

## הרפורמה בשוק איגרות החוב הממשלתיות

במהלך השנתיים האחרונות ביצע משרד האוצר שורה ארוכה של רפורמות שמטרתן ייעול ההוצאה הציבורית והגברת התחרותיות במשק. ברקע למדיניות עומדת ההכרה כי קיים קשר שלילי בין הוצאה ציבורית לבין צמיחה בישראל. היום ברור לכל, כי ללא הקטנה משמעותית ועקבית של נטל ההוצאה הציבורית בישראל בתוצר, לא ניתן יהיה להפחית את נטל המס ולשחרר מקורות לטובת צמיחת המגזר העסקי. יתר על כן, נראה כי מרבית הפער בין התוצר לנפש בישראל לבין התוצר הממוצע לנפש המקובל במערב נובע מהמשקל העודף בישראל של הוצאה ציבורית בתוצר ומחוסר השכלול של ענפי משק רבים.

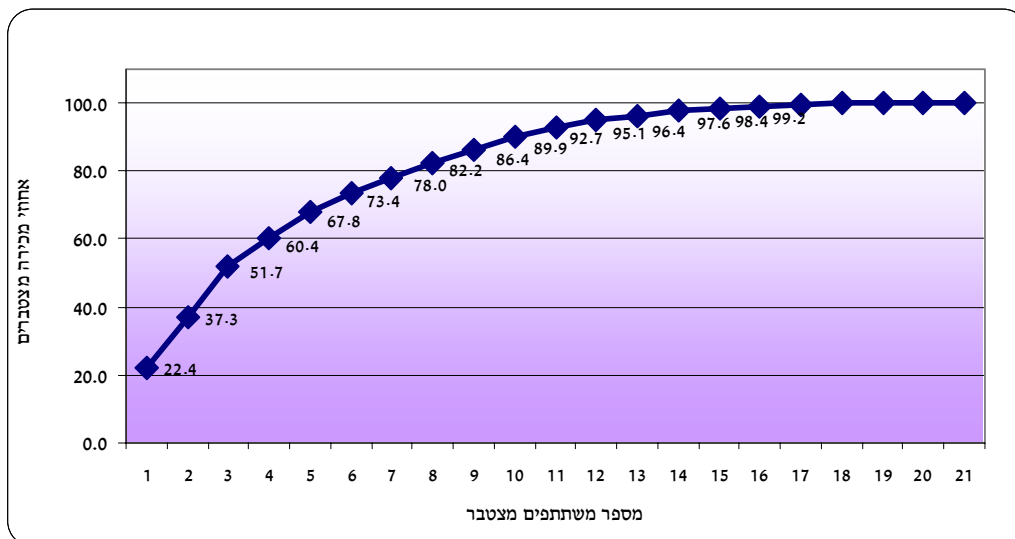
ברם, עד כה נגעו הרפורמות לכ-80 אחוזים מתקציב המדינה בלבד. נתח גדול ומשמעותי של כ-35 מיליארד ש"ח הוצאות ריבית, נותר עד כה ללא טיפול שורש. על רקע זה הלכה וגברה החשיבות הטמונה בביצועה של רפורמת עושי השוק הראשיים. רפורמה זו הונהגה במרבית מדינות העולם הנאורות ומחקרים מלמדים כי הביאה להפחתה משמעותית בעלויות גיוס ההון הממשלתי, לירידת הריביות הארוכות, להגברת התחרותיות, השקיפות והיציבות הפיננסית ולכניסתם של משקיעים זרים לפעילות בשוק המקומי.

מסיבות אלו וגם על מנת לעודד את הנזילות בשוק המשני ולהוזיל את גיוס ההון בשוק הראשוני, מקדמת יחידת ניהול החוב בשנים האחרונות רפורמה מקיפה בשוק איגרות החוב הממשלתי תוך אימוץ מודלים מקובלים בעולם והתאמתם לתנאי ולצרכי השוק המקומי.

