



הכנסת

מרכז המחקר והמידע
המחלקה לפיקוח תקציבי

תיאור וניתוח דרכי פעילותן של קרנות עושר ריבוניות (SWFs) במדינות שונות בעולם

מוגש לוועדת המדע והטכנולוגיה

כ"ט אב תשע"ג
5 באוגוסט, 2013

כתיבה: תמיר אגמון, איתמר מילרד, כלכלנים
אישור: עמי צדיק, מנהל המחלקה לפיקוח תקציבי

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
5	2. הצעת החוק להקמת קרן העושר בישראל
6	2.1. גז טבעי בישראל
6	2.2. סיבות להקמת הקרן
8	2.3. מיסוי כריית גז טבעי בישראל
8	2.4. צפי הכנסות המדינה
9	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 והעוזבון של אלברטה
18	3.4. ניו זילנד: קרן הפרישה לגמלאות של ניו-זילנד
19	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 של אזרבייג'ן

תמצית וסיכום

מסמך זה נכתב לבקשת ועדת המדע והטכנולוגיה וחברי הכנסת דב חנין, דני דנון ושלי יחימוביץ' בנושא תיאור וניתוח דרכי פעילותן 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 בשמונה מדינות.

מדינות רבות מתמודדות עם אתגרים הנובעים מהכנסות ממשאבי טבע, שהם מטבעם מתכלים, באמצעות ייסוד קרנות עושר ריבוניות. המטרות העיקריות של הקרנות הינן: 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 פיסקאלי לקיזוז ההשפעה של תנודתיות במחירי המשאבים על הכנסות המדינה; השקעה אסטרטגית לצורך קידום של אינטרסים לאומיים לטווח הארוך, בין השאר מתוך שיקולי ראיית צרכיהם של הדורות הבאים, על חשבון שיקולים לטווח הקצר.

בטבלה 1 להלן מוצגים נתונים השוואתיים על קרנות עושר במדינות הנסקרות ובישראל בשנת 2037, שנת השיא על פי תרחיש הכנסות 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 קרן 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%

מהנתונים בטבלה עולה שהקרן הגדולה ביותר מבין המדינות הנסקרות היא בנורבגיה, אשר שוויה עומד על כ-718 מיליארד דולר, המהווים כ-144% מהתוצר. בישראל בשנת השיא (2037) שווי הקרן נאמד בכ-72 מיליארד דולר, אשר יהוו כ-14.5% מהתוצר החזוי. במקסיקו, בה מטרחה העיקרית של הקרן הינה ייצוב תנודתיות הכנסות המדינה בגין השינויים במחיר הנפט, שווי הקרן הוא 7 מיליארד דולר, המהווים כ-0.8% מהתוצר. כמו כן, מהנתונים עולה כי קרנות קיימות 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 יחס חוב-תוצר עלה מאז הקמת הקרן (נורבגיה, ניו-זילנד ואוסטרליה), ובשלוש מדינות יחס חוב-תוצר ירד (אזרבייג'ן, רוסיה ומקסיקו). כמו כן, הנתונים מלמדים כי נעשה שימוש בקרנות עושר ריבוניות הן במדינות בעלות תוצר לנפש גבוה, כמו נורבגיה (כ-99 אלף דולר לנפש), והן במדינות בעלות תוצר לנפש נמוך, כמו אזרבייג'ן (כ-6,000 דולר לנפש). יחד עם זאת, קיימים הבדלים במטרות הקרן ובאופן חלוקת הכספים בין המדינות השונות (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 להלן מוצגים נתונים על מבנה קרנות העושר הנסקרות והשקעותיהן.

טבלה 2 – קרנות עושר בעולם ובהצעת החוק מבנה ומדיניות השקעה²

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

מהנתונים בטבלה עולה כי 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, בדומה להצעת החוק בישראל. בשתי מדינות הניהול נעשה על-ידי משרד האוצר (רוסיה ומקסיקו). כמו כן, בשש מדינות ההשקעות בחו"ל ובשוק המקומי (אוסטרליה, אלברטה, רוסיה, מקסיקו, סינגפור וניו-זילנד), בשתי מדינות ההשקעות בחו"ל בלבד (נורבגיה ואזרבייג'ן), בדומה להצעת החוק בישראל. בכל המדינות הקרן משקיעה באג"ח, בחמש מדינות גם במניות ונדל"ן ובשתי מדינות בנוסף גם בקרנות פרטיות.

בטבלה 3 להלן מוצגים נתונים לגבי דיווחי הקרן, מטרותיה ומדיניות חלוקת הכספים.

טבלה 3 – דיווחי הקרנות, מטרותיה וחלוקת הכספים

מדינה	דיווח	מקור הכספים ומטרות הקרן	חלוקת כספי הקרן
נורבגיה	שנתי ורבעוני	ניהול ההכנסות מנפט וגז טבעי לשם החלוקת התנודתיות במחירים וחלוקה בין-דורית; מימון עתידי של הוצאות הפנסיה.	הקרן מעבירה מדי שנה 4% מסך נכסיה לצורך כיסוי הגירעון הקיים בתקציב (ללא ההכנסות ממשאבי טבע).
סינגפור	שנתי	ניהול יתרות המט"ח 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, חלק קטן יחסית מופנה למימון פרויקטים שונים. משקל ההעברות מהקרן לתקציב עמד בשנת 2011 על 57.3% מהתקציב.
ישראל (הצעת החוק)	שנתי ורבעוני	ניהול ההכנסות מנפט וגז טבעי ; חלוקה בין-דורית; צמצום השפעות ה"מחלה ההולנדית"; כרית בטחון 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 כפי שתקבע הממשלה, במסגרת תקציב המדינה.
ניו זילנד	שנתי וחודשי	מקור תקציבי . עד 2031 לא יימשכו כספים. החל משנה זו, הממשלה תמשוך כספים מהקרן לשם תשלום התחייבויות הפנסיה.	אין כספי חלוקה עד לשנת 2031.
רוסיה	שנתי ורבעוני 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 הגרעון 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 ותשתיות מים; השקעה בתשתיות חינוך גבוה, מחקר וחינוך מקצועי; השקעה בתשתיות בריאות, בעיקר בבתי חולים וציוד רפואי.	קרן העתיד: איסור על 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 על-ידי הקרנות הייעודיות.
אלברטה (קנדה)	שנתי ורבעוני	ניהול ההכנסות מנפט וגז טבעי . השאת תשואות לטווח ארוך, יעדים פיסקליים לכיסוי הגרעון של המחוז. בשנים האחרונות הקרן לא מקבלת הכנסות מאוצרות הטבע.	הקרן מעבירה את תשואתה באופן ישיר לתקציב המחוז.
מקסיקו	שנתי ורבעוני	ניהול ההכנסות מנפט . החלוקת תנועתיות במחירי משאבי הטבע ואיזון התקציב בטווח הקצר.	בתקופות של ירידה בהכנסות מנפט ומגז טבעי, ניתן להשתמש בעד 50% מהכספים שנצברו בקרן בסוף השנה הפיסקאלית הקודמת, למימון הגרעון.

מהנתונים בטבלה עולה כי ברוב המדינות קיימות כמה מטרות במקביל. מטרות הקרן משתנות בין המדינות, בחלקן הקרן מיועדת למימון **התחייבויות פנסיוניות** של המדינה (נורבגיה, אזרבייג'ן וישראל) ובחלקן הקרן משמשת **לחלוקה בין-דורית** (נורבגיה, אזרבייג'ן וישראל) ובחלקן הקרן משמשת **כמקור תקציבי בעת ירידה במחירי המשאבים** (נורבגיה, אזרבייג'ן, רוסיה ומקסיקו). במרבית המדינות הקרן מעבירה כספים, המשמשים בעיקר לתוספת ישירה לתקציב המדינה (נורבגיה, אלברטה ומקסיקו) ולהשקעות ייעודיות בתשתיות, בבריאות ובחינוך (אוסטרליה, סינגפור, אזרבייג'ן). ניתן לומר כי במדינות בהן משקל האוכלוסייה המבוגרת גבוה, וקיימת בהן התחייבויות פנסיוניות של המדינה, קיימת נטייה 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), קיימים הבדלים בשיקולים של קרנות העוסקות בניהול הכנסות מנפט וגז טבעי, לבין קרנות העוסקות שמקור כספן הוא תקציבי.

1. שימוש בהכנסות ממשאבי טבע

1.1. ניהול מיטבי של הכנסות ממשאבים טבעיים³

מדינות רבות מתמודדות עם אתגרים הנובעים מהכנסות ממשאבי טבע שהם מטבעם מתכלים (או מאירועים חד-פעמיים אחרים, כגון הפרטות של נכסי מדינה או גאות כלכלית), חלקן באמצעות ייסוד קרנות עושר ריבוניות (SWF – Sovereign Wealth Funds) (להלן: הקרנות). עיצוב הקרנות תלוי במטרותיהן של המדינות, אך הניסיון והתיאוריה הכלכליים, ובפרט בנורבגיה, מספקות כמה תובנות לגבי ניהול הכנסות של משאבי טבע מתכלים.

אחוז החיסכון מהכנסות ממשאבי הטבע

על מנת למרב את העושר הבין-דורי, השאלה היא איזה אחוז חיסכון יאפשר צריכה יציבה פר נפש לאורך זמן. לפי **גישה אחת** (כלל Hartwick), אם האוכלוסייה קבועה יש להשקיע את המשאבים בהון, כולל חינוך, על מנת 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 שנייה**, יש לחסוך את הכנסות המדינה ממשאבי טבע, כאשר השימוש השוטף יהיה רק בתשואה הנובעת משווי הנכסים המצטברים. גישה זו מובילה לצריכה נמוכה יותר בשנים הראשונות, והיא מתאימה יותר למדינות בהן קיימת העדפה ברורה להעביר חלק משמעותי מהכנסות משאבי הטבע לדורות הבאים. למשל, עלייה עתידית בחלקם של הגמלאים באוכלוסייה, עשויה להפיל את העול על הדור שטרם נולד, ולכן ההעדפה היא לחסוך בקרן למימון ההתייבויות העתידיות.

בפועל, בעבר מדינות רבות עשירות במשאבים כילו את רוב משאביהן. בעקבות כך, בדור האחרון הוקמו קרנות עושר ריבוניות להשגת מטרות שונות, בעיקר העברה בין-דורית, מניעת ה'מחלה ההולנדית' וצבירת נכסים פיננסיים לתשלומי פנסיה עתידיים. כך למשל, לפי הערכות, נורבגיה כילתה כ-80% מהכנסות ממשאבי טבע מאז גילויים לפני עשרות שנים. בשנת 1990 הוקמה קרן עושר ריבונית (בין היתר, למטרת הבטחת תשלומי פנסיה עתידיות), וכיום משקיעה נורבגיה את רוב ההכנסות שלה מנפט בקרן זו.

ניהול הקרן

לימוד ממקרים מוצלחים של ניהול קרנות עושר בעולם יכול ללמד על העדפת העברת ניהול הקרן **לסוכנות עצמאית**, לשם הפרדה בין הניהול השוטף של ההשקעות לבין לחצים פוליטיים. כך למשל, בנורבגיה, הבנק המרכזי, אשר בדומה לישראל הוא גוף עצמאי, מנהל את הקרן מטעם משרד האוצר וכך שומר על מרחק בין לחצים פוליטיים לבין ניהול נכסי הקרן. כמו כן, רבות מקרנות העושר מעסיקות גם מנהלים חיצוניים.

שקיפות היא כלי מפתח על מנת להבטיח ניהול יעיל של המשאבים ויכולה לשכך מצבים בהם קיים ניהול לא יעיל של נכסי הקרן. ציבור מיוזע היטב יכול לחוות דעתו באופן מפרה על עיצוב המדיניות ועל פיקוח הממשלה על ניהול נכסי הקרן. במקביל לחשיפת מידע לציבור, מומלץ לממשלות לאמץ תהליכים שקופים לשם גיבוש ויישום מדיניות לניהול נכסי הקרן ובעיקר לגבי החלטות על חלוקת פירות הקרן. תהליכים שקופים כאלו והבנת ההיגיון בבסיס מדיניות חלוקת פירות הקרן, עשויים להביא למחויבות לטווח-ארוך, להגברת אימון הציבור בפעילות הקרן ולצמצום כוחן של קבוצות לחץ לגבי אופן חלוקת נכסי הקרן. פיקוח של הפרלמנט על פעילות הקרן מהווה מרכיב מהותי בייסוד אחריותיות ממשלתית ובמתן דין וחשבון שוטף לאזרחים. בנוסף, מומלץ כי על כל שינוי בכללים הקיימים לגבי פעילות הקרן, להיות מוגשת למחוקקים ומאושרת על-ידם.

