

Лондар С.Л.,

доктор економічних наук, професор,
перший віце-президент
Академії фінансового управління
Міністерства фінансів України

Башко В.Й.,

старший науковий співробітник
Академії фінансового управління
Міністерства фінансів України

ФОРМУВАННЯ СИСТЕМИ ПЕРВИННИХ ДИЛЕРІВ В УКРАЇНІ

Досліджується інститут первинних дилерів державних цінних паперів. Надано пропозиції щодо вдосконалення системи первинних дилерів в Україні з урахуванням національних особливостей.

In this article, the institution of primary dealers with government securities is considered. In view of domestic financial market characteristics suggestions are given as to introduction of the system of primary dealers in Ukraine.

Ключові слова: первинні дилери, державні цінні папери, аукціони, привілейований доступ, дюрація.

В Україні триває формування сучасної системи управління фінансами державного сектору економіки. З огляду на нові реалії вітчизняної ринкової економіки й фінансової сфери, виявлені останньою кризою, постає завдання підвищення фінансової спроможності держави, зокрема забезпечення фінансування дефіциту бюджету шляхом активізації внутрішніх фінансових можливостей країни. Розбудова внутрішнього ринку державних цінних паперів передбачає виконання декількох актуальних завдань, які стосуються розширення спектра фінансових інструментів цього ринку та його інституціональної розбудови. Що стосується останнього аспекту, то одним із найважливіших завдань є створення в Україні інституту первинних дилерів.

Формування інституту первинних дилерів в Україні розпочалося із прийняттям постанови Кабінету Міністрів України “Про запровадження інституту первинних дилерів на ринку державних цінних паперів” від 14.04.2009 № 363. Виконання цієї постанови деталізоване Міністерством фінансів України в наказах “Про затвердження Порядку відбору та функціонування первинних дилерів” від 10.06.2009 № 757 та “Про затвердження складу комісії з відбору та оцінки функціонування первинних дилерів і примірною угоди про співпрацю на ринку державних цінних паперів” від 21.07.2009 № 918. Метою обох цих кроків є підвищення ефективності внутрішнього ринку державних цінних паперів, зростання їх оборотності й ліквідності, залучення до державних фінансових потоків тих заощаджень домогосподарств, які не беруть участі у фінансовому обігу.

© Лондар С.Л., Башко В.Й., 2010

У міжнародній практиці розміщення державних цінних паперів (ДЦП) на внутрішньому ринку¹ здійснюється міністерством фінансів за участі первинних дилерів, фізичних або юридичних осіб, які викуповують ДЦП і проводять їх подальший перепродаж від свого імені. Ця процедура має такі форми: розміщення ДЦП на конкурентному аукціоні, на неконкурентному (другому раунді конкурентного аукціону), дорозміщення (*tap issue*), підписка (синдиковане або приватне розміщення), розповсюдження роздрібних ДЦП. Найпоширенішою з перелічених форм є проведення конкурентних аукціонів. Зазвичай оголошення про параметри випуску здійснюється за 1–5 днів до проведення аукціону. Параметри конкретного випуску повинні корелювати з параметрами розміщень за планом-графіком на триваліший період. Наприклад, у Польщі графік випуску казначейських векселів та інших ДЦП із зазначенням дати проведення аукціонів оприлюднюється раз на рік, інформація про типи й обсяги ДЦП, які плануються до випуску, — щоквартально, остаточний обсяг ДЦП, який буде розміщено, та відповідний перелік їх типів — напередодні проведення аукціону.

Конкурентні аукціони класифікують за методом встановлення ціни на ДЦП та за можливістю доступу до аукціону інших учасників фінансового ринку².

За методом встановлення ціни на ДЦП функціонують:

— аукціони з дискримінаційними заявками. На торгах задовольняються заявки починаючи з найвищої ціни, аж до повного розміщення оголошеного обсягу випуску. Такі аукціони є найпоширенішими у світі та проводяться в Бельгії, Канаді (для бондів із фіксованою дохідністю), Франції, Греції, Угорщині, Італії (для векселів), Литві, Польщі, Португалії, Словенії (для бондів), Швеції, Великобританії (для облігацій із фіксованою дохідністю);

— аукціони з дискримінаційними заявками зі встановленням ціни відсікання. Вони проходять за аналогічною процедурою, от лише заявки задовольняються до зниження значення ціни на ДЦП до мінімального рівня, встановленого відповідними органами. Втім, на сьогодні, за відсутності достатнього попиту, часто практикується неповне розміщення ДЦП або відмова від розміщення їх оголошеного випуску, що фактично є тотожним встановленню ціни відсікання;

— аукціони за єдиною найменшою запропонованою ціною. Ціни заявок сортується в порядку спадання, й усі заявки задовольняються за найменшою ціною, що прийнятна для розміщення необхідного обсягу випуску ДЦП. Такі аукціони практикуються, зокрема, у Словенії (для векселів), Італії (для бондів), Фінляндії, Великобританії, Канаді (для ДЦП із плаваючою дохідністю).