שוק איגרות החוב הממשלתי, בדומה לסקטורים רבים בשוק ההון, סובל מריכוזיות רבה הפוגעת בתפקודו, מונעת כמעט לחלוטין כניסתם של גופים בינ"ל ומביאה לעלויות גיוס גבוהות של הממשלה. במכרזים למכירת איגרות חוב ממשלתיות (שוק ראשוני) רשאים להשתתף כל חברי הבורסה ובנקים שאינם חברי הבורסה. בנוסף, מאז 1994 קרנות נאמנות, חברות ביטוח, קופות גמל וקרנות פנסיה מורשות להגיש באופן ישיר הצעות העולות על 100 אלף ש"ח. על אף אפשרות הגישה למכרזים של מאות גופים, מספר המשתתפים בפועל במכרזים מצומצם ועמד בשנת 2003 על 18 בממוצע, שכולם חברי בורסה – בנקים וברוקרים. אף גוף מוסדי אחר לא ניצל עד כה את זכותו להשתתף ישירות במכרזים.

בחינת התפלגות ההקצאות מראה אף היא את מידת הריכוזיות הגבוהה של שוק איגרות החוב. תרשים 1 מציג את אחוז הרכישות המצטבר של איגרות חוב ממשלתיות כפונקציה של מספר המשתתפים במכרזים. כפי שניתן לראות, עיקר הרכישות מתבצע על ידי מספר מצומצם של משתתפים - כ-95 אחוזים מכלל רכישות איגרות החוב במכרזים בשנת 2003 התבצעו על ידי 12 משתתפים בלבד וכ-82 אחוזים מכלל הרכישות התבצעו על ידי 8 משתתפים בלבד.

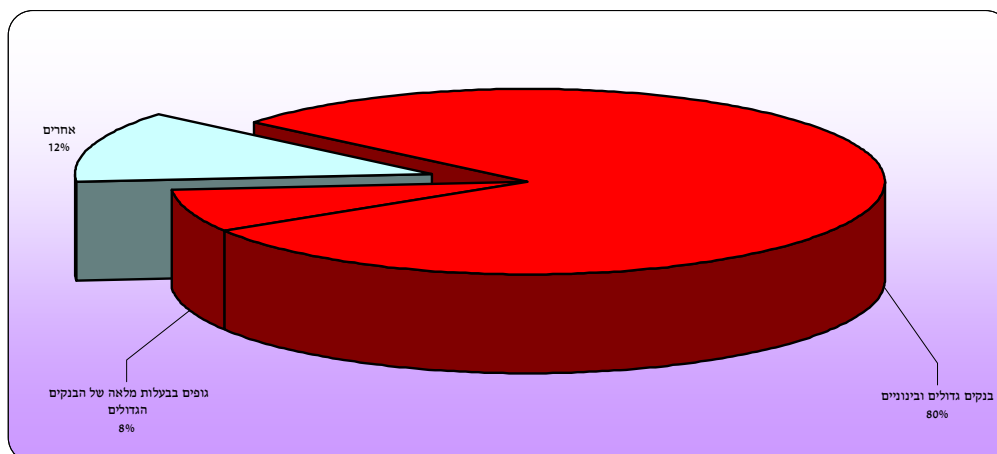
**תרשים 1: מכירות מצטברות על פי מספר המשתתפים במרכזי איגרות החוב בשנת 2003**



השוק הראשוני מאופיין גם בדומיננטיות הרבה של הבנקים. כפי שניתן לראות בתרשים 2, שולטים הבנקים בקרוב ל-90 אחוזים משוק ההנפקות. עובדה זו אינה מפתיעה לנוכח שליטתם של הבנקים בחלק ניכר מהמשקיעים המוסדיים במשק. למעשה, שוק איגרות החוב הממשלתי הינו דוגמה בולטת לבעלויות הצולבות ולריכוזיות בשוק ההון. ניתן בהחלט לתלות בכך את אי השתתפותם הישירה של גופים מוסדיים גדולים, המשקיעים חלק גדול מכספם באיגרות חוב ממשלתיות.

בד בבד עם הכנסתם של עושי שוק ראשיים, מתכוון משרד האוצר לפנות לגופים מוסדיים בארץ ובחו"ל ולהזמין להשתתף ישירות במרכזי איגרות החוב הפתוחים לציבור. יש לקוות שהיענות לפניה זו תגדיל את מספר המשתתפים הישירים בהנפקה ותקטין את הריכוזיות במערכת ההפצה של איגרות חוב ממשלתיות.