השקעות הקרן

סוגיית חלוקת ההשקעות בין השקעה בשוקי חו"ל לבין השקעה בשוק המקומי כרוכה בדילמה כלכלית ופוליטית. מבחינה כלכלית, השקעה בחו"ל משיגה את אחת ממטרות הקרן למנוע את ייסוף המטבע המקומי. מנגד, לעיתים

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



ייתכן שקיימת כדאיות כלכלית בהחזר חובות מקומיים כאשר שיעור הריבית בגין גיוס חוב של הממשלה גבוה מהתשואה שהקרן מניבה. מבחינה פוליטית, הניסיון מלמד כי קיימים לחצים הקוראים לצריכה ולהשקעה מקומיים 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 לדוגמא, קרן הפנסיה של נורבגיה משקיעה רק בנכסים זרים, 60% במניות ו-40% במכשירים פיננסיים בעלי הכנסה קבועה (אג"ח).

1.2. קרנות עושר ריבוניות: הגדרה ומטרות

קרנות עושר ריבוניות מוקמות כקרנות השקעה ביוזמת הממשלה ובעלותה לצורך השגת יעדים מקרו כלכליים ותמיכה במטרות לאומיות. מקור הכנסות הקרנות הוא בדרך כלל כריית משאבי טבע (בדרך כלל נפט וגז טבעי), אך יכול גם לנבוע מעודף במאזן התשלומים הלאומי, מרווחים הנוצרים כתוצאה מתהליכי הפרטה או מעודפי הכנסות ממיסוי. הקרן מבטיחה תזרים יציב לקופת הממשלה במהלך השנים ומשמשת גם לחלוקה בין-דורית של ההכנסות ממשאבי טבע. המטרות העיקריות של הקרנות הינן: שימוש בהכנסות ממשאבי טבע (שהם מתכלים) גם לדורות הבאים, ולא רק לדור הנוכחי; התמודדות עם תופעת "המחלה ההולנדית", קרי ייסוף שער החליפין והחלשת הענפים הסחירים בכלכלה; כלי פיסקאלי 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 כוללים המלצות ל-24 קווי פעולה מנחים המתווים את דרכי פעולתן של קרנות העושר הריבוניות. עקרונות אלה גובשו בשיתוף קרן המטבע הבינלאומית (IMF) וקבוצות העבודה הבינלאומיות של הקרנות הריבוניות (IWG-SWF) (להלן: קבוצות העבודה הבינלאומיות) והוצגו לראשונה באוקטובר 2008. העקרונות מומלצים, ולא מחייבים, ומטרתם לשמור על יציבות הכלכלה הגלובאלית ולהביא לניהול השקעות על בסיס החלטות כלכליות נכונות. העקרונות מסייעים ל-SWFs בכך שהם מפקחים על כמה תחומים: המסגרת החוקית, המסגרת המוסדית, המסגרת הממשלתית, מדיניות השקעה וניהול סיכונים. במהלך השנים קבוצות העבודה הבינלאומיות הוחלפו על ידי **הפורום הבינלאומי של הקרנות העצמאיות (IFSWF)**. בפורום הבינלאומי שותפות 23 מדינות המפעילות קרנות עושר, לרבות אוסטרליה, קנדה, אירלנד, קוריאה, מקסיקו, ניו זילנד, ארה"ב ומדינות נוספות. עקרונות סנטיאגו כוללים את הפרמטרים הבאים: 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 לשם מימוש היעדים הבאים של קרנות העושר הריבוניות: שימור יציבות הכלכלה הגלובלית ושמירה על זרימה חופשית של הון ושל השקעות; היענות לדרישות הרגולטיביות ולשקיפות הנדרשות במדינות בהן הקרנות משקיעות; השקעה על פי הסיכון הכלכלי הקיים במדינה; שמירה על מבנה ממשלתי שקוף ויציב אשר יקיים פיקוח תפעולי הולם, ניהול סיכונים וחובת נתינת דין וחשבון; שמירה על עצמאות הקרנות.

2. הצעת החוק להקמת קרן העושר בישראל

ב-3 ליולי 2012 פרסמה הממשלה הצעת חוק הקרן לניהול הכנסות המדינה מהיטל על רווחי נפט, התשע"ב-2012, בדבר 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

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



ניהול הכנסות המדינה ממשאבי טבע⁵ ולפי המלצת ה-OECD.⁶ לפי ההצעה, הקרן תקבל את ההכנסות הנגבות במסגרת **חוק מיסוי רווחי נפט, התשע"א 2011**, תשקיע הכנסות אלו מחוץ למדינה ובמט"ח, תעביר מדי שנה חלק מהקרן לתקציב המדינה לטובת מטרות חברתיות-כלכליות ותשמש כמקור הלוואה למדינה בעת אירוע חריג. הקרן תוקם לאחר שיצטברו הכנסות של לפחות 2 מיליארד ₪ מההיטל על רווחים מגז טבעי (בסביבות 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 החלה בשנת 2004. בשנת 2009 התגלה שוב שדה גז טבעי משמעותי, בחוף הים מול חיפה (**שותפות "תמר"**), ובחודש אפריל 2013 החלה התחלת הפקת הגז הטבעי. בשנת 2010 ערך המכון הגיאולוגי האמריקני סקר באזור אגן הים התיכון המזרחי והעריך כמות הגז הטבעי באזור האגן בכ-3,400 BCM (מיליארד קוב),⁷ מתוכם הצפי בישראל עמד על כ-1,400 BCM.⁸ בסוף שנת 2010 התגלה מאגר **"לויתן"** המכיל כ-536 BCM⁹ והיווה את תגלית הגז הטבעי הגדולה ביותר בעולם בעשור האחרון. הערכות לגבי כמות הגז הטבעי הצפויה 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, עומדים על 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, מר שאול צמח (להלן: ועדת צמח), לדון בסוגיית יצוא הגז הטבעי. הוועדה המליצה לשמור לשימושים מקומיים BCM 450 ולאפשר לייצא את היתרה.¹² ב-23 ביוני 2013 החליטה הממשלה על הבטחת כמות של **BCM 540** לשימושים מקומיים, ולאפשר לייצא את היתרה.¹³

2.2. סיבות להקמת הקרן

כאמור, הקמת קרן לניהול משאבי טבע אינה ייחודית לישראל, אלא נפוצה במרבית המדינות בהן נמצאו משאבי טבע רבים. קרנות אלו מנסות להתגבר על קשיים המאפיינים מדינות בעלות משאבי טבע, לרבות:

- **חלוקה בין דורית:** השימוש בגז טבעי מחליף שימוש בנפט ובפחם ומביא להוזלת עלויות ולהקטנת זיהומי אוויר. מבחינה כלכלית זו התרומה המשמעותית ביותר לאזרחי ישראל בעשורים הקרובים. שימוש בפירות הגז הטבעי רק בדור הנוכחי, עשוי לבוא על חשבון הדורות הבאים. על כן, נטען כי על הדור הנוכחי לחלוק את הפירות הכלכליים מהגז הטבעי גם עם הדורות הבאים.

⁵ הצוות הוקם ע"י ראש הממשלה, שר האוצר ונגיד בנק ישראל ב-27 באפריל 2011 וכלל נציגים ממשרד ראש הממשלה, ממשרד האוצר ומבנק ישראל.

⁶ OECD, [Economic Surveys – Israel](#), December 2011, pp. 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, [דו"ח המלצות הוועדה](#), ספטמבר 2012.

⁹ יוסי וירצברגר, מנהל אוצרות טבע, משרד האנרגיה והמים, דוא"ל: 9 מאי 2013.

¹⁰ המועצה הלאומית לכלכלה העריכה את כמות הגז הצפוי על כ-1,200 BCM, המועצה הלאומית לכלכלה, ["קרן לעתיד" – המלצת הצוות הבין-משרדי](#), דצמבר 2011; הממונה על ההכנסות במשרד האוצר העריך את כמות הגז לכרייה בכ-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 לקביעת מדיניות בכ-950 BCM, הוועדה הבין-משרדית לבחינת מדיניות הממשלה בנושא משק הגז הטבעי בישראל, [דו"ח המלצות הוועדה](#), ספטמבר 2012.

¹¹ יוסי וירצברגר, מנהל אוצרות טבע, משרד האנרגיה והמים, דוא"ל, 9 מאי 2013.

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

¹³ משרד ראש הממשלה, החלטה מספר 442, [אימוץ עיקרי המלצות הוועדה לבחינת מדיניות הממשלה בנושא משק הגז הטבעי בישראל](#) ([דו"ח ועדת צמח](#)), 23 ביוני 2013.



- **ה'מחלה ההולנדית'**: גילוי גז טבעי בישראל מוביל לייסוף השקל, בעיקר בשל החלפת יבוא מוצרי אנרגיה, יצוא אפשרי של גז טבעי והתייעלות ענפי המשק בגין השימוש הגובר בגז טבעי (בעיקר ענפי החשמל, התעשייה והתחבורה). ייסוף השקל עשוי להוביל לירידה בכוח התחרותיות של הענפים הסחירים, שאינם קשורים לכריית משאבי הטבע. לדוגמא, בשנות ה-70 בהולנד נמצא גז טבעי, אשר הוביל לייסוף במטבע המקומי (גילדן), גרם להיחלשות התעשייה המקומית והוביל להתכווצות הענפים הסחירים בכלכלה. 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 המט"ח מרמת של כ-30 מיליארד שדולר לרמה של כ-75 מיליארד דולר. צפוי כי הפקה הגז הטבעי החל משנת 2013 יביא לחיזוק מגמה זו.
 - **'קללת משאבי הטבע'**: במדינות מתפתחות רבות הכנסות ממשאבי טבע לא מובילות לצמיחה כלכלית. כך, ונצואלה וערב הסעודית צמחו בקצב נמוך בהרבה מישראל, למרות שהראשונות עשירות בנפט ואילו ישראל עד היום הייתה כמעט ללא משאבי טבע.
 - **תלות במחירים**: מחירי משאבי טבע חשופים לרמת תנודתיות גבוהה, מצב העשוי להקשות על תכנון תקציבי רב-שנתי. כך, הכנסות המדינה בנורבגיה בתחילת שנות ה-80 התבססו על משאבי טבע, ירידה במחירי הנפט בשנות ה-80 הובילה לירידה חדה בהכנסות המדינה.
 - **תעשייה לא מפרה**: כריית משאבי טבע דורשת מעט כוח-אדם יחסית לתעשיות אחרות. כריית אוצרות טבע עשויה לפגוע בתעשיות אחרות (ה'מחלה ההולנדית'), ובמיוחד בתעשיות עתירות כוח אדם ובין-לאומיות, כמו תעשיית הטכנולוגיה העילית (היי-טק). פגיעה בתעשיות אלו קשה במיוחד לאור העובדה שאוצרות טבע מתכלים בסופו של דבר, ואילו אישוש התעשיות שנפגעות הוא משימה מורכבת. כך, לאחר התכלות הגז הטבעי, ישראל עשויה למצוא עצמה ללא גז טבעי ועם תעשייה הי-טק צרה.
- קרן אוצרות טבע אמורה לקזז השפעות אלה באמצעות שימוש בהכנסות ממשאבי טבע לטווח ארוך של עשרות שנים וניתוב 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 בגין אוצרות טבע. חשוב עם זאת לציין שבדרך כלל קרנות אלו לא מונעות לחלוטין את ההשפעות שפורטו לעיל, אלא רק מצמצמות אותן.
- יחד עם זאת, יש לציין כי אגף החשב הכללי במשרד האוצר, גורס כי עדיף ליעד את הכנסות המדינה מגז טבעי לצמצום יחס חוב-תוצר באמצעות הפחתת החוב הציבורי, ולא להקים כיום קרן עושר ריבונית, כל עוד יחס חוב-תוצר גבוה יחסית.¹⁴ כפי שצוין בסעיף 1.1 לעיל, קיימת גישה כי יש להעדיף את הקטנת יחס חוב-תוצר על-פני הקמת קרן עושר ריבונית, במצב בו התשואה מהקרן נמוכה משיעור הריבית אשר הממשלה משלמת בגין גיוס הון. בינואר 2012 הונפקו על-ידי הממשלה אג"ח בהיקף של 1.5 מיליארד דולר לטווח של כ-10.5 שנים בריבית של 4.1% ובינואר 2013 הונפקו אג"ח בהיקף של 10 מיליארד דולר ל-30 שנה בריבית של 3.2%-4.6% בהתאמה.¹⁵ כך, עלות הגיוס כיום של הממשלה נמוכה במקצת בהשוואה לתשואה אותה תניב הקרן. יחד עם זאת, כיום התשואות על אג"ח ממשלתיות של המדינות המפותחות הן ברמה נמוכה יחסית, וכך גם בישראל, וייתכן כי בשנים הקרובות התשואות יעלו וייווצר מצב בו התשואה של הקרן תהיה נמוכה משיעור הריבית אותו משלמת הממשלה עבור גיוס הון. בנוסף, יש לציין כי הקטנת יחס חוב-תוצר באמצעות ההכנסות מגז טבעי יכולה להביא לתוצאות של ייסוף המטבע ("המחלה ההולנדית"), וכי קרן עושר 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.