¹ *Blommestein H.J.* New challenges in the Use of Government Debt Issuance Procedures, Techniques and Policies in OESD Markets // Financial market trends. — 2009. — Vol. 1. — 12 p.: [Electronic resource]. — <http://www.oecd.org/dataoecd/2/31/43002712.pdf>.

² *Brenner M., Galai D., Sade O.* Auctioning Sovereign Bonds: A Global Cross-Section Investigation of the Price Mechanism. — August 2007: [Electronic resource]. — <http://archive.nyu.edu/bitstream/2451/26454/2/FIN-05-045.pdf>.

Розміщення за дискримінаційним методом у світовій практиці використовуються частіше, ніж за єдиною ціною. На таких аукціонах розміщуються бонди, особливо з фіксованою дохідністю, а векселі і ДЦП із індексованою дохідністю — на аукціонах із єдиною ціною. Вважається, що прийняття заявок за єдиною ціною сприяє надмірній концентрації певного виду ДЦП у одних руках, що, у свою чергу, може викликати збурення на внутрішньому ринку ДЦП, якщо він недостатньо конкурентний.

За можливістю доступу інших учасників існують закриті аукціони (виняткове право брати в них участь мають первинні дилери) та відкриті (з допуском інших дилерів). У більшості країн зі сформованим інститутом первинних дилерів (ІПД) проводяться закриті торги. Практично в усіх країнах, які використовують конкурентні аукціони для розміщення ДЦП, проводиться другий раунд аукціону, або неконкурентне розміщення. На ньому ДЦП розміщуються здебільшого за середньозваженою ціною, що склалася на конкурентному аукціоні. Із 28-ми проаналізованих країн неконкурентне розміщення ДЦП не використовується лише у Бразилії, Фінляндії, Франції і Швеції.

Випуск ДЦП шляхом *дорозміщення* здійснюється переважно у країнах із невисоким рівнем державного боргу. Як основна ця форма використовується лише в Нідерландах, тоді як більшість країн застосовують дорозміщення тільки для підвищення ліквідності певних випусків ДЦП.

Розміщення через підписку використовується для випуску нових або іноземних (номінованих у іноземній валюті) випусків ДЦП, рівень ліквідності яких загалом або на перших етапах розміщення є низьким, отож проводити аукціон недоцільно. Таке розміщення може здійснюватися приватно або шляхом створення синдикату зацікавлених фінансових установ.

У багатьох країнах здійснюються випуски й розміщення *роздрібних* ДЦП, призначених тільки для домогосподарств. Такі ДЦП, як правило, мають індексовану дохідність.

Щодо обсягів розміщень через ІПД, то, наприклад, у Ізраїлі первинні дилери мають виняткове право придбати до 80 % від загального обсягу розміщення на аукціоні, у Вірменії вони мають право подавати заявки на весь обсяг випуску, тоді як інші учасники можуть придбати лише частину ДЦП. Загалом у 18-ти із 28-ми розглянутих країн первинні дилери мають виняткове право придбати ДЦП на первинному аукціоні, у 2-х — привілей на придбання, у 8-ми — не мають таких прав.

Функції первинних дилерів. У 12-ти з досліджуваних країн ці функції розділено щодо операцій із векселями й бондами, у 10-ти — об'єднано, в решті країн первинні дилери беруть участь тільки в операціях із бондами. Існує також спеціалізація первинних дилерів у окремих сегментах ДЦП щодо термінів обігу й рівня дохідності. Загалом за функціональними обов'язками і правами їх можна умовно поділити на дві групи: 1) дилери, функції котрих переважно пов'язані з розвитком ринку ДЦП, відповідно операції з центральним банком (ЦБ) щодо регулювання грошового ринку є для них другорядними; 2) дилери, функції яких більшою мірою стосуються

підтримки стабільної роботи грошового ринку, натомість їх участь у придбанні, розповсюдженні й підтримці ліквідності ДЦП істотно обмежена. При цьому слід зазначити, що в таких країнах, як Аргентина, Вірменія, Мексика й Португалія, первинні дилери посідають місце між цими двома групами, оскільки є єдиними контрагентами центрального банку, що можуть здійснювати операції на відкритому ринку та мають право звернутися до банку щодо отримання рефінансування.

Права первинних дилерів. Права, делеговані їм урядами, також відрізняються по країнах (табл. 1, 2).