## תרשים 2: משקל הבנקים בכלל מכירות איגרות החוב הממשלתיות מסוג 'שחר' בשנת 2003



בנוסף לניסיונות להגברת התחרותיות בענף באמצעים רגולטוריים, יש לנסות לשכלל ולייעל את שוק איגרות החוב על ידי הכנסת גופים פיננסיים בינ"ל לשוק הראשוני. כניסתם של גופים אלה תביא לשינוי המבנה הריכוזי של המערכת, תגביר את התחרויות ותייעל הן את השוק הראשוני והן את השוק המשני. הריכוזיות הקיימת כיום בשוק הראשוני ושליטתם של הבנקים בקרנות הנאמנות וקופות הגמל מקשה את הגישה של הגופים הבינ"ל ללקוחות הפוטנציאליים ומרתיעה אותם מלהיכנס לשוק ההנפקות. לפיכך, על הממשלה להתערב בשוק על מנת לבטל את חסמי הכניסה ולהביא להקטנת העיוותים הקיימים בשוק איגרות החוב. החשיפה לתחרות מצד גופים בינ"ל תשכלל את שוק איגרות החוב, תביא לגידול בהיצע המכשירים הפיננסיים ולעליה ברמת השירותים ללקוחות. כמו-כן, חשיפה זו צפויה להביא (בסופו של תהליך) להגדלת הרווחיות של הגופים הפיננסיים המקומיים, בדומה למה שקרה בסקטורים אחרים אשר נחשפו לתחרות בינלאומית.

הניסיון של מדינות אחרות אשר ביצעו רפורמות דומות מראה כי מחזורי המסחר (ה'נזילות') באיגרות החוב הממשלתיות גדלו במאות אחוזים בשנים שלאחר יישום הרפורמה.

משרד האוצר מקדם מאז שנת 2001 את נושא עשיית השוק באיגרות החוב הממשלתיות. בשנת 2001 אף הוקמה ועדה בין-משרדית שכללה את נציגי משרד האוצר, בנק ישראל, הרשות לניירות ערך והבורסה לניירות ערך בתל-אביב. הוועדה הגישה את המלצותיה בנושא זה בסוף שנת 2002, והמודל המוצע כיום על ידי משרד האוצר מיישם את רוב ההמלצות.<sup>1</sup>

<sup>1</sup> ד"ח הוועדה מופיע באתר האינטרנט של הרשות לני"ע ([www.isa.gov.il](http://www.isa.gov.il)).



## 2. עושי שוק בבורסה

עושי שוק בבורסה הינם חברי בורסה שיתחייבו לציטוטים בבורסה לניירות ערך בת"א, בהתאם להמלצות הועדה הבין-משרדית לעשיית שוק בבורסה (ועדת האוזר). הבורסה לני"ע תקבע בתקנונה את תנאי פעילותם של עושי השוק בבורסה. בנוסף לתגמול שיקבלו עושי השוק הנ"ל מהבורסה (כגון עמלות מופחתות) עשוי משרד האוצר לתגמל אותם באמצעות מנגנון של הקצאת יתר במכרזי האג"ח בהם ישתתפו.

באופן המתואר, יוכלו גם גופים קטנים לשמש כעושי שוק וזאת מבלי שיצטרכו לקחת על עצמם מחויבויות הדורשות הון עצמי ויכולות ניהול סיכונים שאינן מצויות ברשותם. הפרדה זו בין עושי שוק ראשיים ומשניים מקובלת במדינות רבות.

## 3. מנגנון השאלות אג"ח לעושי השוק הראשיים

עושי השוק הראשיים יהיו מחויבים לצטט באופן רציף ולאורך זמן מחירי קנייה ומכירה של איגרות חוב. פעולה זו חושפת אותם לסיכון בנקודות זמן בהן לא קיימת נזילות מספיקה בשוק, שכן בישראל לא קיים שוק השאלות (Repo) נזיל בו יכולים עושי השוק לשאול איגרת חוב במידת הצורך.