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

¹⁵ משרד האוצר, אגף החשב הכללי, [דו"ח החוב הממשלתי 2012](#), עמוד 37, 2013.



2.3. מיסוי כריית גז טבעי בישראל

בעקבות גילוי הגז הטבעי בסוף העשור הקודם ורמת מיסוי נמוכה יחסית על כריית אוצרות טבע, הוקמה הוועדה לבחינת המדיניות הפיסקאלית בנושא משאבי נפט וגז טבעי בישראל (להלן: וועדת ששינסקי) להסדרת המשטר הפיסקלי על הכנסות מאוצרות טבע. המלצות וועדת ששינסקי עוגנו בחוק **חוק מיסוי רווחי הנפט, התשע"א-2011**, כך שבישראל נהוגים ארבעה סוגי מיסים על כריית נפט וגז טבעי:

- **תמלוגים**: על בעל רישיון מוטלים תמלוגים מההכנסות מנפט ומגז טבעי, שהוא כורה 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, וכולל גם את יצרניות הגז הטבעי, במסגרת **פקודת מס הכנסה התשכ"א-1961**. שיעור המס יעמוד על 26.5% מינואר 2014 על רווחי החברות. ניתן לקזז הפסדים מפעילות כלכלית אחרת של החברה שאינה קשורה לבאר זאת או אחרת.
- **היטל על רווחי נפט (וגז)**: היטל חדש שנקבע בעקבות המלצות ועדת ששינסקי, במסגרת **חוק מיסוי רווחי נפט, התשע"א-2011**. ההיטל מוטל על רווחים מהבאר,¹⁶ לאחר הוצאות שוטפות ומע"מ, לפי סולם המתחשב ברווחיות של כל הפרויקט לאחר החזר הוצאות השקעה. הרווחים מהבאר יכללו מכירות בישראל

טבלה 4 – שיעור ההיטל על הרווחים מהבאר

היטל צפוי (26.5% מס חברות)	החזר על השקעה
0%	עד 50% רווח על השקעה
20% - 44.6%	בין 50% ל-130% רווח על השקעה
44.6%	מעל 130% רווח על השקעה

או לייצוא. ההיטל נקבע לפי **מקדם ההיטל היחסי**, שהוא היחס בין הרווחים המצטברים מהבאר לבין ההשקעה במציאת הבאר והקמתה. יש לציין כי ההיטל משתנה על-פי שינוי עתידי בשיעור מס חברות, כך העלאת מס חברות ל-26.5% בתחילת שנת 2014 תביא להפחתת ההיטל. בטבלה 4 מוצג שיעור ההיטל על הרווחים לפי שיעור מס חברות של

26.5%, גובה ההיטל על חברה שרווחיה המצטברים הם מעל 130% מההשקעה עומד על 44.6%.

- **אגרות**: מוטלות על בעל רישיון חיפוש וכרייה במסגרת **חוק הנפט, התשי"ב-1952**. ההכנסות מאגרות אלו נמוכות יחסית ומהוות מרכיב קטן, ובשל כך לא נעסוק בהן במסמך זה. יש לציין כי מעבר עתידי לשיטת חלוקת רשיונות חיפוש במכרז עשויה להגדיל משמעותית את ההכנסות ממקור זה.¹⁷

2.4. צפי הכנסות המדינה

הכנסות המדינה מהגז הטבעי תלויות בסך ההכנסות מכריית הגז הטבעי לאורך השנים. הערכת גודל ההכנסות תלויה במספר משתנים אשר קיימים קשיים מהותיים להעריכם:

מחיר הגז הטבעי: עלייה במחיר הגז הטבעי צפויה להביא לגידול בהכנסות המדינה, ולהיפך (בהינתן שכמות המכירה לא משתנה). במהלך שלושים השנים האחרונות מחירי הגז הטבעי עלו במוצע ב-1.8% בשנה.¹⁸ עם זאת, הצפי הוא לירידה במחירי הגז הטבעי בעתיד, בעקבות גידול ניכר בהיצע עקב פיתוחים טכנולוגיים המאפשרים

¹⁶ כלומר, לא ניתן לקזז הוצאות על חיפושי נפט או גז אחרים של החברה למעט הוצאות לחיפושים בתוך אותו שטח רישיון.

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

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



כריית גז טבעי באופן יעיל יותר. על פי הבנק העולמי, מחירי הגז הטבעי באירופה צפויים לרדת בכ-1.5% בשנה במוצע ב-25 השנים הקרובות (במונחים ריאליים).¹⁹

היקף כריית הגז הטבעי בפועל: היקף הגז הטבעי בישראל לכרייה אינו ודאי. התחזיות מדברות על היקף של כ-900 עד BCM 1,200 אך יש הטוענים שההיקף נמוך יותר. נכון לחודש מאי 2013 הרזרבות המוכחות והמשאבים התלויים עומדים על BCM 869.4.²⁰

התרת היצוא: כאמור בסעיף 2.1 לעיל, ב-23 ביוני 2013 החליטה הממשלה להבטיח BCM 540 לשימושים מקומיים ואת היתר לאפשר לייצא (בתלות בגודל השדות ובמשתנים נוספים). להחלטה על כמות היצוא האפשרית קיימת השפעה על היקף המכירות השנתי, ובעיקר על מועד יצירת הכנסות המדינה.

בטבלה 5 להלן מוצג תרחיש הכנסות המדינה לפי אומדן שהציג בנק ישראל בוועדת המדע והטכנולוגיה בישיבתה ב-3 ביוני 2013.

טבלה 5 – תרחיש הכנסות המדינה ממיסים 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%

מהאומדן בטבלה עולה כי סך הכנסות המדינה מגז טבעי נאמד בכ-458 מיליארדי ש"ח, הכנסות הקרן נאמדו בכ-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 ₪ במצטבר. יש לציין כי בנוסף להכנסות המדינה מהגז הטבעי, אשר חלקן יזרום ישירות לתקציב לדור הנוכחי וחלקן ינותב לקרן לדורות הבאים, קיים חיסכון שנתי המוערך בכ-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, האחד העברת סכום חלוקה למדינה והשני שימוש בנכסי הקרן באירועים חריגים. **העברת סכום חלוקה** – הקרן תעביר לתקציב המדינה לפי הנוסחה הבאה:²²

- בשנה הראשונה להקמתה (קרי, כאשר ההכנסה המצטברת מההיטל תעמוד על לפחות 2 מיליארד ₪) 3.5% מסך ההכנסות;
- בשנה השנייה ועד השנה העשירית 3.5% מסך הנכסים שניהלה הקרן נכון ל-31 בדצמבר של השנה הקודמת;

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

²⁰ יוסי וירצברגר, מנהל אוצרות טבע, משרד האנרגיה והמים, דוא"ל, 9 מאי 2013.

²¹ בנק ישראל, **מצגת לוועדת המדע והטכנולוגיה בכנסת, 3 ביוני 2013**. לפי שער של 3.63 ש"ח לדולר.

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



- בשנה האחת עשרה ואילך תעביר הקרן מכפלה של התשואה הנומינלית הממוצעת של השקעותיה בעשר השנים האחרונות בסך נכסי הקרן נכון ל-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, ובהנחה שהקרן לא תלווה למדינה בגין אירועים חריגים. בטבלה 6 להלן מוצגים שווי הקרן וסכום החלוקה ביחס לתוצר, המבוסס על אומדן המוצג בטבלה 5 לעיל.

טבלה 6 – אומדן הכנסות, צבירה וסכום חלוקה של הקרן (במיליארדי ש"ח, מחירי 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%

מהאומדן עולה כי בשנת השיא של פעילות הקרן (בסביבות 2037) שווי הקרן יעמוד על כ-261 מיליארדי ש"ח, המהווה כ-14.5% מהתוצר החזוי באותה שנה, וסכום החלוקה השנתי יעמוד על כ-9 מיליארדי ש"ח, המהווה כ-0.5% מהתוצר החזוי באותה שנה. לפי התרחיש, הכנסות הקרן מגו טבעי ייפסקו החל מ-2037, אך הקרן תמשיך להעביר סכומים ברמה שנתית ממוצעת של כ-9 מיליארד ש"ח. שווי הקרן, החל משנת 2037 ואילך יעמוד על כ-261 מיליארדי ש"ח ויישאר קבוע, בהנחה שהתשואה השנתית של הקרן בגין השקעותיה תהיה דומה לסכום החלוקה השנתי והקרן לא תלווה לממשלה. משקל שווי הקרן ומשקל סכום החלוקה בתוצר ירד משנת 2037 ואילך שכן הם יוותרו קבועים, בעוד התוצר צפוי להמשיך לצמוח. יחד עם זאת, במקרה בו יתגלו שדות גז טבעי או נפט נוספים בהיקף נרחב (ראו סעיף 2.1 לעיל לגבי הפוטנציאל באגן מזרח הים התיכון), צפויות הכנסות המדינה לעלות משמעותית.

העברת סכום החלוקה השנתי על-ידי הקרן, בהתאם להוראות מועצת הקרן (ראו סעיף 2.6 להלן) ולא יאוחר מ-1 במאי באותה שנה, תועבר לאוצר המדינה. פירות הקרן יוקצו למטרות חברתיות, כלכליות וחינוכיות. הוצאות הממשלה שימומנו מהכנסה זו, ייקבעו בחוק התקציב, **כהוצאה מותנית בהכנסה**. כלומר, השימוש בכספי הקרן ייקבע על-ידי הממשלה, בדומה ליתר סעיפי תקציב 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. על-כן, הכספים שיועברו מהקרן לא ישפיעו על מגבלת ההוצאה התקציבית. לפי הצעת התקציב לשנת 2013, ההוצאה נטו עומדת על 395 מיליארדי ש"ח, ההוצאה המותנית בהכנסה עומדת על כ-21.9 מיליארדי ש"ח וההוצאה ברוטו עומדת על כ-416.9 מיליארדי ש"ח, קרי 41.8% מהתוצר.²⁴ כלומר, בהנחה שמשקל ההוצאה ברוטו בתקציב יוותר דומה בשנת 2037, ההכנסות מהקרן בשנת השיא יהיו כ-1.2% מהתקציב ברוטו החזוי באותה שנה.

²³ בנק ישראל, **מצגת לוועדת המדע והטכנולוגיה בכנסת, 3 ביוני 2013**. עיבודי מרכז המחקר והמידע של הכנסת. הנחות: התוצר יגדל בקצב שנתי ממוצע של 2.8% בשנה; התשואה השנתית של הקרן בגין השקעותיה שווה לסכום החלוקה השנתי; הקרן לא תלווה למדינה בגין אירועים חריגים; מחירי 2013.

²⁴ להרחבה ראו: מרכז המחקר והמידע של הכנסת, **מונחון לביאור מושגי התקציב**, אליעזר שוורץ, יולי 2013.



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

יש לציין כי נכון לתחילת 2012 התשואה של אגרת-חוב מקומית של ממשלת ישראל ל-10 שנים עמדה על 4.55%, לעומת תשואה של 1.95% של ממשלת ארה"ב על אגרת-חובה דומה, קרי פער של 2.6 נקודות אחוז. בסוף שנת 2012 התשואה של אגרת-חוב מקומית של ממשלת ישראל ל-10 שנים עמדה על 4.0%, לעומת תשואה של 1.75% של ממשלת ארה"ב על אגרת-חוב דומה, קרי פער של 2.25 נקודות אחוז.²⁵ כלומר, שיעור הריבית על הלוואה המיוחדת של הקרן תחסוך לממשלה 0.75% עד 1.1% בעלויות גיוסי החוב שלה (לפי התשואות כיום). יש לציין כי בשנת 2002, שנת משבר פיננסי, פער הריביות היה גבוה משמעותית ועמד על כ-5%, כלומר 3.5 נקודות אחוז מעל לתוספת הקבועה בהצעת החוק. בהקשר זה ניתן לשאול באילו מקרים יוכרז על "אירוע חריג" – במקרה זו תילקח הלוואה בגין מדיניות ממשלתית שתביא להגדלת הגרעון, החוב הציבורי ובעקבות כך למשבר פיננסי, אזי עצם פתרון אפשרי 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 כרית הבטחון של לקיחת הלוואה במחיר נמוך מהקרן אינה עשויה לעודד מצב כזה.