Винятковий або привілейований доступ до операцій із первинного розміщення ДЦП. Первинні дилери мають винятковий доступ до розміщення ДЦП на конкурентних аукціонах та інших форм розміщення (крім неконкурентного) в 17-ти з розглянутих країн: Австрії, Болгарії, Бельгії (разом із дилерами), Великобританії, Португалії, Вірменії (разом із дилерами), Греції, Ірландії, Ісландії, Казахстані, Литві, Нідерландах, Польщі, Словенії, Угорщині, Чехії, Швеції. Ще у 5-ти країнах вони мають привілеї у придбанні ДЦП, а саме в Ізраїлі, Італії, Іспанії, Фінляндії і Франції. В Аргентині, Бразилії, Індії, Канаді, Мексиці і США первинні дилери не мають жодних виняткових прав і привілеїв стосовно доступу до первинних конкурентних аукціонів.

Винятковий доступ на первинному ринку векселів і бондів. Зважаючи на вищу волатильність грошового ринку та можливість негативних наслідків через недостатню конкуренцію чи змову, виняткові права участі дилерів на первинному ринку векселів надаються в меншій кількості країн, ніж у випадку бондів. Зокрема, виняткове право участі в конкурентних аукціонах із розміщення векселів первинні дилери мають у Австрії, Болгарії, Бельгії, Вірменії, Греції, Казахстані, Литві, Нідерландах, Португалії, Польщі, Словенії, Угорщині, Швеції, окремі привілеї — у Великобританії, Італії, Фінляндії, Франції.

Винятковий або привілейований доступ первинних дилерів у випадку неконкурентного розміщення систематизовано в табл. 2. Як видно, у 20-ти країнах світу, де застосовується неконкурентне розміщення, вони мають виняткове право або привілеї в розміщенні ДЦП. Обсяг неконкурентного розміщення становить у середньому 10—40 % від обсягу фактичного чи оголошеного випуску на конкурентному аукціоні. В багатьох випадках обсяг неконкурентного розміщення залежить від активності дилерів на конкурентному аукціоні та числа поданих ними заявок. Так, у Австрії, Бельгії й Ісландії вони мають право придбати відповідно 15 %, 38 % і 10 % від обсягу ДЦП, придбаних ними на конкурентному аукціоні.

Винятковий доступ до операцій центрального банку на відкритому ринку. Серед розглянутих країн таке право передбачене лише у 8-ми (Аргентина, Бразилія, Вірменія, Індія, Канада, Португалія, Швеція, США). У Бразилії, Канаді і США це право зумовлене обмеженістю функцій і прав первинних дилерів на ринку ДЦП та наданням їм переважно ролі посередника між ЦБ та іншими учасниками грошового ринку. Для Індії це пояснюється тим, що первинні дилери утримують до

Таблиця 1. Виняткове право чи привілеї доступу первинних дилерів до розміщення ДЦП на конкурентних аукціонах

Країна	Бонди	Векселі
Австрія		Так
Аргентина		Так
Бельгія	Так, разом із простими дилерами	
Болгарія		Так
Бразилія		Ні
Велико-британія	Так	Крім первинних дилерів заявки можуть подавати найбільші учасники грошового ринку, що підписали угоду
Вірменія	Так, разом із дилерами. Прості дилери можуть подавати заявки, що не перевищують певного обсягу, тоді як первинні — на весь оголошений обсяг	
Греція	Так. Первинні дилери — єдині учасники на конкурентних торгах. При розміщенні ДЦП серед синдикату фінансових установ вони мають привілейоване право брати участь у торгах у разі відмови	
Ізраїль	Так, 80 % бондів із фіксованою дохідністю	Ні
Індія		Ні
Ірландія	Так	Ні
Ісландія		Так
Італія	До 25 % від оголошеної суми дорозміщення середньо- й довгострокових ДЦП та 10 % шестимісячних ДЦП із фіксованою дохідністю	
Іспанія	Право подавати заявки за 30 хвилин до закінчення аукціону	Ні. Мають доступ лише до неконкурентного розміщення
Казахстан		Так
Канада		Ні
Литва		Так
Мексика		Ні
Нідерланди		Так
Польща		Так
Португалія		Так
Словенія		Так
США		Ні
Угорщина		Так
Фінляндія	Тільки на еталонні випуски та в разі дорозміщення на аукціоні	
Франція	Мають винятковий доступ лише до окремих аукціонів	
Чехія	Так	Ні
Швеція		Так

Джерело: власні дослідження авторів на основі даних міністерств фінансів відповідних країн.