ריפו הנה עסקה דו שלבית – בעת חתימת החוזה "מוכר" בעל הנכס את הנכס שברשותו תמורת מזומן תוך הסכמה "לרכוש" חזרה את הנכס בעתיד במועד ובמחיר קבועים מראש. דרך נוספת להסתכל על אותה עסקה היא כהלוואה מגובה בה מקבל בעל הנכס (ני"ע) הלוואה בריבית נמוכה מהריבית המקובלת בשוק שכן הוא מעביר למלווה את נייר הערך כבטוחה להחזר כספו.

בישראל לא קיים עדיין שוק השאלות נזיל עקב בעיות כלכליות ומשפטיות שעל פתרוןן שוקדות הרשויות השונות מזה מספר שנים. אחת הבעיות הכלכליות החמורות היא שמערכת סליקת הכספים שמפעיל בנק ישראל מיושנת מאד. בנק ישראל שוקד על פיתוחה של מערכת עדכנית לסליקת כספים בזמן אמת – RTGS (Real Time Gross Settlement), שתושלם ע"פ המובטח תוך שנתיים שלוש. פיתרון אפשרי לפיכך הוא אחזקת מלאי גדול של איגרות חוב על ידי עושי השוק, אולם פיתרון זה יקר וימנע מגופים פיננסים ליטול על עצמם את מחויבויות הציטוט הנרחבות העומדות בבסיס מערכת עושי השוק הראשיים.

על מנת לפתור את הבעיה עד להקמתו של שוק השאלות ולאפשר למערכת עושי השוק להתחיל לפעול תוך מינימום התערבות ממשלתית בשוק ההון, הוחלט על יישום מאגר השאלות לעושי השוק הראשיים באמצעות מסלקת הבורסה. עושה שוק ראשי אשר יזדקק לאיגרת ישאל אותה באופן אוטומטי ממסלקת הבורסה בכמות מוגבלת ולפרק זמן מסוים תמורת תשלום ובתמורה יעביר מזומן (שעליו יקבל ריבית) או ני"ע כבטוחה. יש לקוות כי קיומו של המאגר שישמש את עושי השוק הראשיים יהווה תמריץ להתפתחותו של שוק השאלות וריפו פעיל במקביל להסרת החסמים הכלכליים והמשפטיים המעכבים זאת.

אם אכן יצמח שוק השאלות וריפו פעיל ונזיל יתכן שיהיה ניתן לוותר בהדרגה על מאגר ההשאלות.

#### **4. הערכות טכנולוגית**

##### **מערכת מסחר בינלאומית חדשה**

בשנת 2003 המשיכה יחידת ניהול החוב בעבודת ההכנה על התשתית הטכנולוגית להנפקה ומסחר באיגרות חוב. חברת MTS, החברה המובילה באירופה בפיתוח תשתיות מסחר סיטונאי (Inter-dealer) באיגרות חוב ממשלתיות, נבחרה לפתח את מערכת המסחר של עושי השוק הראשיים בשיתוף פעולה עם הבורסה לניירות ערך. השימוש במערכת MTS למסחר באיגרות חוב של ממשלת ישראל יאפשר לסוחרים ומשקיעים הפועלים בחו"ל לסחור באופן רציף ובזמן אמת בשוק איגרות החוב המקומי ללא צורך בנוכחות פיזית בארץ, ובמקביל תאפשר המערכת גישה ישירה לעושי שוק ראשיים מקומיים לשוק איגרות החוב האירופי ("דו-כיוונית").

##### **מערכת מכרזים בינלאומית חדשה**

יחידת ניהול החוב נמצאת בקשר עם אנשי חברת Bloomberg ופועלת להתאמת מערכת המכרזים שלה לצורך ההנפקות של איגרות החוב הממשלתיות. מערכת הנפקות זו פשוטה להפעלה, אמינה מאוד ופועלת בהצלחה רבה במספר גדול של מדינות לרבות בלגיה, אירלנד ודרום אפריקה. המערכת תאפשר לעושי השוק להשתתף במכרזי הממשלה גם מחו"ל באופן פשוט, זול ושקוף.

מדינת ישראל תפיק ערך מוסף משליטתה של חברת בלומברג על תחנות טלוויזיה, כתבי עת מקצועיים וארגון כנסים פיננסיים, אשר יסייעו "לשוק" את איגרות החוב הממשלתיות בפרט ואת הכלכלה ושוק ההון הישראליים בכלל.