ניתן לקבל הלוואה מהקרן בהינתן התנאים הבאים: הממשלה, לאחר התייעצות עם נגיד בנק ישראל, מכריזה על קיומו של אירוע חריג "בעל השפעה שלילית חריגה, במשכה או בעוצמתה, על כלכלת ישראל"; הממשלה מחליטה על לקיחת הלוואה מהקרן; שר האוצר, מגיש לכנסת בקשה מפורטת לרבות היקף הלוואה ותנאיה, לרבות שיעור הריבית כפי שצוין לעיל; אישור הכנסת ברוב של 65 חברי כנסת. בנוסף, הכנסת רשאית לאשר הקלה בהחזר הלוואה,²⁷ בתנאים דומים לקבלת הלוואה, ולאחר תשעה חודשים לפחות ממועד קבלתה.

2.6. מבנה הקרן

לפי הצעת החוק, ניהול ומבנה הקרן יכלול את המרכיבים הבאים:

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 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 דו"חות רבעוניים ושנתיים של הקרן ועוד. במליאה שבעה חברים: שר האוצר (עומד בראש המועצה), עובד משרד ראש הממשלה (שימונה על ידי ראש הממשלה), עובד משרד האוצר (שימנה שר האוצר), עובד בנק ישראל (שימנה נגיד בנק ישראל), שלושה נציגי ציבור (מינוי על פי המלצת ועדת האיתור).

ועדת ההשקעות: תפקידה הינם קביעת מדיניות השקעה מפורטת, קביעת מדיניות בטחונות מפורטת, הצעת רשימת מנהלי השקעות לאישור המליאה ופיקוח על פעולתה של יחידת הניהול. בוועדת ההשקעות חמישה חברים: אחד מהחברים מקרב הציבור של המליאה (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, למעט היו"ר, כפי שצוין לעיל.

²⁵ משרד האוצר – החשב הכללי, [דו"ח החוב הממשלתי 2012](#), עמוד 26, 2013.

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

²⁷ הקלה תכיל אחד או יותר מהבאים: שינוי תנאי הלוואה, לרבות שינוי תקופת החזר, שינוי בשיעור הריבית, קבלת פטור מהחזר ריבית או חלק ממנה וקבלת פטור מהחזר הקרן או חלק ממנה.

²⁸ מדד או תיק ייחוס: "מדד שישמש לבחינת ביצועי ההשקעה וסוגי הביטחונות הנדרשים". סעיף 1(15) בהצעת החוק.



ועדת איתור: תפקידה 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 וחבר מקרב הציבור.

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

מנהלי השקעות חיצוניים: נכסי הקרן ינוהלו בפועל על-ידי מנהל השקעות או לסירוגין על-ידי מספר 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 שניתן להעביר למנהל השקעות חיצוני.

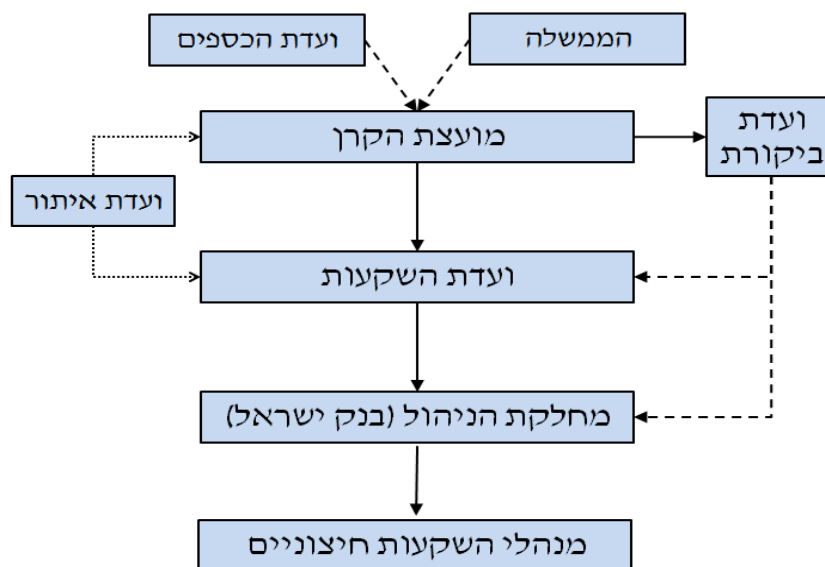
מימון הוצאות הקרן: תקציב הפעילות של הקרן (לרבות הוצאות חברים שאינם עובדי מדינה, רואה חשבון ומבקר פנימי) ימומן באמצעות סעיף מיוחד בתקציב המדינה, כפי שייקבע על-ידי שר האוצר. הוצאות מחלקת הניהול (לרבות שכר מנהל המחלקה ועובדיה) ימומנו במסגרת תקציב בנק ישראל.

ועדת הביקורת: תפקידה לפקח על תקינות פעילות הקרן ומוסדותיה, פיקוח על התאמת הפעילות של הקרן להחלטת המועצה, לעמוד על ליקויים ולהמליץ על דרכים לתיקונם, לאשר את רשימת מנהלי ההשקעות החיצוניים ולהגיש תכנית ביקורת. בוועדת הביקורת שלושה חברים: עובד משרד האוצר שהינו חבר במליאת הקרן ושני נציגי הציבור חברי המליאה שאינם יו"ר ועדת ההשקעות. בנוסף, 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 קיימת בנוסף ביקורת חיצונית על הקרן.

דיווח: מנהל מחלקת הניהול יגיש כחודש וחצי לאחר כל רבעון דוח כספי רבעוני למועצת הקרן, שיכלול 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 להלן מוצגת הירארכיית התפקידים בקרן.

תרשים 1 – מבנה ניהולי של הקרן²⁹



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



2.7. מדיניות ההשקעה

מדיניות ההשקעה של הקרן תיקבע על ידי מועצת הקרן החל ממועד הקמתה, כפי שהוזכר לעיל. על פי הצעת החוק מדיניות ההשקעה תעמוד בתבחינים הבאים:

- נכסי הקרן יושקעו בנכסים מחוץ למדינת ישראל ובמטבע חוץ בלבד.
- לא תבוצע עסקה אם בנק ישראל הינו 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 – גלובאלי (GPF)**, בעבר קרן הנפט הממשלתית; **קרן הפנסיה הממשלתית – נורבגיה (GPFN)**, בעבר: קרן תכנית הביטוח הלאומי. הקרן הרלוונטית לנושא הכנסות מנפט וגז טבעי היא הקרן הראשונה.

קרן הפנסיה הממשלתית – גלובאלי (GPF) נוסדה בשנת 1990 (בשנת 1996 הועברו לקרן הכספים הראשונים) לשם התמודדות עם השפעות הירידה הצפויה בהכנסות הנפט בעשורים הבאים (העברה בין-דורית) ועם הבעייתיות של התנודתיות הגבוהה במחירי הנפט.

נכון ל-30 במרס 2013 שווי הקרן עמד על כ-4.2 טריליון כתר נורבגי (כ-718 מיליארד דולרים אמריקאיים),³¹ שווי קרן עושר מהגבוהים בעולם. נכון לסוף חודש יוני 2011 כ-60.5% מנכסי הקרן היו 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

מטרת ניהול הקרן היא ליצור תמהיל השקעות מגוון שיניב את התשואה הגבוהה ביותר תחת המגבלות שנקבעו על ידי משרד האוצר הנורבגי. התשואה השנתית הנומינלית הממוצעת משנת 1998 עמדה על 4.9%, והריאלית על 2.9%. בתקופה זו הבנק המרכזי (Norges Bank) השיג תשואה הגבוהה בשיעור של 0.17% מהתשואה של תיק הייחוס אשר קבע משרד האוצר.

מקורות: תזרימים כספיים אל הקרן כוללים הכנסות המדינה מנפט (מיסים, רישיונות והריבית והדיבידנדים המשולמים על ידי חברת הנפט הלאומית Statoil), עסקאות פיננסיות הקשורות בנפט והתשואה של ההשקעות בקרן. הכנסות המדינה מנפט ומפעולות קשורות שלא נועדות לכיסוי הגירעון בתקציב השוטף מועברות לקרן. יש לציין שאין העברות הוניות בין קרן הנפט (GPF) לבין קרן הפנסיה הממשלתית (GPFN).

הוצאות: תזרימים כספיים מהקרן כוללים את הוצאות התפעול, ובעיקר את **ההוצאה הנדרשת לכיסוי הגירעון הנוצר בתקציב המדינה**, אשר לא קשור בהכנסות מנפט. קרן, 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 לצורך כיסוי הגירעון בתקציב ללא נפט. יש לציין כי בשנים

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.



האחרונות יש לנו רביגיה עוֹדף תקציבי גבוה ביחס לתוצר (כולל הכנסות מהנפט), כך בשנת 2011 עמד העוֹדף על 13.4% מהתוצר, בשנת 2012 על 13.9% מהתוצר ובשנת 2013 העוֹדף התקציבי נאמד בכ-12.3% מהתוצר.³³

מדיניות השקעה

הקרן משקיעה גלובאלית במספר רב של מכשירים פיננסיים במטרה להשיג גיוון ותשואות גבוהות בסיכון מתון, לרבות אחזקות במספר רב של חברות. תיק הייחוס של הקרן (strategic benchmark portfolio) מורכב מ-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 מגנה על הכלכלה המקומית מפני המרצת יתר וכן מפני התנודתיות המאפיינת את מחירי הנפט. נכון לראשית 2013, כ-81% מנכסי הקרן מושקעים באירופה ובצפון אמריקה, כ-11% באסיה ובאוקיאניה וכ-9% בשווקים מתעוררים.³⁵ בעתיד, משקל ההשקעה באירופה ובצפון אמריקה אמור לרדת לכ-73%. השקעות הקרן הן בעיקר בענפים הבאים: מגזר פיננסי (20%), מגזר ייצור (13%), סחורות (13%) ונפט וגז (12%).³⁶

ניהול ושווי הקרן

מבנה הקרן מאופיין **בהפרדה ברורה של האחריות בין הרשויות הפוליטיות לבין הניהול התפעולי**. משרד האוצר הוא הבעלים הרשמי של הקרן ומתווה עקרונות מנחים לניהולה, לרבות קווים מנחים אתיים. המשרד ניסח את מדיניות ההשקעה על-ידי קביעת תיק ייחוס (בנצימרק) וגבולות סיכון להשקעה. בתוך גבולות אלה ישנה האצלת סמכויות מלאה לניהול השוטף על-ידי הבנק הנורבגי לניהול השקעות (Norges Bank Investment Management), המהווה שלוחה של הבנק המרכזי. הבנק מנהל באופן פנימי את רוב נכסי הקרן, ומיעוטה (כ-12%) מנוהל על-ידי מנהלים חיצוניים, הממונים על ידי הבנק המרכזי. המנהלים החיצוניים מתמחים בעיקר בשווקים מתעוררים ספציפיים והמנדט שלהם מוגבל בהתאם. כבעלים הרשמי של נכסי הקרן, הבנק המרכזי אחראי על זכויות 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, וצפויה לסטות ממנו ביותר מ-1.5% רק אחת לשלוש שנים, וזאת בהתאם למודל סטטיסטי מבוסס תשואות היסטוריות.

ניהול הקרן מאופיין בדרגה גבוהה של שקיפות וחשיפה של מידע. שר האוצר מדווח לפרלמנט ולציבור על כל העניינים החשובים הקשורים לקרן. הבנק המרכזי מפרסם דוחות רבעוניים אודות ניהול הקרן וכן מפרסם דוח שנתי ודוח שנתי המכיל את כל השקעות הקרן.

עקרונות מנחים אתיים

משרד האוצר קבע עקרונות מנחים אתיים המבוססים על שני יסודות: הבטחה כי חלק סביר מהכנסות הנפט והגז הטבעי יועברו לדורות הבאים; אי יצירת השקעות היוצרות סיכון בלתי צפוי העלול לגרום למחדלים עתידיים של הקרן. כדי ליישם עקרונות מנחים אלה נקבע המנגנון הבא:

- השגת תשואות גבוהות בסיכון מתון;
- הקפדה על זכויות הבעלות הקשורות באחזקת המניות (נעשה כיום על ידי הבנק המרכזי);
- הוצאת חברות מסוימות מתיק ההשקעות (נקבע על-ידי משרד האוצר תוך הסתייעות במועצה לאתיות (Council on Ethics)). לדוגמא, חברות שנויות במחלוקת המעורבות בעסקאות ייצור נשק וטבק. לפי הקווים

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/יורו והנהנות מדירוג גבוה.