90 % ДЦП (унаслідок зобов'язання утримувати частку ДЦП у своїх активах близько 50 %), є державними фінансовими установами³ та мають широкі повноваження як на ринку ДЦП, так і на грошовому ринку.

Винятковий доступ до рефінансування з боку ЦБ у разі проблем із ліквідністю. Із 28-ми країн цей додатковий привілей передбачений у Індії, Канаді, Мексиці, США й Фінляндії.

³ State Bank of India Group Company with impeccable lineage. About Us: [Електр. ресурс]. — <http://www.sbidfhi.com/insidepage.php?catid=1>.

Таблиця 2. Привілеї первинних дилерів у країнах, де проводиться неконкурентне розміщення ДЦП

Країна	Обсяг неконкурентного розміщення серед первинних дилерів	Розподіл неконкурентного розміщення	Ціна / кількість аукціонів	Тип ДЦП
1	2	3	4	5
Австрія	До 15 % від фактичного обсягу розміщення на конкурентному аукціоні	Обсяг неконкурентних заявок не повинен перевищувати частку первинних дилерів із придбання ДЦП на двох останніх конкурентних аукціонах	c* / 1	Бонди
Аргентина	—	—	—	—
Бельгія	До 38 % від фактичного обсягу розміщення на конкурентному аукціоні**	Пропорційно частці придбання	c / 4	Векселі й бонди
Болгарія	Співвідношення конкурентного й неконкурентного розміщень має становити 80:20	Переважне право мають первинні дилери, ціни конкурентних заявок яких були вищими. Загальний обсяг придбання дилерами не повинен перевищувати 15 %, 35 % і 50 % коротко-, середньо- й довгострокових ДЦП. За рівності цін заявки задовольняються пропорційно їх обсягу. Не розміщений на неконкурентних торгах обсяг розміщується на наступному конкурентному аукціоні	c / 1	Векселі й бонди
Велико-британія	10 % від запланованого обсягу розміщення бондів із фіксованою дохідністю на конкурентному аукціоні	Рівномірний розподіл серед первинних дилерів	c / 1	Векселі й бонди
	10 % від запланованого обсягу розміщення бондів із індексованою дохідністю на конкурентному аукціоні	Пропорційно частці придбаних протягом трьох останніх аукціонів ДЦП із індексованою дохідністю	n*** / 1	
Вірменія	Не визначено	Обсяг неконкурентних заявок первинних дилерів не повинен перевищувати 1 % від загального випуску. Це можливо тільки в разі, якщо обсяг конкурентної заявки перевищує обсяг неконкурентної заявки у 5 разів	—	Векселі й бонди
Греція	20 % від запланованого обсягу розміщення на конкурентному аукціоні розподіляється до проведення конкурентного аукціону	Перше розміщення відбувається пропорційно числу поданих заявок	c / 3	Векселі й бонди
	20 % — після проведення конкурентного аукціону	Друге розміщення в разі перевищення попиту над пропозицією відбувається пропорційно частці придбання на конкурентному аукціоні		
Ізраїль	До 15—18 % від фактичного обсягу розміщення на конкурентному аукціоні	15—18 % від обсягу, придбаного первинними дилерами на конкурентному аукціоні	c / 1	Бонди

Продовження табл. 2

1	2	3	4	5
Ірландія	20 % від фактичного обсягу розміщення бондів на конкурентному аукціоні	Частка кожного первинного дилера на 50 % залежить від його активності з роздрібного розповсюдження бондів за останніх три місяці (з лагом у 1 місяць) та на 50 % — від частки придбання на останніх трьох конкурентних аукціонах	с / 1	Векселі й бонди
	До 25 % від фактичного обсягу розміщення векселів на конкурентному аукціоні	Пропорційно частці придбання		
Ісландія	До 10 % від фактичного обсягу розміщення на конкурентному аукціоні	Пропорційно частці придбання	с / 1	Векселі й бонди
Іспанія	24 % від фактичного обсягу бондів, розміщених на конкурентному аукціоні	20 % розміщується серед первинних дилерів, які дотримувалися зобов'язань щодо виставлення котирувань; 4 % — серед найактивніших за останній повний місяць	с / 1	Векселі й бонди
	12 % від фактичного обсягу векселів, розміщених на конкурентному аукціоні	10 % розміщується серед первинних дилерів, котрі дотримувалися зобов'язань щодо виставлення котирувань; 2 % — серед найактивніших за останній повний місяць		
Італія	25 % від фактичного обсягу розміщення на конкурентному аукціоні	Пропорційно частці 7-річних ССТ-бондів, придбаних первинними дилерами на трьох останніх конкурентних аукціонах, у загальному обсязі конкурентного розміщення серед дилерів, які подавали неконкурентні заявки	с / 1	Бонди
Казахстан	Не визначено	Не визначено	с / 1	Векселі й бонди
Мексика	20 % від запланованого обсягу розміщення на конкурентному аукціоні	Пропорційно частці ДЦП, придбаних первинними дилерами на конкурентному аукціоні, в загальному обсязі конкурентного розміщення дилерами, що подавали неконкурентні заявки	с / 1	Векселі й бонди
Нідерланди	15 % від фактичного обсягу розміщення на конкурентному аукціоні	Пропорційно частці придбання на останньому конкурентному аукціоні первинними дилерами, якщо вони придбали не менш ніж 3 %, а також виконують зобов'язання щодо встановлення котирувань	с / 1	Векселі й бонди
Польща	20 % від запланованого обсягу розміщення на конкурентному аукціоні	Пропорційно частці ДЦП, придбаних первинними дилерами на конкурентному аукціоні, в загальному обсязі конкурентного розміщення дилерами, котрі подавали неконкурентні заявки	с / 1	Векселі й бонди
Португалія	25 % від запланованого обсягу розміщення векселів на конкурентному аукціоні	Пропорційно частці ДЦП, придбаних первинними дилерами на трьох останніх конкурентних аукціонах	н / 1	Векселі й бонди
	20 % від запланованого обсягу розміщення бондів на конкурентному аукціоні			