#### **5. חקיקה**

יחידת ניהול החוב נמצאת במהלך של מספר תיקונים מתחייבים בחוק מלווה המדינה ובתקנות החוק. במסגרת השינוי הוחלט על רענון כולל של התשתית המשפטית לרבות הסדרה של התקנות הנוגעות לאיגרות השונות, הכוללת:

- החלפת שמות איגרות החוב – שמות האיגרות 'שחר', 'גילון' ו'גליל' יוחלפו ל'אג"ח ממשלתית בריבית קבועה', 'אג"ח ממשלתית בריבית משתנה' ו'אג"ח ממשלתית צמודה' (בהתאמה), כמקובל בעולם.
- החלפת נכס הבסיס של ה'גילון החדש' - נכס הבסיס של איגרת חוב זו, שהינו כיום ממוצע התשואות של מספר מק"מים בעלי טווחים לפדיון של 12-3 חודשים, יוחלף לתשואת מק"מ ספציפי בעל הטווח לפדיון הקרוב ביותר לשלושה חודשים. זאת, על מנת להקל על הגידור (hedging) באמצעות האיגרת, שכן כדי לגדר עדיף נכס ספציפי ולא ממוצע.

- ביטול הנפקה פיזית של איגרות חוב - לא יוצאו תעודות בגין איגרות החוב שיונפקו, שכן הנפקה פיזית של איגרות חוב אינה מקובלת עוד ויוצרת סרבול מיותר שאינו דרוש לממשלה או לרוכשים.
- פרסום באמצעות האינטרנט - מתוך כוונה לייעל את תהליך הגיוס ולחסוך כסף למשלם המיסים, תנאי כל סדרה של איגרות חוב יפורסמו באתר האינטרנט של הממשלה ולא בשני עיתונים יומיים בעלי תפוצה רחבה, כפי שדורש החוק כיום.
- ביטול תקרת היקף החוב הממשלתי - תבטל התקרה שהייתה קיימת עד כה על יתרת החוב (היקף איגרות החוב שהונפקו מכוח חוק מלווה המדינה) שכן מזה מספר שנים המגבלה אינה אפקטיבית.
- שינויים נוספים – פישוט ואיחוד התקנות (עד כמה שניתן), אפשרות הארכת טווחי ההנפקה והסדרת נושא יום ה"אקס".

יחידת ניהול החוב יזמה ושותפה לתיקוני חקיקה בשני תחומים נוספים:

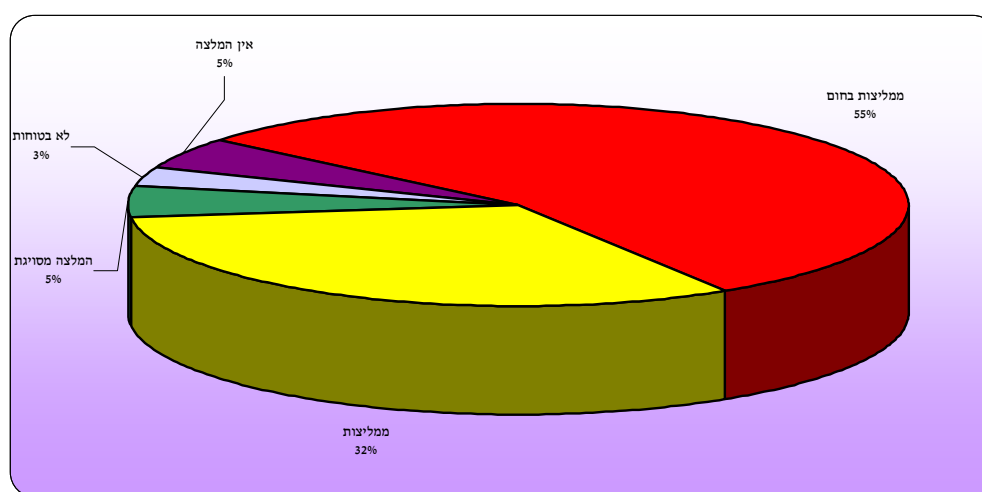
- פטור מניכוי מס במקור על תשלומי הריבית למשקיעים זרים - כמקובל בחו"ל ובמטרה לעודד את כניסתם של משקיעים זרים לשוק איגרות החוב, יחידת ניהול החוב ורשות המיסים קידמו את החקיקה אשר מקנה פטור מניכוי מס במקור על תשלומי הריבית למשקיעים זרים. בחודש ספטמבר 2004 אישרה ועדת הכספים של הכנסת את הפטור רטרואקטיבית מחודש ינואר 2004.
- קידום חוק עסקאות מיוחדות בניירות ערך – יחידת ניהול החוב, יחד עם בנק ישראל, אגף שוק ההון והרשות לניירות ערך פועלים לקדם את חקיקתו של חוק עסקאות מיוחדות בניירות ערך, המטפל בעסקאות ריפו ויאפשר התפתחותו של שוק חיוני זה בישראל, כמו גם במעמדן של עסקאות אחרות (הן עסקאות Spot, הן עסקאות עתידיות והן עסקאות בנגזרים) בשוק הבין-בנקאי, הדורשות אפשרויות של קיזוז (Netting) בין עסקאות הפוכות. החוק יגדיר בין השאר את המעמד המשפטי של הנכס ויבהיר את סוגיית הבעלות עליו במידה ואחד הצדדים נכנס להליך של פירוק או פשיטת רגל במהלך העסקה. שוק ריפו נזיל יסייע לפיתוחו של שוק אשראי חוץ בנקאי ויוזיל בכך את עלויות המימון של הסקטור העסקי.