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



המנחים האתיים, הקרן לא תוכל להשקיע בחברות המעורבות באופן ישיר או עקיף בתרומה להרג, עינויים, שלילת חירות, או פגיעה אחרת בזכויות האדם באזורי סכסוך או במלחמות. אולם, הקרן כן רשאית להשקיע במספר חברות המייצרות נשק, כל עוד אלו לא מייצרות נשק כמו נשק אטומי.

השקעות הקרן נבדקות מעת לעת על-פי עקרונות אלו, ולעיתים הקרן מוכרת נכסים אשר אינם עולים בקנה אחד עם העקרונות שפורטו לעיל.

3.2. אוסטרליה: קרן העתיד³⁷

קרן העתיד או The Future Fund (להלן: הקרן) נוסדה על-פי חוק קרן העתיד משנת 2006 (להלן החוק). מטרת הקרן היא חיזוק מצבה הפיננסי של הממשלה האוסטרלית בטווח-ארוך, על-ידי עמידה בהתחייבויות לא ממומנות של הפנסיות הציבוריות. הקרן מקבלת הפרשות מעודפים תקציביים, חלקן נובעות ממכירת האחזקות הממשלתיות בחברת התקשורת טלסטרה. מימון הפנסיות הציבוריות נעשה על-ידי העברת התשואה על ההשקעה של הקרן. השקעות הקרן הן באחריות חבר הנאמנים, והניהול הוא על-ידי **סוכנות ניהול הקרן הנקראת FFMA** (Future Fund Management Agency). לפי החוק, **נאסר על משיכת כספים מהקרן עד לשנת 2020**, למעט כיסוי הוצאות תפעוליות, או עד שמאזן הקרן יעבור את הרף שהוגדר בחוק.

נכון לסוף מרס 2013 נאמדו נכסי קרן העתיד בכ-89.2 מיליארדי דולר אמריקאי. מאז ייסוד הקרן בשנת 2006 עומדת התשואה השנתית הממוצעת על 5.2%. רוב השקעות הקרן הן בארצות הברית (37%), ולאחריה באוסטרליה (30%), אירופה מלבד בריטניה (10%), בריטניה (6%), יפן (2%) ויתר העולם (12%).³⁸

בשנת 2008 הוחלט כי על הקמת **שלוש קרנות ייעודיות** (Nation-building Funds) בתחומים שונים, במסגרת חוק קרנות פיתוח האומה. התשלומים של כל קרן נקבעים על ידי הממשלה, תוך ייעוץ של המועצה המייעצת של כל קרן, ובהתאם לחקיקה. החל מה-1 בינואר 2009 חבר הנאמנים של קרן העתיד וסוכנות ניהול הקרן (FFMA) אחראיים גם על ניהול ההשקעות של נכסי שלוש קרנות הפיתוח:³⁹

- **קרן הבנייה האוסטרלית.** מטרת הקרן היא ליצור ולשפר **מיזמי תשתית בתחום התחבורה, תקשורת, אנרגיה ותשתית המים.** חבר הנאמנים של קרן העתיד אחראי על מדיניות ההשקעות של נכסי קרן הבנייה. נכון לסוף מרס 2013 עמד שווי הקרן על כ-5 מיליארדי דולר.
- **קרן ההשקעה בחינוך.** מטרת הקרן היא לממן השקעה **בתשתיות החינוך הגבוה, המחקר והחינוך המקצועי.** נכון לסוף מרס 2013 עמד שווי הקרן על כ-4.1 מיליארדי דולר.
- **קרן הבריאות ובתי החולים.** מטרת הקרן היא מימון השקעות **בתשתית הבריאות, בעיקר בבתי חולים ובציוד רפואי.** נכון לסוף מרס 2013 עמד שווי הקרן על כ-3.2 מיליארדי דולר.

הקרנות הייעודיות ממומנות התחייבויות של הממשלה בתחומים הנזכרים לעיל. ההעברות הכספיות מהקרנות נקבעות על-ידי הממשלה. לפי חוק קרנות פיתוח האומה, השרים הרלוונטיים לא יכולים לממש המלצות להשקעה בפרויקטים שונים, אלא אם כן המועצה המייעצת של כל קרן ייעצה לשר שהפרויקט עומד בתבחינים

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.



הרלוונטיים. חוקי התקציב מספקים לפרלמנט האוסטרלי כלים שבאמצעותן הוא יכול לבקר את הסכומים המרביים המועברים על-ידי הקרנות הייעודיות בכל שנה.

ניהול הקרן

כאמור לעיל, הקרן מבוקרת בידי חבר נאמנים עצמאי, האחראי על ניהול השקעות הקרן ואחראי בפני הממשלה האוסטרלית על השמירה ועל הביצועים של נכסי הקרן. סוכנות ניהול הקרן (FFMA) אחראית על גיבוש המלצות עבור חבר הנאמנים לגבי אסטרטגיות השקעה מתאימות ולגבי יישומן בפועל. התפקידים של חבר הנאמנים ושל סוכנות הניהול מעוגנים בחוק קרן העתיד. חבר הנאמנים מדווח בכל שנה לפרלמנט האוסטרלי על ביצועי הקרן, והקרן נתונה לבדיקה חשבונאית חיצונית המתבצעת בידי המועצה האוסטרלית הלאומית לחשבונאות. יעד התשואה הריאלית עומד על 4.5%-5.5% לשנה. הקרן חברה פעילה בפורום הבינלאומי של קרנות העושר הריבוניות (IFSWF) ומחויבת לעקרונות סנטיאגו (ראו סעיף 1.3 לעיל).

3.3. קנדה: קרן הנאמנות, החיסכון והעזבון של אלברטה⁴⁰

קרן הנאמנות, החיסכון והעזבון של אלברטה (Alberta Heritage Savings Trust Fund) (להלן: הקרן) נוסדה בשנת 1976 על-פי חוק קרן הנאמנות, החיסכון והעזבון, במטרה לשמור עבור הדורות הבאים חלק מההכנסות שמחוז אלברטה קיבל מכריית הנפט והגז הטבעי. בתחילה קיבלה הקרן 30% מהתמלוגים של המחוז מנפט וגז טבעי, ולאחר תקופה כלכלית קשה בתחילת שנות השמונים, ירד שיעור זה ל-15% וב-1987 התבטלו תמלוגים אלה כליל. כיום כל ההכנסות מהמשאבים מועברות ישירות לתקציב של מחוז אלברטה, ולא לקרן עצמה.⁴¹ לאחר שחיסלה את החוב המצטבר שלה, העבירה שוב ממשלת מחוז אלברטה בשנת 2005 כספים לקרן מהעודפים בתקציב (אשר נבעו מעלייה במחירי אוצרות הטבע).

ההשקעות של הקרן הן מגוונות ומצויות הן בקנדה והן מחוץ לה. נכון לשנת 2012 הקרן משקיעה במניות פרטיות וציבוריות, באג"ח, בנדל"ן, בקרנות גידור ובמיזמים נוספים (כמו תשתיות ויערות), במטרה ליצור הכנסות עבור המחוז.

הנכסים וההכנסות של הקרן מתואמים לאלו של המחוז. כל ההכנסה הנוצרת בקרן במהלך שנת התקציב, למעט סכומים הנשמרים בקרן לטובת הגנה מפני אינפלציה, מועברת לתקציב השוטף של המחוז, ומסייעת למימון תכניות ושירותי ממשלה לטובת המחוז, כמו בריאות וחינוך. העברות אלה מהקרן לתקציב המדינה שומרות על רמת מיסים נמוכה יחסית, ומסייעות לממשלת המחוז להוציא אל הפועל תכניות שבראש סדר העדיפויות שלה. ההכנסות מהקרן אינן מתווגות או מיוחסות לשום פרויקט ספציפי.

שר האוצר ונשיא מועצת המנהלים הפיננסית (Treasury Board) אחראים לניהול ולמדיניות השקעות הקרן והם נדרשים לדווח על ביצועי הקרן תוך 60 יום בסוף כל רבעון. שר האוצר אחראי לפרסם את הדוח השנתי של הקרן תוך 90 יום בסוף כל שנת תקציב. השר מכין את התכנית העסקית, המוגשת לאישור מועצת המנהלים והוועדה המתמדת (standing committee) של הקרן. תכנית עסקית תלת-שנתית של הקרן מפורסמת פעם בשנה, במקביל לפרסומו של תקציב המחוז וכחלק ממנו. בנוסף לאישור התכנית העסקית של הקרן, הוועדה המתמדת מבקרת את דוחותיה הרבעוניים, מפקחת על אופן עבודתה, מאשרת את הדוח השנתי ומקיימת ישיבות ציבוריות עם תושבי אלברטה בהן היא מוסרת לתושבים דין וחשבון אודות פעילויות הקרן ותוצאותיה הפיננסיות.

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



הכנסת

מרכז המחקר והמידע

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

הקרן חברה פעילה בפורום הבינלאומי של קרנות העושר הריבוניות (IFSWF) ומחויבת לעקרונות סנטיאגו כפי שפורטו בסעיף 1.3 לעיל.⁴²

מטרות, אסטרטגיות ומדידת ביצועים

מטרה ראשונה: השאת התשואות לטווח ארוך ברמת סיכון סבירה. שר האוצר מאשר את המדיניות להשגת מטרה זו, כפי שהיא מופיעה במדיניות ההשקעה ובקווים המנחים של הקרן. המדיניות שואפת לבזר את השקעות הקרן במניות, באג"ח ובנדל"ן. יעד התשואה הריאלי שנקבע לשנים 2012-2013 הוא 4.5%. בשנת 2011 עמד מדד המחירים לצרכן על 1.79% (במוצע לחמש שנים), כך שיעד התשואה המבוקשת עמד בשנה זו על 6.29%.⁴³

מטרה שנייה: וידוא שהקרן פועלת בתיאום עם המטרות הפיסקאליות של המחוז. הקרן מהווה את אחד הנכסים החשובים של מחוז אלברטה כמקור הכנסה. במטרה לוודא כי הקרן פועלת בתיאום עם מטרות המחוז, נלקחים בחשבון הסיכון והתשואה של תיק ההשקעות במשולב עם המסגרת הפיסקלית של המחוז, במטרה למזער את הסיכון, או להשיא את תשואת הקרן ברמות סיכון שקולות. מדיניות ההשקעה מושתתת על שני עקרונות: גיוון תיק ההשקעות על מנת לדלל את הסיכון הגלום בו, ותכנון ארוך-טווח על מנת להשיא את התשואות.

נכון לסוף חודש יוני 2012 עמד שווי הקרן על 15.9 מיליארד דולר. ברבעון הראשון של שנת 2012 עמדו הכנסות הקרן על 176 מיליון דולר ותשואת הקרן היתה שלילית (-0.2%), לעומת תשואת תיק הייחוס אשר עמדה על 1.1%.⁴⁴ הפסד ההשקעה נבע מהביצועים הכושלים של שוקי ההון באירופה, בין השאר בשל אי הוודאות השוררת ביבשת. למרות התשואות השליליות של השוק, ההשקעה בקרן היתה חיובית. הדבר נבע מדמי שכירות שנכנסו לקרן, ריביות ונכסים שנמכרו ברווח.

מאז שנת 1976 הקרן העבירה 33.4 מיליארד דולר למימון תכניות המצויות בראש סדר העדיפויות של מחוז אלברטה כגון בריאות, חינוך, תשתיות, צמצום החוב, הורדת מיסים ותוכניות חברתיות. כדי להשיג תשואות גבוהות וכדי לצמצם את הסיכון הטמון בהשקעותיה, הקרן משקיעה במגוון נכסים. תיק ההשקעות של הקרן הינו כדלהלן: 52.5% (8.4 מיליארדי דולר) מושקעים במניות (כולל בקנדה), 21.8% (3.4 מיליארדי דולר) מושקעים באג"ח ובשוק הכספים ו-25.7% (4.1 מיליארדי דולר) מושקעים בנכסים רגישי אינפלציה כמו נדל"ן, תשתיות, אג"ח צמודות מדד והשקעות אלטרנטיביות.⁴⁵ לעומת זאת, שיעורי האחזקות שהקרן שואפת להשיג בטווח הארוך עומדים על 50% במניות, 30% בנכסים רגישי אינפלציה והשקעות אלטרנטיביות ו-20% באג"ח.

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, Page 3.