1	2	3	4	5
Словенія	25 % від запланованого обсягу розміщення на конкурентному аукціоні	Якщо обсяг неконкурентних заявок менший за обсяг неконкурентного розміщення, залишок розміщується на наступному аукціоні. Коли число неконкурентних заявок перевищує обсяг неконкурентного розміщення, останній рівномірно розподіляється серед первинних дилерів, що подали заявку	н / 1	Бонди
Угорщина	Не визначено	Пропорційно частці ДЦП, придбаних первинними дилерами на конкурентному аукціоні, в загальному обсязі конкурентного розміщення дилерами, котрі подавали неконкурентні заявки. Мінімальний обсяг заявки — 1 млн форинтів, максимальний — 200 млн за обсягу випуску до 41 млрд, 500 млн — понад 41 млрд	с / 1	Векселі й бонди
Чехія	30 % від запланованого обсягу розміщення на конкурентному аукціоні	50 % від придбаного на конкурентних торгах обсягу ДЦП певним первинним дилером	с / 1	Векселі й бонди

* с — середньозважена ціна (дохідність).

** 30 % становить стандартне розміщення та ще 8 %, якщо частка торгівлі даним видом ДЦП (зваженої за критерієм дюрації) за останніх 4 місяці становить не менше 8 %.

*** н — найменша ціна.

Джерела: власні дослідження авторів; Ministry of finance of the Republic of Bulgaria. Documents: [Електр. ресурс]. — <http://www.minfin.bg/en/page/68> (для Болгарії); Statement by the national treasury management agency. Bond issuance procedures and related debt management arrangements, including the primary dealer system. October 2002: [Електр. ресурс]. — <http://www.ntma.ie/Publications/PrimaryDealerDocumentAgreedOCT2002.pdf> (для Ірландії); Italian Department of the Treasury. Example of CCT issuance degree: [Електр. ресурс]. — http://www.dt.tesoro.it/opencms/opencms/handle404?exporturi=/export/sites/sitodt/modules/documenti_en/debito_publico/risorse_correlate/Example-of-CCT-Issuance-Decree.pdf&%5d (для Італії); Министерство финансов Республики Казахстан. Правила проведения размещения, выплаты вознаграждения и погашения ГЦБ, эмитируемых МФ РК (13.05.2002 г.): [Електр. ресурс]. — <http://www.minfin.kz/index.php?uin=1120292590&lang=rus&chapter=1125898420> (для Казахстану); Dutch State Treasury Agency. General Primary Dealer Conditions. — 2009. — 11 p.: [Електр. ресурс]. — <http://www.dst.a.nl/uploads/conditions%20pd%202009%20agg.pdf> (для Нідерландів); OECD. StatExtracts. Term Economic Indicators: Hungary: [Електр. ресурс]. — http://74.125.77.132/search?q=cache:OrAAeslWSDUJ:stats.oecd.org/OECDStat_Metadata/ (для Угорщини).

Привілейований доступ до операцій рефінансування з боку уряду. Такий доступ передбачено в операціях із розміщення ним тимчасово вільних касових залишків, у тому числі через операції репо, в Бельгії (лише для первинних і простих дилерів), Греції, Ірландії, Ісландії, Фінляндії, Угорщині, Чехії.