## 6. המלצות מקרן המטבע, ה-OECD והבנק העולמי

תהליך גיבוש המודל של עשיית שוק בשוק איגרות החוב הממשלתיות בארץ נעשה מראשיתו תוך היוועצות ובלווי הגופים הבינלאומיים המתמחים בנושא ותוך שיתוף פעולה הדוק עם יחידות ניהול חוב מקבילות בעולם בהן פועלת מערכת דומה.

בסקר מקיף שפורסם על ידי קרן המטבע הבינלאומית (IMF) בשנת 2003<sup>3</sup> של כ-40 יחידות ניהול חוב בעולם, כ-87 אחוזים מהיחידות המליצו על הכנסת מערכת עושי שוק לשוק איגרות החוב הממשלתיות. המחקר מראה כי כ-20 מדינות ביניהן בריטניה, בלגיה, הולנד, שבדיה, ספרד ואירלנד נותנות בלעדיות מלאה או חלקית לעושי השוק הראשיים במכרזים למכירת איגרות חוב ממשלתיות. בין התועלות, אותן ציינו המדינות הנשאלות מהכנסת מערכת עושי שוק ניתן לציין: הוזלת עלויות ההון של הממשלה, הקטנת הסיכון למנפיק, הרחבת מעגל המשקיעים, פיתוח שוק האג"ח, שיפור הנזילות ושיפור השקיפות.

#### תרשים 4: עמדת המדינות הנסקרות בד"ח ה-IMF ביחס למודל עושי השוק הראשיים



המודל הישראלי המוצע הובא לידיעת חברי קבוצת העבודה לניהול חוב ממשלתי בארגון ה-OECD, המאגדת את יחידות ניהול החוב במדינות המתקדמות בעולם, וזכה לתמיכה רבה. כמו-כן, בפרסום רשמי של ה-OECD משנת 2002<sup>4</sup> מציין הארגון כי מודל עושי השוק הראשיים מתאים במיוחד למשקים בהם לממשלה צרכי גיוס גדולים ולמשקים בהם קיימת מערכת בנקאות ריכוזית המעכבת את פיתוחו ושכלולו של שוק ההון. כמו כן מציין ה-OECD, כי הקטנת ריכוזיות על ידי הכנסת מערכת עושי שוק ראשיים יעילה במיוחד כאשר הדבר מביא לכניסתם של גורמים פיננסיים זרים.

