



# מדינת ישראל

## רשות שוק ההון, ביטוח וחיסכון

כ"ג תשרי תשפ"ו  
15 אוקטובר 2025  
שה. 2025-2431

### עקרונות מנחים לניהול סיכוני נזילות בחשיפות לנגזרים נקובי מט"ח - טיוטה

#### 1. כללי

בהתאם להוראות הדין<sup>1</sup>, גופים מוסדיים רשאים להשקיע בחוזים עתידיים ונגזרים אחרים כחלק מניהול כספי החוסכים במוצרים השונים. השקעות אלו, על אף יתרונותיהן, חושפות את הגופים לסיכונים מהותיים, ובפרט לסיכוני נזילות, ועלולות לשאת השלכות מערכתיות רחבות על שוק המט"ח ואף לפגוע בכספי החוסכים.

מסמך זה מתווה עקרונות מנחים לניהול סיכוני נזילות הגלומים בחשיפה לנגזרים שנקובים במט"ח. בהתאם לעקרונות, ראוי כי הגופים ינהלו תהליכי בקרה והערכה סדורים, בליווי פיקוח פעיל של ועדת ההשקעות. בנוסף, עליהם להחזיק רמת נזילות מינימלית במט"ח ביחס לחשיפה לחוזים עתידיים, כדי להבטיח עמידה בדרישות ביטחונות גם בתקופות של תנודתיות חריפה או משבר. יישום העקרונות המנחים חיוני לשם שמירה על האינטרסים של החוסכים, לחיזוק יציבות המערכת הפיננסית, ולהבטחת תפקודו התקין של שוק המט"ח המקומי.

בהמשך לכך, בכוונת רשות שוק ההון, ביטוח וחיסכון (להלן: "רשות") לפעול לעדכון תקנות הפיקוח על שירותים פיננסיים (קופות גמל) (כללי השקעה החלים על גופים מוסדיים), תשע"ב-2012, באופן שיבטא את העקרונות המנחים הנקובים במסמך זה ויעגן אותם באופן מחייב במסגרת הוראות הדין.

#### 2. רקע

בשנים האחרונות ניכרת עלייה חדה בחשיפות הגופים המוסדיים לחוזים עתידיים על מניות נקובי מט"ח, במסגרת ניהול כספי החוסכים. טרם משבר הקורונה עמד היקף החשיפה על כ-100 מיליארד ש"ח, כ-6% מסך הנכסים המנוהלים, ואילו כיום הוא מגיע לכ-400 מיליארד ש"ח, המהווים כ-14% מסך הנכסים המנוהלים בגופים המוסדיים.

השקעה בחוזים עתידיים מתבצעת תוך התחשבות יומית "Mark to Market" (MTM) במט"ח, לרוב דולר ארה"ב, בהתאם לשינוי במחיר נכס הבסיס (למשל מדד מניות). הקשר הוא ליניארי, שינוי של 1% במדד, מוביל לרווח או הפסד של כ-1% משווי החשיפה לחוזים. ההתחשבות מתבצעת באופן מיידי ומחייבת החזקת נזילות מספקת במט"ח לצורך עמידה בדרישות ביטחונות ותשלום Margin Call לצד הנגדי לעסקה בעת ירידות שערים.

השקעה בחוזה עתידי נעשית על בסיס סכום רעיוני (Notional Amount). במועד כריתת החוזה מופקד אצל הברוקר שיעור מסוים מערך ההשקעה - Initial Margin (כ-5% מהסכום הרעיוני) שנקוב במט"ח. עיקר הסכום הנותר מוחזק בדרך כלל בנכסים שקלים קצרים ונזילים (כגון מק"מ או אג"ח ממשלתיות), שמשמשים כבטוחה להשלמת דרישות ביטחונות נוספות במקרה של ירידות שערים.

<sup>1</sup> תקנות הפיקוח על שירותים פיננסיים (קופות גמל) (כללי השקעה החלים על גופים מוסדיים), תשע"ב-2012, חוק הפיקוח על שירותים פיננסיים (קופות גמל), תשס"ה-2005, וכן תקנות מס הכנסה (כללים לאישור ולניהול קופות גמל), תשכ"ד-1964

מודל זה מייצר סיכון חשיפה מטבעי, הנובע מאי התאמה בין מטבע דרישת הביטחונות (מט"ח) למטבע הנכסים המוחזקים (ש"ח), במצב של ירידות שערי מניות, דרישת הביטחונות מתבצעת באופן יומי ובמט"ח בעוד שהבטוחות מוחזקות ברובן בשקלים. משמעות הדבר היא כי הגופים נדרשים למכור נכסים שנקובים בש"ח בהיקפים גדולים לשם רכישת מט"ח, לעיתים תוך כדי פחות, מה שמעצים את הלחץ הן בשוק ההון המקומי והן בשוק המט"ח.