Винятковий доступ до операцій міністерства фінансів із дострокового викупу ДЦП, обміну неліквідних ДЦП на ліквідні. Передбачений у Аргентині, Бельгії (лише для первинних і простих дилерів), Угорщині, Фінляндії, Чехії.

Виняткове право придбати в міністерства фінансів чи центробанку ДЦП, потрібні для поставки за чинними форвардними або ф'ючерсними контрактами.

Право на отримання визначеної комісії за участь у розміщенні ДЦП. Цей спосіб стимулювання активності первинних дилерів зустрічається досить рідко, зокрема у

Греції, Ісландії, Індії, Нідерландах, Швеції. При цьому в Ісландії, Нідерландах і Швеції міністерство фінансів передбачає певну винагороду, яка розподіляється серед дилерів залежно від міри їх активності на первинному і вторинному ринках. У Індії проводиться окремих аукціон, на якому визначається обсяг винагороди за розміщення ДЦП серед дрібних інвесторів.

Звільнення від оподаткування доходів від інвестування у ДЦП.

Можливість не резервувати кошти під час подання заявки.

Ексклюзивне право на декомпозицію й реконструкцію облігацій (Бельгія).

Право здійснювати інші операції з похідними фінансовими інструментами з міністерством фінансів.

Право входити в комісію, що оцінює діяльність первинних дилерів та надає рекомендації щодо підвищення ефективності функціонування внутрішнього ринку ДЦП.

Варто зазначити, що в багатьох країнах виняткові права або привілеї первинних дилерів, які стосуються операцій із похідними інструментами, хоч і передбачені законодавством, не завжди використовуються на практиці.

Зобов'язання первинних дилерів (табл. 3). Основними з них є активна участь у діяльності первинного і вторинного ринків. Активність первинних дилерів на вторинному ринку забезпечується за рахунок зобов'язання перед міністерством фінансів придбати за певний період (найчастіше за 12 місяців) мінімальну частку від запропонованого чи оголошеного обсягу випуску ДЦП на конкурентних аукціонах або в цілому. Найчастіше норма придбання ДЦП становить 2–3% від їх загального обсягу.

Міністерство фінансів, окрім встановлення мінімального рівня участі первинних дилерів у роботі первинного ринку, може обмежувати обсяг придбання дилером певного виду ДЦП. Таке обмеження застосовується практично в усіх країнах та може встановлюватись у грошових величинах або як частка від обсягу ДЦП, розміщених на аукціоні (для Іспанії, Великобританії, США, Канади на рівні 25–40% від обсягу випуску окремого виду цінних паперів). Жорсткіші обмеження, як правило, встановлюються на короткострокові ДЦП, а також на цінні папери із плаваючою доходністю. В разі придбання великої частки окремого виду ДЦП (40–50% від загального випуску) міністерство фінансів часто вимагає інформацію про структуру інвесторів у ДЦП, на основі якої приймається рішення про задоволення всієї заявки або її частини.

Варто зазначити, що в більшості країн для забезпечення реальної участі первинних дилерів у фінансуванні дефіциту бюджету вживається сегментація за видами й терміном обігу ДЦП. Найпростішим методом сегментації є отримання зобов'язання від первинного дилера придбати окремо певну частку векселів і бондів. Ще одним методом є встановлення зобов'язання щодо мінімальної частки придбання окремих видів ДЦП у розрізі термінів обігу. При цьому може використовуватися дискретна система (5-, 12-місячні, 3-, 5-річні тощо) або система розподілу на певні групи (наприклад, у Бельгії використовується такий розподіл бондів:

Таблиця 3. Зобов'язання первинних дилерів щодо їх участі в роботі первинного ринку

Країна	Частка придбання в розрізі підвидів ДЦП від оголошеного/ розміщеного ДЦП	Період	Метод контролю активності первинних дилерів
Бельгія	2 % векселів від розміщеного 2 % бондів від розміщеного	12 місяців	Зважування за дюрацією Сегментація за терміном обігу
Болгарія	2 %	12 місяців	—
Великобританія (неформально)	2,5 % бондів від розміщеного	3 місяці	—
Греція	2 % бондів від розміщеного	12 місяців	Зважування за дюрацією
Ізраїль	5 % бондів із фіксованою дохідністю від розміщеного	12 місяців	—
Індія*	—	—	—
Італія	3 % від розміщеного	12 місяців	Зважування за коефіцієнтами
Іспанія	3 % від розміщеного	аукціон	Мінімальні абсолютні обсяги Зважування за дюрацією**
Канада	10 %, включаючи операції на вторинному ринку	24 місяці	—
Литва	1 % від оголошеного	4 місяці	—
Польща	5 % від розміщеного	4 місяці	Зважування за коефіцієнтами: 0,5 (із терміном до 4-х років); 1,5 (із терміном понад 4 роки)
Португалія	2 % бондів із фіксованою дохідністю 2 % векселів від розміщеного	24 місяці 12 місяців	—
Франція***	—	—	—
Угорщина	2 % бондів від розміщеного 2 % векселів від розміщеного	6 місяців	—
Чехія	3 % бондів від оголошеного 3 % векселів від оголошеного	12 місяців	—

* Частка ДЦП у структурі активів первинних дилерів має становити не менше ніж 50 %.