IMF (2003), *Primary Dealers in Government Securities: Policy Issues and Selected Countries' Experience* <sup>3</sup>

OECD (2002), *Debt Management and Government Securities Markets in the 21<sup>st</sup> Century*. <sup>4</sup>

## 7. צמצום מספר השחקנים והגברת התחרות

הטענה המרכזית, שהושמעה על ידי מתנגדי הרפורמה, התמקדה בעוצמת התחרות שתשרור בשוק בעקבות כניסתם של כשישה בנקים זרים גדולים ויציאתם האפשרית של מספר ברוקרים קטנים. לטענתם, עוצמת התחרות היא פועל יוצא של מספר המתחרים, ולפיכך התחרות בשוק איגרות החוב הממשלתיות תקטן כתוצאה מהמהלך. טענה פופוליסטית זו מתעלמת ומנוגדת למודלים השונים המתייחסים לריכוזיות ולעוצמת תחרות. הספרות הכלכלית, כמו גם הניסיון הנצבר בסקטורים אחרים של המשק הישראלי, מלמדים כי עוצמת התחרות בשווקים השונים נקבעת בעיקר על ידי מספרן של הפירמות הגדולות ונתח השוק שלהן.

כך לדוגמה, הריכוזיות במערכת הבנקאית נובעת מהמספר המצומצם של פירמות מובילות (בנק הפועלים ובנק לאומי) ונתח השוק הגדול שלהן הנאמד בכשבעים אחוז. מספר המתחרים הקטנים אינו משפיע אלא בשוליים על עוצמת התחרות שכן הפירמות הקטנות עומדות מול עקומת ביקוש גמישה לחלוטין (או כמעט לחלוטין) ולפיכך אין ביכולתן להשפיע על המחיר בשוק. על פי המחקר והניסיון<sup>5</sup> אף אם היו נוספים בשוק הבנקאות מספר גופים קטנים, לא הייתה התחרות גוברת משמעותית. מנגד, כניסה של פירמה מובילה נוספת בעלת עוצמה דומה לבנק הפועלים או לאומי, תגביר את התחרות באופן משמעותי. זו אכן מדיניות האוצר ובנק ישראל השואפים ליצור תנאים להקמתה של קבוצה בנקאית גדולה שלישית. על רקע זה גם ביטלה הממשלה לאחרונה, בתמיכת בנק ישראל, את ההחלטה המחייבת את בנק דיסקונט למכור את בנק מרכנתיל.

## 8. תועלות הרפורמה בשוק איגרות החוב הממשלתיות

ניתן לסכם את היתרונות הגלומים ברפורמה המוצעת:

- חסכון גדול בעלויות הגיוס של הממשלה והסקטור הפרטי – הרפורמה תגביר את התחרותיות בשוק הראשוני ואת הסחירות בשוק המשני. כתוצאה מכך צפויות עלויות הגיוס של הממשלה לרדת ועמן עלויות הגיוס של הסקטור העסקי והריבית הנדרשת ממשקי הבית.
- גלובליזציה ושדרוג של השווקים הפיננסיים – הכנסת גופים פיננסיים זרים ומעבר להנפקה ומסחר במערכות אלקטרוניות בינלאומיות תעמיק את האינטגרציה של שוק איגרות החוב הממשלתיות המקומי ושל שוק ההון בכלל עם השווקים הבינלאומיים.
- הקטנת ריכוזיות והגברת הריכוזיות – כניסת גופים פיננסיים בינלאומיים גדולים לשוק הראשוני והמשני, תקטין את הריכוזיות הקיימת כיום בשוק איגרות החוב הממשלתיות ותגדיל באופן משמעותי את התחרותיות.
- מנוף להרחבת פעילות בנקים ומשקיעים מוסדיים זרים בשוק ההון הישראלי – ניתן בהחלט לצפות כי גופים פיננסיים בינלאומיים שישתלבו במערכת כעושי שוק ראשיים לא יסתפקו בפעילות בשוק איגרות החוב הממשלתיות בלבד, אלא יפעלו בסקטורים נוספים

<sup>5</sup> למשל כניסתה של פרטנר כמתחרה מובילה לפלאפון בשוק הסלולרי וכניסתה של נביעות כמתחרה מובילה למי עדן בשוק המים המינרליים. מאידך, כניסתן של חברות הכבלים הקטנות לא הפחיתה את המונופול של חברות הכבלים האזוריות, מונופול שהופר רק כשנכנסה מתחרה גדולה – חברת YES.