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



נכון לסוף 2011 עמד שווי הקרן על 16.1 מיליארדי דולר, ההכנסה עמדה על 798 מיליוני דולר ומתוכה 344 מיליוני דולר הועברו לתקציב המחוז. התשואה השנתית של תיק ההשקעות של הקרן עמדה בשנת 2011 על 8.2%.⁴⁶ לסיכום, מדברים המתוארים לעיל ניתן להסיק כי הקרן במחוז אלברטה פועלת בעיקר למען הדור הנוכחי ולא למען הדורות הבאים או למניעת תופעות הכרוכות במחלה ההולנדית.

3.4. ניו זילנד: קרן הפרישה לגמלאות של ניו-זילנד⁴⁷

קרן הפרישה לגמלאות של ניו-זילנד (New Zealand Superannuation Fund) (להלן: הקרן) היא קרן עושר לאומית שמטרתה לממן חלקית את העלויות העתידיות של תוכנית הפרישה לגמלאות של תושבי ניו זילנד בגיל 65, עלויות אשר צפויות לגדול בעקבות הזדקנות האוכלוסייה במדינה. הקרן נוסדה בשנת 2003 על פי חוק הפרישה לגמלאות (the New Zealand Superannuation and Retirement Income Act) משנת 2001. נכון לאוקטובר 2012 ממשלת ניו זילנד העבירה לקרן 14.88 מיליארד דולר.⁴⁸ הקרן החלה להשקיע בספטמבר 2003 ונכון ל-30 בנובמבר 2012 ערכה נאמד בכ-20.45 מיליארד דולרים ניו-זילנדיים,⁴⁹ מתוכם כ-3.5 מיליארד דולרים ניו-זילנדיים מושקעים במדינה. התשואה על ההשקעות מאז הקמת הקרן עומדת על 7.72% (זאת לעומת ריבית חסרת סיכון של 5.1%).⁵⁰ שלא כמו קרנות עושר ריבוניות אחרות אשר נוסדו בשנים האחרונות, מקורות ההון של הקרן אינם סחורות. בשנת 2009 הממשלה הלאומית השעתה כל תשלום לקרן, אולם אלה אמורים להתחדש בשנים 2016-2017.

מטרות ויעדים

מטרת הקרן הינה הפחתת נטל המס מהדורות הבאים בגין מימון תוכנית הפרישה לגמלאות, המוקנית על ידי הממשלה לכל אזרח שהגיע לגיל פרישה והזכאי לתוכנית זו. בשל הזדקנות האוכלוסייה, צפוי כי עלות תוכנית הפרישה לגמלאות תוכפל במהלך 50 השנים הבאות. הקרן נמצאת בבעלות הממשלה, והיא משקיעה את העברות הכספיים של הממשלה. החל משנת 2031 הממשלות תמשוכנה כספים מהקרן כדי להתמודד עם העלויות של תוכנית הפרישה לגמלאות של תושבי המדינה. הקרן נוסדה כדי להשיא את התשואות ברמת סיכון סבירה, על מנת להפחית את נטל המס העתידי של תושבי המדינה.

על פי חוק הפרישה לגמלאות משנת 2001, נוסדו הן קרן הפרישה לגמלאות והן נאמני תוכנית הפרישה לגמלאות (the Guardians of New Zealand Superannuation), המהווה יחידה נפרדת מהממשלה. כל ההחלטות הקשורות לפעילות הנאמנים מתקבלות במועצת המנהלים עצמאית אשר חבריה מתמנים על-ידי הנגיד הכללי בניו-זילנד (נציג מלכת בריטניה), בהמלצת שר האוצר. מטרת הנאמנים היא ניהול הקרן ופיקוח עליה, הם חייבים במתן דין וחשבון לממשלה ומבוקרים על-ידי מועצת מנהלים המתמנה על-ידי שר האוצר.

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, דוא"ל, 21 במרס 2011

מוריס דורפמן, המועצה הלאומית לכלכלה, משרד ראש הממשלה, סקירה של קרנות עושר ממלכתיות משמעותיות בעולם, דוא"ל, 12 בנובמבר 2012.

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

⁴⁹ השווים לכ-16.8 מיליארדי דולרים אמריקאיים, לפי שער יציג דולר ניו-זילנדי / דולר אמריקאי של 0.820134, נכון ל-30 בנובמבר 2012. [אתר XE - שערי המרה באינטרנט](#).

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



מקורות

מקורות המימון של הקרן הם, כאמור לעיל, העברות כספיות של ממשלת ניו זילנד, תמלוגים מנפט ומגז אינס מהווים מקור מימון. העברות הממשלה לקרן נעשות מתוך הכנסות הממשלה ממיסים. כיום הממשלה השעתה את תרומותיה לקרן (אולם, כאמור לעיל, אמורה לחדשן בשנים 2016-2017).⁵¹

הוצאות

עד שנת 2031 לא יימשכו כספים מהקרן. כאמור לעיל, החל משנה זו, הממשלה תמשוך כספים מהקרן לשם תשלום התחייבויות הפנסיה.

מדיניות ההשקעה

ייפוי הכוח (המנדט) של הקרן הוא להשקיע על בסיס מסחרי, זהיר ועקבי עם ניהול יעיל של תיק ההשקעות, כזה המשיא את התשואה בסיכון לא מופרז ושנמנע מפגיעה במוניטין הבינלאומי של תושבי המדינה. הדבר מתבטא בתהליך השקעה תלת שלבי התואם, על פי משגיחי הקרן, למנדט של הקרן וליישום מטרותיה: קביעת תוכנית לתמהיל שוק אופטימלי, כלומר "תיק ייחוס"; זיהויו של תיק השקעות "פסיבי" מקביל, אך בעל עלויות נמוכות, עבור הקרן; הוספת ערך לתיק ה"פאסיבי" באמצעות ניהול אקטיבי של תיק ההשקעות. ניהול אקטיבי משמעו השקעה בשווקים פרטיים ובשוקי הון ציבוריים על ידי מדיניות השקעות אחראית.

רוב נכסי הקרן מושקעים במניות גלובאליות (60%) וה-40% הנותרים מתחלקים בין מספר תחומי השקעה לרבות תעשייה (9%), אג"ח (7%) ותחומים נוספים.⁵² רוב נכסי הקרן של ניו זילנד מושקעים בצפון-אמריקה (35.5%), 22.9% מושקעים בניו-זילנד עצמה, 22.7% מושקעים באירופה, 8.4% מושקעים באוסטרליה, 5.4% מושקעים באסיה (למעט יפן) ו-3% מושקעים ביפן.⁵³

דיווח ושקיפות

המגיינים שומרים על שקיפות. מדי חודש הם מפרסמים דיווחי ביצוע לגבי פעילותם (כולל תיק הנכסים והתשואה של הקרן), וכן מפרסמים הצהרת כוונות שנתית אודות יעדיהם הארגוניים, כולל ציפיות לגבי הביצועים בשלוש השנים הקרובות; מדיניות ההשקעות של הקרן; סטנדרטים ופרוצדורות. מדי שנה, ביצועי הקרן נבחנים לעומת אלו שהוגשו בהצהרת הכוונות בתחילת השנה. הקרן היא בבעלות הכתר המלכותי וממומנת על ידי תרומות ממשלתיות.⁵⁴

3.5. סינגפור: תאגיד ההשקעות של ממשלת סינגפור⁵⁵

בשנות ה-70 של המאה הקודמת סינגפור היתה בעלת שיעור חיסכון לאומי גבוה, ויתרות המט"ח שלה גדלו במהירות. ממשלת סינגפור החליטה שעדיף להשקיע את יתרות המט"ח בנכסים לטווח-ארוך ובעלי תשואה גבוהה, בניהול תאגיד ההשקעות הממשלתי (Government of Singapore Investment Corporation- GIC) (להלן: הקרן). פעילות התאגיד מהווה כיום את קרן העושר הלאומית השלישית בגודלה בעולם, עם נכסים בשווי של מעל

⁵¹ מר פול גרגורי, קרן הפרישה לגמלאות של ניו-זילנד, דוא"ל, 21 במרס 2011.

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

⁵³ שם, עמוד 23. לא כולל השקעה במזומנים ובמכשירים פיננסיים לגידור מט"ח, כגון: חוזי פרוורד על מט"ח וחוזי SWAP.

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

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](#); [IFSFW – 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, עמוד 7: סינגפור. דוא"ל, 12 בנובמבר 2012



300 מיליארד דולר. בקרן מועסקים למעלה מאלף עובדים בשמונה משרדים ברחבי העולם והיא משקיעה בלמעלה מ-40 שווקים.

הקרן נוסדה במאי 1981 ומשקיעה את רזרבות המט"ח 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 וחיבת להגיש דיווחים פיננסיים ותקציביים לנשיא המדינה. הקרן מבוקרת על ידי מבקר החשבונות הראשי (החשב הכללי) במדינה.

הקרן משקיעה במניות, באג"ח או במכשירים אחרים המניבים הכנסה קבועה, במט"ח, בסחורות, בקרנות השקעה פרטיות, במכשירים פיננסיים, בנדל"ן, בהשקעות מיוחדות, בקרנות הון-סיכון, בקרנות גידור ובמזומן. הקרן היא אחת ממספר חברות המדורגות בדירוג אשראי גבוה של AAA על-ידי חברות דירוג האשראי הבין-לאומיות. תיק ההשקעות של הקרן מנוהל בידי שלוש חברות הבת שלה: קרן ניהול הנכסים (שווקים ציבוריים), קרן הנדל"ן וקרן ההשקעות המיוחדות (השקעות הון פרטי).

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

התשואה של הקרן מהווה **תוספת לתקציב השנתי של הממשלה בעיקר בתחומים כגון: 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 שייכת לפורום הבינלאומי של קרנות העושר הריבוניות (IFSWF), ומפרסמת כיצד היא מאמצת ומיישמת את כללי סנטיאגו (ראו סעיף 1.3 לעיל).⁵⁹

מדיניות ההשקעות

באופן כללי, הקרן שומרת על השקעות ברמת סיכון נמוכה. אולם, במהלך משבר הסאב-פריים שהתרחש בשנים 2007-2010 חלק מהשקעותיה היו שנויות במחלוקת. בשנת 2006, בשיא בועת הנדל"ן בארה"ב, הקרן השקיעה 200 מיליוני דולרים אמריקאיים ברכישות בקומפלקס הבניינים גדול ביותר במנהטן.⁶⁰ אולם, הנהלת הקומפלקס מחקה את ההשקעה. בסוף 2007, במהלך השלב הראשון של המשבר, הקרן השקיעה 11 מיליארד פרנקים שווייצריים⁶¹ תמורת 7.9% בבנק השווייצרי UBS. ההלוואות הומרו להון (equity) ב-2010, מהלך שהיה כרוך בהפסד ערך של כ-70% מההשקעה.⁶² אולם, מאז המשבר העולמי תיק ההשקעות של הקרן התאושש לחלוטין וחזר לערכו שלפני המשבר הכלכלי העולמי.⁶³

⁵⁶ הקרן מוגדרת כחברה "מסדר חמישי" ("Fifth Schedule company"), המתייחס לחברות 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.

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.



נכון למרס 2012 הקרן משקיעה 42% מהתיק בצפון ובדרום אמריקה, 26% באירופה, 29% באסיה ו-3% באוסטרליה-אסיה.⁶⁴ תמהיל הנכסים של הקרן של סינגפור, נכון ל-31 במרס 2012 הינו 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 הקרן פרסמה לראשונה דוח הכולל מידע על תשואותיה ב-20 השנים האחרונות וכן מידע על האופן בו היא מנהלת, נשלטת וכיצד היא משקיעה את רזרבות המט"ח של ממשלת סינגפור. טווח ההשקעה של הקרן מוגדר כ-20 שנה. הקרן לא מפרסמת את מספר הקרנות שהיא מנהלת וכן את הרווח או ההפסד השנתי שלה. גילוי של הסכום המדויק יחשוף את גודל רזרבות המט"ח של סינגפור ועשוי להקל על ספקולנטים לתקוף את מטבע הדולר הסינגפורי במהלך תקופות פגיעות.⁶⁶

בסוף מרס 2012 הקרן פרסמה את התשואות הנומינליות ל-5, ל-10 ול-20 שנים על מנת לספק תחושה על ביצועי ההשקעות בטווח-בינוני, למרות שהקרן שמה דגש על ההשקעות לטווח-ארוך. התשואה השנתית ל-5 שנים במונחי דולרים אמריקאיים עמדה על 3.4% ללא עמלות, בסטיית תקן⁶⁷ של 12.9%. התשואה השנתית ל-10 שנים עמדה על 7.6%, בסטיית תקן של 10.4%. **התשואה השנתית ל-20 שנים עמדה על 6.8%, בסטיית תקן של 9.9%**. זאת בהשוואה לשני תיקי ייחוס בהם התשואה השנתית ל-20 שנה עמדה על 7.4% ו-7.5% עם סטיית תקן של 10.2% ו-11.5%, בהתאמה.⁶⁸

דיווח ובקרה

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

3.6. רוסיה: הקרן השמורה וקרן הרווחה הלאומית⁶⁹

קרן הייצוב (Stabilization Fund) נוסדה בינואר 2004. ב-30 בינואר 2008 התפצלה קרן הייצוב לשתי קרנות: הקרן השמורה (Reserve Fund) וקרן הרווחה (National Welfare Fund). הקרנות נוסדו על בסיס תיקונים שנעשו בקוד התקציב, החוק הפדראלי של הפדרציה הרוסית, בשנת 2007. ההעברות הראשונות מקרן הייצוב לשתי הקרנות החלו בסוף ינואר 2008.