סיכון זה בא לידי ביטוי במשק במהלך משבר הקורונה בשנת 2020<sup>2</sup>. לנוכח העלייה המשמעותית שחלה מאז בחשיפה לנגזרים, ירידות חדות במדדי מניות בחו"ל, דוגמת אלו שנרשמו במשבר, צפויות כיום להוביל לדרישת נזילות במט"ח (דולר ארה"ב) בהיקפים משמעותיים, המוערכים בכ-33 מיליארד דולר. אמנם לאחר המשבר הרחיבו הגופים המוסדיים את כריות הנזילות במט"ח, אך בהיותם שחקנים מרכזיים במערכת הפיננסית בישראל נדרשת התוויית עקרונות מנחים שיבססו מסגרת ניהול סיכונים הולמת שתסייע בהפחתת ההשלכות האפשריות על יציבות המערכת הפיננסית המקומית במצבי קיצון או במשברים מערכתיים.

בהתאם לכך, סבור הממונה כי ראוי שהגופים המוסדיים יחזיקו נכסים נזילים נקובי מט"ח בשיעור מינימלי של 10% מהחשיפה הרעיונית הכוללת לחוזים עתידיים. עקרון זה נועד להבטיח כי גם בתרחישי קיצון יעמדו הגופים בדרישות הביטחונות בזמן אמת, לצמצם לחצי מכירה והמרה בשוק המט"ח המקומי, ולחזק את יציבות המערכת הפיננסית והמוניטרית.

### 3. עקרונות מנחים

להלן עקרונות מנחים שנועדו לסייע לגופים המוסדיים בקביעת מדיניות ניהול נזילות אפקטיבית ביחס לחשיפות לנגזרים נקובי מט"ח:

- א. ראוי כי גוף מוסדי יקבע כללים ונהלים ברורים לביצוע הערכה של סיכונים נזילות. הערכה זו תתבצע בתדירות של לפחות אחת לשנה. בנוסף, הערכה כאמור תבוצע באופן מיידי בעקבות כל שינוי מהותי העלול להשפיע על פרופיל הסיכון של הגוף המוסדי.
- ב. ראוי מוועדת ההשקעות של הגוף המוסדי לבצע פיקוח ובקרה נאותים על תהליכי קביעת הנזילות במט"ח ביחס לחשיפה לחוזים עתידיים, ליטול חלק פעיל בקביעת מדיניות הנזילות הנדרשת, לאתגר את התוצאות המוצגות לה, ובפרט את תוצאות תרחישי הקיצון, ולהתבסס על נתונים ומצגים בעלי משמעות, תוך הבנה מעמיקה של מכלול הסיכונים המהותיים אליהם היא חשופה.
- ג. ראוי כי גוף מוסדי יחזיק, בכל עת, נכסים נזילים הנקובים במט"ח, בשל חשיפה לנגזרים הנקובים במט"ח בשיעור שלא יפחת מ-10% מהשווי הנקוב הכולל של חשיפה זו.
- ד. לעניין זה, "נכסים נזילים נקובים במט"ח" הם נכסים אשר ניתן להנזיל אותם ברמה היומית (Overnight), לרבות:

- 1) מזומנים הנקובים במט"ח.
  - 2) איגרות חוב ממשלתיות של ארה"ב.
  - 3) פיקדונות יומיים (Overnight Deposits) הנקובים במט"ח.
  - 4) יחידות השתתפות בקרן כספית הנקובה במט"ח.
- ה. ככל שנדרשת השלמת בטחונות משמעותית ומתמשכת, למשל במקרה של ירידות חדות או מתמשכות במדדי מניות חו"ל, ראוי שגוף מוסדי ישלים את יתרות הנזילות הנדרשות בתוך פרק

<sup>2</sup> דוח היציבות הפיננסית, המחצית הראשונה של שנת 2024 - חשיפת מוסדיים וקרנות נאמנות לחוזים עתידיים - <https://www.boi.org.il/media/kqehybk/frs2024fhn1.pdf>

זמן סביר שלא יעלה על 30 ימים, על מנת לשמור על עמידה במדיניות ניהול הסיכונים והחשיפה  
שלו.

בכבוד רב,

עמית גל

הממונה על שוק ההון, ביטוח וחיסכון