בשוק ההון. לפיכך, הרפורמה בשוק איגרות החוב הממשלתיות הינה צעד משלים ועולה בקנה אחד עם צעדים נוספים הננקטים על ידי משרד האוצר על מנת לשכלל את שוק ההון הישראלי.<sup>6</sup>

- הגדלת בסיס המשקיעים באיגרות חוב ממשלתיות – עם השוואת תנאי המס על השקעות זרות ומקומיות בגין רווחי הון ותשלומי ריבית, צפויה הפניה מסוימת של השקעות משקיעים מקומיים (פרטיים ומוסדיים) משוק איגרות החוב הממשלתי המקומי לשוק ההון בחו"ל. לאור זאת, על הממשלה להגדיל את בסיס המשקיעים ולהרחיב את פעילותם של גורמים זרים בשוק איגרות החוב הממשלתיות המקומי. הכנסת גופים פיננסיים בעלי פריסה גלובלית, הנוטלים על עצמם מחויבות לפעילות רציפה בשוק ההון הישראלי, תקל על הפצת איגרות חוב של ממשלת ישראל למשקיעים מוסדיים ופרטיים בחו"ל אליהם הנגישות כיום מוגבלת ותרחיב לפיכך את מעגל המשקיעים באיגרות החוב הממשלתיות.
- שקיפות של עסקאות אג"ח גדולות – המעבר למערכת מסחר ייעודית לאיגרות חוב יגביר את "עומק השוק" ואת השקיפות בעיקר בכל הקשור לעסקאות גדולות, שכיום מתבצעת בעיקר טלפונית ולפיכך אינן שקופות.
- אימוץ נורמות בינלאומיות – הרפורמה כוללת אימוץ סטנדרטים בינלאומיים בנושאי מסחר וסליקה בהן סובלת ישראל מפגיגור רב בהשוואה למקובל בעולם המערבי.
- פיתוח מכשירים פיננסיים חדשים – פעילותם של עושי שוק ראשיים, בעלי ידע וניסיון תסייע להתפתחותם של מכשירים פיננסיים שאינם קיימים כיום בשוק ההון הישראלי כגון חוזי החלף (swap) וריפו ('רכש חוזר'), חוזים עתידיים על איגרות חוב, ני"ע מסחריים וכדומה. נוכחותם גם תבטיח כי המכשירים החדשים תואמים למקובל בעולם המערבי ולא נסיונות "להמציא את הגלגל", כפי שהיה נהוג בעבר בשוק ההון.

## 9. לוח זמנים משוער לרפורמה

### • 2004:

1. תיקון חוק מלווה המדינה - החוק אשר מתוקפו מונפקות איגרות החוב, באופן המסמיך את הממשלה באמצעות משרד האוצר למנות עושי שוק ראשיים.
2. מתן פטור ממס למשקיעים זרים הן על רווח הון והן על הריבית באג"ח ממשלתיות.
3. גיבוש טיוטה מתקדמת של חוק עסקאות מיוחדות בניירות ערך.

### • מחצית ראשונה 2005:

1. פרסום המכרז לעושי השוק הראשיים.
2. אישור תקנות מלווה המדינה.
3. המשך הערכות טכנית – בלומברג, MTS, מאגר השאלות, מערכות בקרה ודיווח.

<sup>6</sup> אכן, דויטשה בנק הצטרף לאחרונה לבורסה לני"ע בת"א וכמוהו בוחנים בנקים בינ"ל זרים נוספים את חברותם בבורסה ובמסלוקה. כמו כן, הצטרף לאחרונה בנק ההשקעות הבינלאומי בר-סטרנס לחברת הביטוח 'מגדל' בעלות על חבר הבורסה 'מגדל שוקי הון'.

4. בחירה ומינוי עושי השוק הראשיים.
5. השלמת חוק עסקאות מיוחדות בניירות ערך.

• **מחצית שניה 2005:**

1. סיום הערכות טכנית.
2. סיום העברת מנהלת החוב מבנק ישראל למשרד האוצר.
3. בדיקות וסימולציות של המערכת.
4. הפעלת הרפורמה - התחלת פעילות.