מטרות הקרן השמורה הן מימון הוצאות התקציב הפדראלי כך שהמאזן הפיסקלי ייוותר יציב, גם כאשר ההכנסות מנפט וגז טבעי פוחתות, ותשלום חובות חיצוניים של הממשלה. **מטרות קרן הרווחה** הן השתתפות

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

⁶⁵ שם, עמוד 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 נבחנים התשואה על ההשקעה וסטיית התקן של ההשקעה (שורש מנעד התשואות) המבטא 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.



במימון חסכוניות הפנסיה של תושבי המדינה ושמירה על איזון תקציבי בקרן הפנסיה של הפדרציה הרוסית. הקרן יכולה להלוות כספים לבנקים הרוסיים. לא ניתן להשתמש בנכסי קרן הרווחה למטרות אחרות.

הקרן השמורה מנהלת את העתודות הרשמיות ומושקעת מחוץ למדינה בניירות ערך בעלי תשואה נמוכה, ונעשה בה שימוש כשההכנסות מנפט ומגז טבעי יורדות. קרן הרווחה הפכה להיות **קרן העושר הרשמית** ומשקיעה במכשירים פיננסיים מסוכנים יותר, המניבים תשואה גבוהה יותר. לקרן השמורה הועברו כ-137.1 מיליארד דולר, ולקרן הרווחה הועברו כ-88 מיליארדי דולר. הקרנות מנוהלות בידי משרד האוצר. קרן הרווחה מקבלת כספים הנובעים מהתשואות על ההשקעות, או כספים עודפים אחרים שמייצרת הקרן השמורה. **הקרן השמורה מוגבלת בהכנסות נכנסות אליה עד לשיעור של 10% מהתוצר בשנה התקציב, ומעבר לשיעור זה, הכספים מנותבים לקרן הרווחה (ראו בהמשך).**

נכון לנובמבר 2012 עומד שווי הקרן השמורה על 61.3 מיליארדי דולר ושווי קרן הרווחה על 87.2 מיליארדי דולר, סך שווי שתי הקרנות עומד על כ-148.5 מיליארדי דולר.

הצטברות הכנסות

ההכנסות התקציביות ממיסוי על ייצור נפט, גז טבעי ומוצרי נפט וממיסוי על יצוא 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 בשיעורים הבאים מהתוצר: 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 לעיל, אם גם לאחר שהגיעו לשיעור זה, עדיין ממשיכות לזרום הכנסות מנפט ומגז טבעי, הרי שהן מנותבות לקרן הרווחה.

מבנה שלטוני

כאמור לעיל, משרד האוצר מנהל את שתי הקרנות. כמה מהפונקציות של ניהול הנכסים של הקרן השמורה יכולות לעבור לבנק המרכזי הרוסי (Bank of Russia), בהסכמת משרד האוצר. לגבי קרן 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 במט"ח 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 במט"ח בבנק המרכזי. כיום נכסי הקרן השמורה מושקעים בתוכנית השנייה (ראו להלן מדיניות ההשקעה).

משרד האוצר מפרסם בתקשורת דוח חודשי על היתרות הצבורות בקרן השמורה, הוצאותיה ומאזנה. המשרד מדווח לממשלה ולשני הבתים של הפרלמנט הרוסי (הדומָה ומועצת הפדרציה) בכל רבעון ופעם בשנה על הצבירה, ההשקעות וההוצאות שנעשו בהון של הקרן השמורה.

מדיניות ההשקעה

מטרת ההשקעה הראשונית של שתי הקרנות הינה להבטיח את בטחון הנכסים שהן מנהלות ולהשיג רמה יציבה של תשואה בראייה לטווח הארוך. **הקרן השמורה** משקיעה את נכסיה במט"ח ובנכסים המנוהלים במט"ח: אגרות-חוב המונפקות על ידי ממשלות זרות; אגרות-חוב המונפקות על-ידי סוכנויות ממשלתיות זרות ועל-ידי בנקים מרכזיים; אגרות-חוב של מוסדות פיננסיים בינלאומיים; פיקדונות בבנקים זרים ובמוסדות אשראי; פיקדונות ויתרות חשבון בבנק המרכזי של רוסיה. נכסי **קרן הרווחה** מושקעים במכשירים פיננסיים בהם משקיעה הקרן השמורה וכן באג"ח פרטיות; מניות בקרנות השקעה; פיקדונות בבנקים, מוסדות אשראי והבנק לפיתוח ולעניינים כלכליים זרים (Vnesheconombank).



הכנסת

מרכז המחקר והמידע

תמהיל המט"ח בשתי הקרנות נותר כפי שהיה בקרן הייצוב: 45% בדולרים אמריקאיים, 45% באירו ו-10% בליש"ט. אסטרטגיית ההשקעה בנכסים של הקרן השמורה הינה לפי התמהיל הבא: 95% מושקעים באגרות-חוב זרות המונפקות בידי ממשלות זרות ו-5% מושקעים באגרות-חוב זרות של מוסדות פיננסיים בינלאומיים. אסטרטגיית ההשקעה בנכסים של קרן הרווחה הינה לפי התמהיל הבא: במט"ח מושקעים 100% מהנכסים באגרות-חוב זרות המונפקות בידי ממשלות זרות; ברובלים מושקעים 100% מהנכסים בבנק לפיתוח ולעניינים כלכליים זרים (Vnesheconombank).

המנפיק של אגרות-החוב הזרות צריך להיות בעל דירוג אשראי לטווח-ארוך ברמה לא פחותה מ-AA. אופק ההשקעה מוגבל לאגרות-חוב שטוח פירעון המזערי עומד על 3 חודשים וטוח פירעון המרבי עומד על 3 שנים לני"ע הנקובים בדולרים, ו-5 שנים לני"ע הנקובים בליש"ט.

3.7. מקסיקו: קרן ייצוב ההכנסות מנפט⁷⁰

מטרות ויעדים

קרן ייצוב ההכנסות מנפט (Oil Revenues Stabilization Fund) (להלן: קרן הייצוב) נוסדה בשנת 2000 בתגובה לירידה במחיר הנפט שהובילה לקיצוצים לא מתוכננים בתקציב בסוף שנות התשעים של המאה ה-20. מטרת הקרן הן צמצום ההשפעות הכלכליות של שינויים ברמת ההכנסות מנפט, הנגרמים כתוצאה משינויים פתאומיים במחירי הנפט העולמיים, ומיתון ההשפעות של הירידה בהכנסות מנפט על הכלכלה הלאומית, תוך מתן אפשרות למייצבים פיסקליים אוטומטיים לעבוד (גידול בגרעון במקרה של ירידה בהכנסות המדינה בעת מיתון יתמרץ את הכלכלה) ולשם שמירה על כלל איזון תקציבי. יש לציין כי התלות של הכלכלה המקסיקנית בהכנסות מתעשיית הנפט הינה גבוהה יחסית.

הקרן נועדה להחליק תנודתיות בהכנסות מנפט בשנת תקציב. כך, אם הכנסות ממיסוי מאוצרות טבע נמוכות מאלו שנחזו בתקציב המאושר לשנת תקציב - כתוצאה מזעזוע שעברה הכלכלה המקומית, ירידה של מחירי נפט או כתוצאה משינויים בשער החליפין - הרי שניתן לעשות שימוש בחלק ממקורות הקרן לשם פיצוי הירידה בהכנסות, וכך לאפשר להוצאות להיוותר ברמתן המקורית. הקרן משמשת מכשיר אשר נועד להבטיח שימוש בהוצאה התקציבית כפי שתוכנן מלכתחילה.

הקרן נוסדה בעיקר למטרות ייצוב, קרי, איזון תקציבי ולא לשם העברה בין-דורית של הכנסות ושל חסכונות. ערך הקרן נאמד בשנת 2008 בכ-6.2 מיליארד דולר ובסוף יוני 2009 בכ-6.9 מיליארד דולר.⁷¹ קיימת אפשרות להשתמש בעד 50% מהסכום שנצבר בקרן בסוף שנת התקציב הקודמת.

מקורות הקרן

לקרן מקורות הכנסה שונים, לרבות: תמלוגים המשולמים על פי חוק על-ידי חברת הנפט הממשלתית PEMEX, מיסוי ממשלתי על הכנסות עודפות משוק הנפט (שיעור מיסוי גבוה יותר כאשר מחיר הנפט גבוה ממחיר הסמן שנקבע בתקציב), והחזרים ממכשירים פיננסיים שנרכשו לגידור⁷² תנודתיות במחירי הנפט.⁷³

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.

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



דיווח ושקיפות

הקרן מפרסמת לציבור דוחות רבעוניים אודות המאזן שלה, הכנסותיה והוצאותיה, מידע הזמין גם באתר האינטרנט של משרד האוצר.⁷⁴ הקרן מפרסמת גם את כללי התפעול שלה באתר אינטרנט.⁷⁵ תפעול הקרן והקצאת משאביה מבוקרים על ידי מבקר החשבונות הראשי (Superior Auditor) של הפדרציה המקסיקנית, ודוחות נשלחים לקונגרס על בסיס רבעוני. מקסיקו היא אחת ממדינות הפורום הבינלאומי של קרנות העושר הריבוניות (IFSWF). בספטמבר 2012 התקיימה בעיר מקסיקו סיטי הוועידה השנתית הרביעית של הפורום.

מדיניות השקעה

מדיניות ההשקעה של קרן הייצוב מעוצבת בידי המועצה הטכנית (Technical Committee), הדורשת רמה נאותה של נזילות הנדרשת למימוש מטרות הקרן, וכן דורשת תשואה סבירה ברמת סיכון נמוך. המועצה הטכנית מורכבת מנציגים של משרד האוצר ואחראית על המבנה הניהולי של הקרן. אחריותה כוללת, בין השאר, את הסמכויות הבאות: אישור כמות המשאבים הכספיים הנמשכים מהקרן כדי לפצות על ירידה בהכנסות המיסוי משוק הנפט. משיכות אלה מהקרן צריכות לעמוד בדרישות הקווים המנחים של התקציב הפדראלי ושל חוק האחריות הפיסקאלית (Fiscal Responsibility Rule); אישור רכישתם של מכשירים פיננסיים לשם גידור סיכונים במחיר הנפט.

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

3.8. אזרבייג'ן: קרן הנפט הממשלתית של אזרבייג'ן⁷⁷

קרן הנפט הממשלתית של אזרבייג'ן (State Oil Fund of the Republic of Azerbaijan - SOFAZ) (להלן: הקרן) נוסדה על פי צו של נשיא הרפובליקה ב-29 בדצמבר 1999. הרעיון בהקמת הקרן הוא הבטחת העברה בין-דורית של ההכנסות מנפט, תוך שמירה על עושרה של המדינה מנפט ושמירה על יציבות מאקרו-כלכלית. הקרן נוסדה כיישות נוספת לתקציב, כזו הצוברת ומנהלת את הכנסות המדינה מנפט ומגו טבעי. נכון לסוף יוני 2013 עמד שווי הקרן על כ-35 מיליארד דולר.⁷⁸

מטרות ויעדים

הקרן נוסדה כארגון ייעודי ממשלתי בו נצברות, מנוהלות ונשמרות הכנסות המדינה מנפט ומגו טבעי עבור הדור הנוכחי ועבור הדורות הבאים. הקרן נועדה לנהל ביעילות את הכנסות המדינה מנפט ומגו, כמו גם להשקיע בפיתוח של מיזמים כלכליים-חברתיים חשובים. היעדים העיקריים של הקרן הינם: שימור היציבות הכלכלית, הבטחת משמעת מס פיסקאלית, צמצום התלות בהכנסות מנפט ועידוד הפיתוח של מגזרי הכלכלה מלבד מגזר

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.



הכנסת

מרכז המחקר והמידע

הנפט; ביצוע העברה בין-דורית של ההכנסות מנפט, תוך שמירה על הכנסות אלה למען הדורות הבאים; ייסוד פרויקטים לאומיים וסוציו-אקונומיים חשובים; שימורה של יציבות מאקרו-כלכלית ומניעת השפעות שליליות על הכלכלה באמצעות צבירתן של ההכנסות מנפט.

