס 2005, ונבחרה לחברה בוועד ה-EITI בוועידתו השלישית, שנערכה באוקטובר 2006 באוסלו. בשנת 2007 זכתה הקרן בפרס השירות הציבורי של האו"ם על שיפור השקיפות, הדיווח וההיענות לעקרונות השקיפות בשירות הציבורי. בחודש ספטמבר 2008 אימצה העצרת הכללית של האו"ם את החלטות ה-EITI אשר נשלחו אליה על-ידי אזרבייג'ן.

⁷⁹ State Oil Fund of the Republic of Azerbaijan (SOFAZ), [Annual report 2011](#), p. 13, retrieved: June 28, 2013.

⁸⁰ היוזמה למיצוי השקיפות בתעשייה נועדה להביא להגברת שקיפות התשלומים של חברות מתעשיית הנפט והמכרות לממשלות ולישויות הקשורות לממשלות, ואת שקיפות ההכנסות של הממשלות מנפט.



הכנסת

מרכז המחקר והמידע

הקרן משתפת פעולה עם קרנות עושר ריבוניות אחרות בפורום הבין-לאומי של קרנות העושר הריבוניות (IFSWF). שיבת הפתיחה של הפורום באוקטובר 2009 נערכה בבאקו, בירת אזרבייג'ן, והמארחים היו קרן הנפט של אזרבייג'ן והממשלה האזרית.

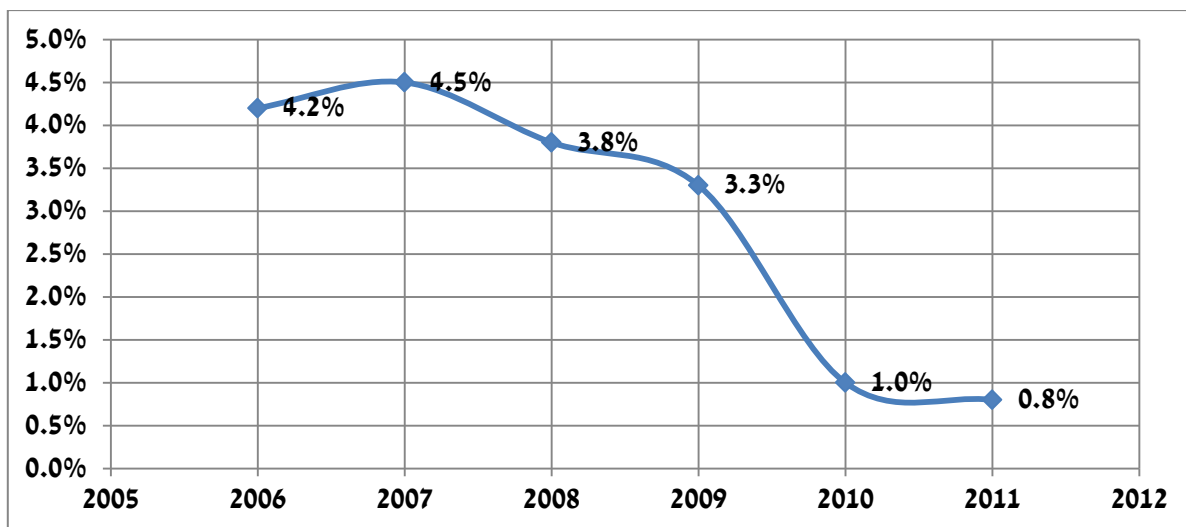
אסטרטגיה ומדיניות השקעות

מטרות הקרן הן חיסכון למען הדורות הבאים והתמודדות עם תופעות "המחלה ההולנדית". הקרן משקיעה את מטבע החוץ ואת הנכסים הנובעים ממכירת נפט וגז טבעי באג"ח שונות, כגון אג"ח של סוכנויות ממשלתיות, אג"ח קונצרניות ואג"ח מגובות-משכנתה. הקרן משקיעה ישירות גם במטילי זהב העומדים בדרישות של שוק הסחר הסיטונאי בזהב ובכסף של לונדון, במניות הכלולות במדדים בין-לאומיים של שוק ההון ובנדל"ן מוסדי.⁸¹ לפי מדיניות ההשקעה של הקרן, עד 60% מתיק ההשקעות יכול להיות מנוהל בידי מנהלי השקעות חיצוניים, ושיעור הנכסים שינוהלו בידי מנהל חיצוני יחיד לא יהיה יותר מ-15% מכלל תיק ההשקעות של הקרן.

בשנת 2011 חלק הארי של השקעות הקרן מושקע באג"ח. מההשקעות באג"ח 36.3% מושקע באג"ח בעלות דירוג האשראי הגבוה ביותר, AAA, 14.2% באג"ח בדירוג AA, 27.7% באג"ח בדירוג A ו-21.8% באג"ח בדירוג BBB.⁸² רוב נכסי הקרן (24.3%) מושקעים באג"ח קונצרניות, 23.8% מושקעים באג"ח המונפקות על-ידי סוכנויות וארגונים בין-לאומיים ו-16% מושקעים באג"ח של מדינות. 3.2% מושקעים בנכסים נזילים (עו"ש, פיקדונות וקרנות כספיות). 1.7% בלבד מושקעים במניות. הדבר מלמד כי **מדיניות ההשקעות של הקרן היא שמרנית**.⁸³ רוב נכסיה (65.7%) מושקעים באירופה, 13.1% בצפון-אמריקה, 9.8% בכלכלות מתפתחות ו-0.7% במזרח התיכון.⁸⁴

בתרשים 3 שלהלן מוצגת התשואה על תיק ההשקעות של הקרן בשנים האחרונות.

תרשים 3: התשואה על תיק ההשקעות של קרן הנפט הממשלתית של אזרבייג'ן בשנים 2006–2011⁸⁵



לפי התרשים התשואה על תיק ההשקעות של הקרן נמצאת בשנים האחרונות במגמת ירידה, מ-4.2% בשנת 2006 לכ-0.8% בשנת 2011. יש לציין כי בתקופה זו חל משבר חובות במדינות מפותחות רבות, והתשואות על אג"ח ממשלתיות ירדו לרמה נמוכה היסטורית.

⁸¹ SWF Institute, [State Oil Fund of Azerbaijan](#), retrieved: June 28, 2013.

⁸² State Oil Fund of the Republic of Azerbaijan (SOFAZ) – [annual report 2011](#), p. 39, retrieved: June 28, 2013.

⁸³ שם, עמ' 40.

⁸⁴ שם, עמ' 41.

⁸⁵ State Oil Fund of the Republic of Azerbaijan (SOFAZ) – [annual report 2011](#), p. 43, retrieved: June 28, 2013.



הכנסת

מרכז המחקר והמידע