** Використовується для оцінки активності на вторинному ринку.

*** Зобов'язання первинних дилерів зафіксовані в договорах із міністерством фінансів, що є конфіденційними.

Джерела: власні дослідження авторів; Министерство на финансите на република България. Пазар на ДЦК: [Електр. ресурс]. — <http://www.minfin.bg/bg/page/70> (для Болгарії); Italian Ministry of Economy and Finance. Evaluation criteria of the Italian Government Bond Specialists' activity: Annex to the Public Director Decree no. 74997 of December the 23rd 2008: [Електр. ресурс]. — http://www.dt.tesoro.it/opencms/opencms/handle404?exporturi=/export/sites/sitodt/modules/documenti_en/ (для Італії); Instituto de Gestão da Tesouraria e do Crédito Público, I.P. Bem-Vindo ao IGCP: [Електр. ресурс]. — <http://www.igcp.pt> (для Португалії).

1—8, 8—11, понад 11 років). Обидва методи мають недоліки. Зокрема, перший не враховує впливу конкурентних дорозміщень ДЦП, а при застосуванні другого реальні значення часток заокруглюються.

Іншими методами контролю активності первинного дилера є такі:

— зважування за певними коефіцієнтами, встановленими міністерством фінансів на окремі види ДЦП, та присвоєння відповідного коефіцієнта, на який зважуються обсяги торгів на первинному ринку (Польща й Італія);

— встановлення мінімального абсолютного обсягу придбання ДЦП за кожним видом бондів (Іспанія);

- зважування за дюрацією;
- встановлення в контрактах із міністерством фінансів зобов'язань первинних дилерів, які є конфіденційними (Франція й Австрія);
- встановлення зобов'язань утримувати мінімальну частку ДЦП в активах первинних дилерів (Індія);
- встановлення зобов'язань первинних дилерів постійно брати участь у аукціонах на первинному ринку з визначеним мінімальним обсягом заявки й максимальним відхиленням запропонованої ціни від цін на вторинному ринку (Ісландія);
- заохочення первинних дилерів до участі в первинних аукціонах шляхом надання їм додаткових привілеїв (Нідерланди, Вірменія). Так, у Нідерландах дилерам надається право подати неконкурентну заявку обсягом до 15 % від конкурентного дорозміщення (*tap issue* — основна форма випуску ДЦП у Нідерландах), якщо частка їх придбання перевищує 3 %. У Вірменії, для того щоб придбати на неконкурентних торгах більш ніж 1 % загального випуску ДЦП, обсяг конкурентної заявки має бути більшим, ніж обсяг неконкурентної заявки, у 5 разів.

Слід зазначити, що активність первинних дилерів на вторинному ринку підтримується за рахунок низки заходів, а саме:

- встановлення певних зобов'язань. Частка торгів окремого дилера на вторинному ринку не повинна бути меншою за визначену норму, яка здебільшого збігається з нормою його участі на первинному ринку (Аргентина, Бельгія, Болгарія, Великобританія (формальне зобов'язання відсутнє), Греція, Іспанія, Польща, Португалія, Чехія);

— зобов'язання про подання заявок на вторинному ринку. Більшість країн, що практикують цей захід, встановлюють також максимальний рівень спреду між ціною поставки і придбання. Крім того, в деяких країнах встановлюється мінімальний час, упродовж якого встановлена тверда заявка повинна бути активною, щоб запобігти недобросовісному формальному виставленню заявок протягом короткого відрізка часу на початку або наприкінці торгової сесії.

Крім зобов'язань участі первинних дилерів на первинному і вторинному ринках на них покладається виконання, зокрема, таких функцій, як здійснення операцій із поліпшення структури державного боргу (обмін ДЦП і достроковий викуп неліквідних випусків), розповсюдження серед домогосподарств роздрібних ДЦП (Індія, Франція), складання звітів та проведення досліджень про стан внутрішнього фінансового ринку (практично в усіх країнах), здійснення операцій із похідними інструментами на основі ДЦП (Іспанія, Польща), участь у регулюванні грошового ринку (Бразилія, США, Канада, Індія).