ניהול

פעילויות הקרן מבוקרות על-ידי דירקטוריון מפקח בראשותו של ראש הממשלה. הדירקטוריון מבקר את הדוחות של הקרן לגבי התקציב השנתי, כפי שהם מוכנים על ידי מנכ"ל הקרן, כמו גם את הדוחות השנתיים והצהרות פיננסיות, בנוסף לחוות דעת של מבקר החשבונות. שבעת חברי הדירקטוריון ממונים על-ידי נשיא המדינה ומייצגים הן גופים ממשלתיים (הפרלמנט, הממשלה) והן את החברה האזרחית (נציגי האקדמיה). הדירקטוריון מייצג את הקרן, מנהל את פעילויותיה, ממנה ומדיח עובדים בהתאם לחקיקה, ומאשר את הניהול ואת מדיניות ההשקעות של נכסי הקרן בהתאם לקווים המנחים שאושרו על-ידי נשיא הרפובליקה.

ביצוע תקציב הקרן מתקיים על בסיס ההערות של הדירקטוריון המפקח ועם אישורו של נשיא המדינה, על-פי הצווים שהוא מנפיק בנדון. נכסי הקרן מנוהלים על-פי הקווים המנחים של השקעות הקרן, המאושרים בצו הנשיאותי מספר 511 מיום ה-19 ביוני 2001. מנכ"ל הקרן אחראי על הניהול הכולל של הקרן.

לקרן מבנה שליטה תלת-שכבתי, כאשר נשיא המדינה מהווה את הסמכות השלטת והדיווחית העליונה עבור הקרן. השקעות הקרן צריכות להיות מתואמות עם הקווים המנחים להשקעה ועם מדיניות ההשקעה המאושרים על ידי נשיא המדינה.

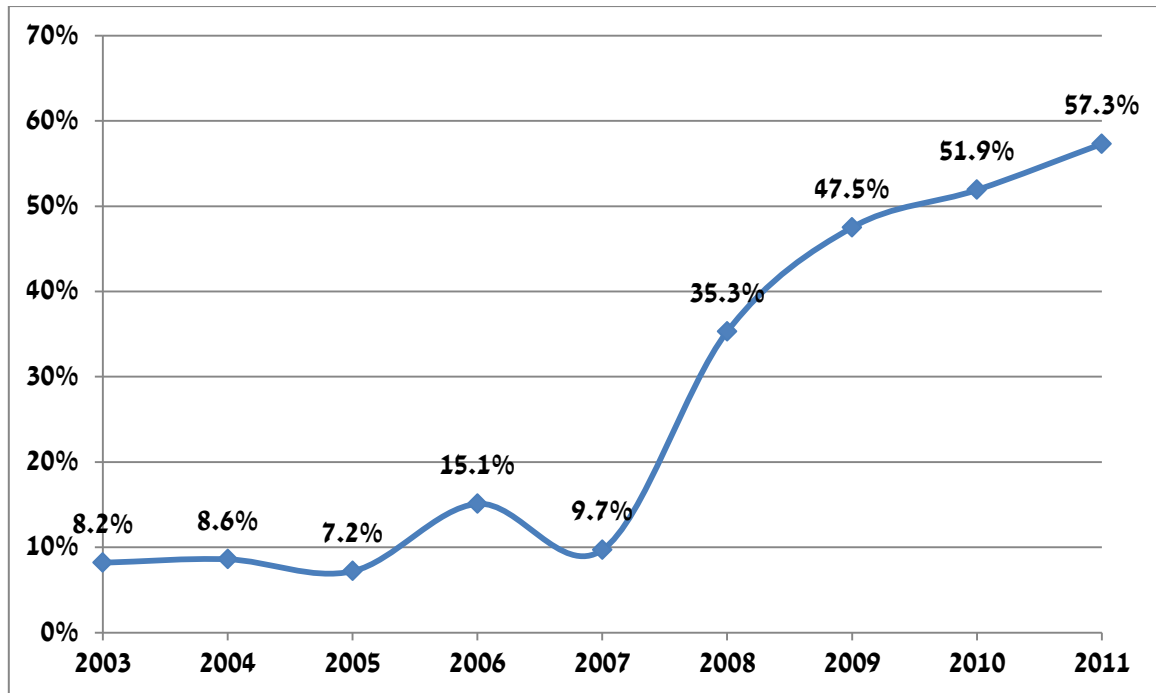
מקורות ההכנסה של הקרן

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 העברה של נפט וגז טבעי בשטחי הטריטוריה האזרחית; הכנסות הנוצרות מניהול נכסי הקרן ותשואה על ההשקעות והכנסות אחרות בהתאם לחקיקה. בחודש ספטמבר 2004 הנפיק הנשיא צו נשיאותי לניהול הכנסות הנפט והגז לטווח-ארוך, לשם הגברת יעילות הניצול של ההכנסות מנפט ומגז.

הוצאות הקרן

נכסי הקרן נועדו לפתור בעיות מרכזיות הנוגעות לאומה האזרחית וליצירת תשתית אסטרטגית החשובה להתקדמות הכלכלית-חברתית במדינה. **העברות לתקציב המדינה מהוות רכיב מהותי בהוצאות הקרן, כמו גם מימון פרויקטים כלכליים-חברתיים חשובים מבחינה אסטרטגית.** חלק קטן מנכסי הקרן משמש לכיסוי ההוצאות התפעוליות. כל הוצאות הקרן (כמו גם הכנסותיה), למעט הוצאות התפעול, מאוגדות כחלק מהתקציב הממשלתי, המוגש לאישור הפרלמנט. מכאן, שהקרן יכולה לממש רק את ההוצאות הכלולות בתקציב שלה. ביצוע זה של כל ההוצאות, למעט ההוצאות התפעוליות והניהוליות, מיושם על ידי משרד האוצר. תרשים 2 להלן מציג את העברות הקרן לתקציב המדינה כאחוז מהתקציב בעשור האחרון.





מהנתונים בתרשים עולה כי שיעור ההעברות מקרן הנפט הממשלתית לתקציב הממשלתי עלה בכ-49.1 נקודות אחוז בין השנים 2003 ו-2011: מכ-8.2% בשנת 2003 לכ-57.3% בשנת 2011.

הקרן מימנה לאורך השנים פרויקטים ברמה הלאומית, לרבות תשתיות (כמו פרויקט צינור הנפט באקו-טיביליסי-צ'ייהאן) ומימון פתרונות בעיות חברתיות (כמו בניית בתים ושיפור התנאים הכלכליים-חברתיים של הפליטים שאולצו לעזוב את אדמתם כתוצאה מהקונפליקט הארמני-אזרי).

שקיפות ודיווח

קיימת ביקורת חשבונית על הפעילויות הפיננסיות של הקרן באמצעות חברה בינלאומית המעסיקה מבקרי חשבונית (רואי חשבון). למטרה זו מפרסמת הקרן דוחות רבעוניים ושנתיים והודעות לעיתונות רבעוניות ושנתיות באזרית ובאנגלית אודות הכנסות והוצאות הקרן.

הקרן מעורבת ביוזמה למיצוי השקיפות בתעשייה (Extractive Industries Transparency Initiative – EITI) ומפרסמת דוחות שקיפות.⁸⁰ אזרבייג'ן הצטרפה ליוזמת ה-EITI בשנת 2003. אזרבייג'ן היא המדינה הראשונה שהחלה לפרסם דוחות EITI במרס 2005, ונבחרה כחברה בוועד ה-EITI בוועידה השלישית שנערכה באוקטובר 2006 באוסלו. הקרן זכתה בשנת 2007 בפרס השירות הציבורי של האו"ם בגין 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.

הקרן משתפת פעולה עם קרנות עושר ריבוניות אחרות בפורום הבינלאומי של קרנות העושר הריבוניות (IFSWF). ישיבת הפתיחה של הפורום נערכה בבאקו, בירת אזרבייג'ן, בחודש אוקטובר 2009, כשהמארחים היו קרן הנפט של אזרבייג'ן והממשלה האזרית.

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

⁸⁰ **היוזמה למיצוי השקיפות בתעשייה** מגבירה את שקיפות התשלומים של חברות מתעשיית הנפט והמכרות לממשלות ולישויות הקשורות לממשלות, וכן את השקיפות של ההכנסות מנפט של אותן ממשלות.



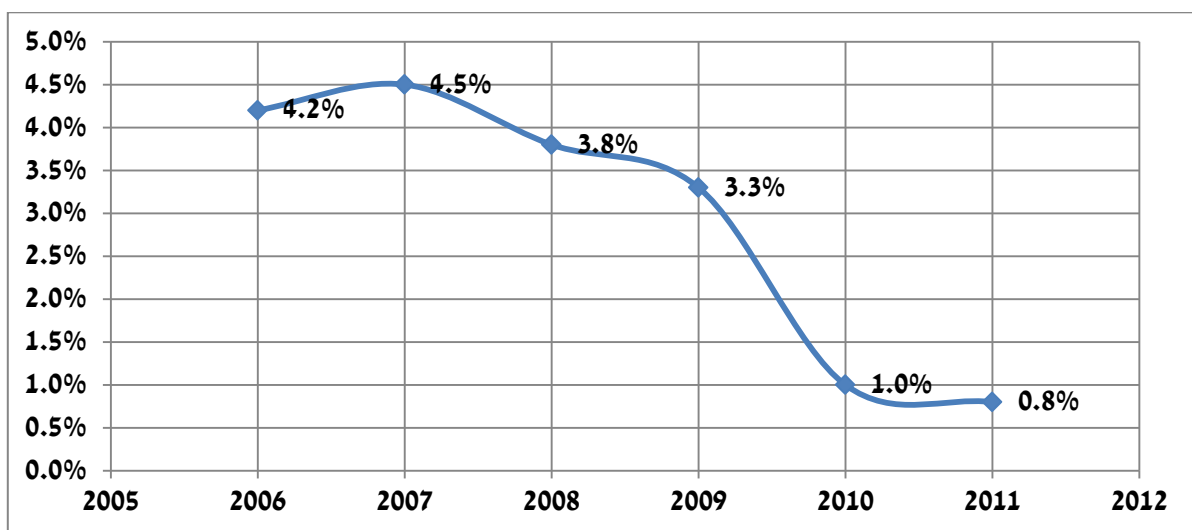
אסטרטגיה ומדיניות השקעות

מטרות הקרן הן חיסכון למען הדורות הבאים והתמודדות עם תופעות 'המחלה ההולנדית'. הקרן משקיעה את המט"ח ואת הנכסים הנובעים ממכירת נפט וגז טבעי באגרות-חוב שונות כגון אג"ח של סוכנויות ממשלתיות, אג"ח קונצרניות ואג"ח מגובות-משכנתא. הקרן משקיעה ישירות גם במטילי זהב העומדים בדרישות של שוק הסחר הסיטונאי בזהב ובכסף של לונדון. כן משקיעה הקרן במניות הכלולות במדדים בינלאומיים של שוק ההון ובנדל"ן מוסדי.⁸¹ לפי מדיניות ההשקעה של הקרן, עד 60% מתיק ההשקעות יכול להיות מנוהל בידי מנהלי השקעות חיצוניים. שיעור הנכסים שינוהלו בידי מנהל חיצוני בודד לא יעלה על 15% מכלל תיק ההשקעות של הקרן.

נכון לשנת 2011, חלק הארי של השקעות הקרן מושקע באג"ח. מתוך ההשקעות 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 בינלאומיים ו-16% מושקעים באגרות-חוב של מדינות. 3.2% מושקעים בנכסים נזילים (עו"ש, פיקדונות וקרנות כספיות). 1.7% בלבד מושקעים במניות. הדבר מלמד על **מדיניות השקעות שמרנית של הקרן**.⁸³ חלק הארי של נכסי הקרן (65.7%) מושקעים באירופה, 13.1% מושקעים בצפון אמריקה, 9.8% בכלכלות מתפתחות ומיעוטן (0.7%) במזרח התיכון.⁸⁴

תרשים 3 להלן מציג את התשואה על תיק ההשקעות של הקרן בשנים האחרונות.

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



מהנתונים בתרשים עולה כי התשואה על תיק ההשקעות של הקרן נמצאת במגמת ירידה בשנים האחרונות: מרמה של 4.2% בשנת 2006 לכ-0.8% בשנת 2011. יש לציין כי בתקופה זו חל משבר חובות במדינות מפותחות רבות, והתשואות על אגרות-חוב 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, עמוד 40.

⁸⁴ שם, עמוד 41.

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