Як уже зазначалось, в Україні також починає формуватися система первинних дилерів на ринку державних цінних паперів, вони отримують виняткове право купівлі облігацій внутрішньої державної позики (ОВДП). Первинний дилер зобов'язаний:

— подавати кожного робочого дня пропозицію іншим первинним дилерам щодо купівлі і продажу облігацій випусків, перелік яких встановлюється Міністерством фінансів України за погодженням із усіма первинними дилерами;

— подавати конкурентні заявки на купівлю ОВДП при їх розміщенні;

— забезпечувати купівлю ОВДП при їх розміщенні не менше ніж 3 % від загального обсягу їх розміщення за конкурентними заявками протягом кожного півріччя;

— забезпечувати обіг ОВДП на вторинному ринку в обсязі не менше ніж 3 % загального обігу протягом кожного півріччя;

— брати участь у зустрічах представників Мінфіну з первинними дилерами та надавати пропозиції щодо графіків проведення розміщень ОВДП;

— надавати Мінфіну інформацію про зміну організаційно-правової форми, юридичної й фактичної адрес у 5-денний термін від дати настання такої зміни;

— не передавати третій стороні свої права за договором.

У чинних документах передбачене право Міністерства фінансів на одностороннє позбавлення первинного дилера його статусу в разі подання ним у заявці на укладання договору неправдивих відомостей, відмови дилера від пропозиції Мінфіну внести загальні для всіх первинних дилерів зміни до договору щодо підтримки ринку державних облігацій, найменших за оцінкою Мінфіну обсягів викупу дилером ОВДП серед інших первинних дилерів за підсумками року.

Порівняння запроваджуваної системи первинних дилерів в Україні з міжнародними аналогами виявляє ряд проблемних моментів, які варто усунути. По-перше, у вітчизняному законодавстві інструменти для оцінки реального внеску первинного дилера у фінансування дефіциту бюджету запроваджені на недостатньому рівні, що може істотно деформувати взаємовідносини в запровадженій системі. Вище зазначалося, що в зарубіжних країнах для вирівнювання реальних вкладів інвесторів при здійсненні операцій із коротко- й довгостроковими державними цінними паперами законодавчо передбачено низку заходів. В Україні на першому етапі розвитку системи первинних дилерів, на нашу думку, доцільно запровадити просту сегментацію (зобов'язання окремо придбати, наприклад, по 3 % векселів і бондів). Це дасть змогу розподілити функції фінансових установ на ринку векселів і бондів, що посилить їх зацікавленість у отриманні статусу первинного дилера.

По-друге, єдиним інструментом підвищення активності первинних дилерів є право Міністерства фінансів розірвати договір у разі, якщо обсяги викупу ОВДП за підсумками року виявляться найменшими серед інших первинних дилерів. Враховуючи досвід інших країн, на наш погляд, варто додатково передбачити право Мінфіну здійснювати неконкурентні розміщення на рівні 30 % від обсягу розміщення на конкурентному аукціоні. Неконкурентне розміщення слід розподіляти серед первинних дилерів у порядку першочергового задоволення заявок тих із них, хто на конкурентних торгах запропонував найвищу ціну на кожен окремий вид

ДЦП. Це підвищить конкуренцію на первинному ринку серед дилерів, а також поліпшить умови загального розміщення, оскільки неконкурентне розміщення здійснюється за середньозваженою ціною двох третин найкращих за ціновими параметрами заявок.

По-третє, законодавчо не передбачена процедура ротачії складу первинних дилерів. Пропонуємо встановити, що претендентом на роль первинного дилера може бути лише та фінансова установа, частка торгівлі якої на вторинному ринку дорівнює або перевищує частку дилера, котрий за обсягами торгів посідає останнє місце.

По-четверте, в більшості країн світу ІПД запроваджено з метою збільшення обсягу операцій на внутрішньому ринку ДЦП, підвищення його ліквідності, запровадження нових фінансових інструментів для ефективнішого управління державним боргом і сприяння розвитку внутрішнього фінансового ринку. Для досягнення мети законодавчо передбачено відповідні права й обов'язки первинних дилерів стосовно використання похідних фінансових інструментів, здійснення операцій із обміну й дострокового викупу ДЦП. На нашу думку, детальний перелік зазначених операцій доцільно визначати в кожному конкретному договорі спільно з дилерами.

По-п'яте, в разі непередбачуваного зменшення в уряді ліквідних засобів він має можливість здійснити додаткову емісію короткострокових ОВДП та розмістити їх на позачерговому аукціоні з повідомленням про це за день до проведення торгів. Досвід інших країн свідчить про необхідність для міністерства фінансів законодавчого обговорення такої процедури.