

## ЗДІЙСНЕННЯ ОПЕРАЦІЙ НА ВІДКРИТОМУ РИНКУ З ВИКОРИСТАННЯМ СИСТЕМИ ЕЛЕКТРОННИХ ТОРГІВ

**Постановка проблеми.** Найбільш поширеним підходом до організації операцій на відкритому ринку є продаж цінних паперів через аукціон в системі електронних торгів. Цей метод є ринковим і “прозорим”. Інформація про продаж цінних паперів поширюється заздалегідь, покупці повідомляють свою ціну на конкурентній основі до встановленого терміну, а розподіл здійснюється тільки на підставі ціни. Однак саме через ці причини виникає потенційний ризик для емітента при проведенні аукціонів. Може бути подана недостатня кількість заявок для розміщення заявленого урядом обсягу продажу, або встановлена ринком ціна може з багатьох причин виявитися нижче мінімуму, прийнятного для уряду тощо. При ухваленні рішення про використання аукціонного методу та розробці конкретних характеристик наміченої аукціонної системи управляючий боргом повинен, наскільки це можливо, врахувати всі ризики й переваги, а також способи зниження невизначеності та підвищення попиту на державні цінні папери.

**Аналіз публікацій** свідчить, що зазначена проблематика у вітчизняній літературі активно досліджується лише кілька останніх років такими науковцями і практиками, як В.М. Геєць, В.М. Кравець, О.М. Махаєва, В.І. Міщенко, А.С. Савченко, М.М. Садовий, А.В. Шаповалов, Г.В. Юрчук та іншими.

**Невирішені раніше частини проблеми** – розробка схем та порядку організації системи електронних торгів на відкритому ринку.

**Метою статті** є розробка загальних принципів та підходів до організації системи електронних торгів і страхування ризиків на відкритому ринку.

**Основний матеріал.** Аукціони можуть проводитися відповідно до двох основних методів: “відкритого оголошення” (*open outcry*) або подачі заявок у запечатаних конвертах (*sealed bid*); причому кожен може використовувати ціну, запропоновану покупцем (*bid price*), або загальну вільну ціну (*common price*) (табл. 1).

Таблиця 1

### Методи продажу боргових інструментів

Вид ціни	“Відкрите оголошення”	Подача заявок у запечатаних конвертах
Ціна покупця	“Голландське”	Найчастіше за все використовується для цінних паперів
Загальна ціна	“Англійське”	Іноді використовується для цінних паперів

Метод відкритого оголошення традиційно використовується для продажу окремих товарів або їх стандартних кількостей (лотів). За методом загальної (чи зростаючої) ціни подача заявок починається на низькому рівні, а учасники торгів

змагаються, підвищуючи заявлену початкову ціну. В міру подачі заявок це дає їм визначену інформацію про конкурентів, але учасникам торгів не обов'язково заявляти максимальну ціну, яку вони готові заплатити, їм варто тільки заявити ціну, що перевищує заявки інших учасників. За допомогою цього методу через аукціон може бути реалізовано декілька предметів протягом декількох раундів. Цей метод називають “англійським”.

На аукціоні, проведеному за методом відкритого оголошення ціни покупця, зазвичай, пропонуються заздалегідь завищені ціни, а потім поступово їх знижують до рівня, коли хтось із покупців на них погоджується. При використанні цього методу учасники торгів одержують менше інформації у ході подачі заявок і у випадку, коли на аукціон виставляється лише один предмет, учасники аукціону змушені оголошувати більш високу ціну, тому що їх очікування пов'язане з ризиком, що конкурент погодиться з раніше запропонованою ціною. При виставленні на аукціон значної кількості товарів учасник аукціону, який не зміг купити першу одиницю товару, має можливість придбати будь-яку наступну. Однак при цьому слід мати на увазі, що тиск у бік підвищення ціни заявок згодом зростає, тому що кількість одиниць товару поступово скорочується. Цей метод називають “голландським”.

Подача заявок методом відкритого оголошення може проводитися анонімно або в електронній формі: заявки вводяться в локальну мережу, причому інші учасники торгів у відкритому режимі можуть бачити заявлену ціну, але не ім'я заявника. Переважна більшість дослідників висловлюють думку, що електронний метод вільної подачі заявок учасників є найбільш ефективним для продажу державних боргових інструментів. На практиці більшість урядів уже використовують модифікації методу подачі заявок у електронній формі, а розвиток електронної комерції дає підстави сподіватися, що в перспективі він буде основним.

При системі аукціону, що спирається на ціни покупців, які перемогли, учасник платить ціну, зазначену в його заявці; при системі, що використовує загальну ціну, цінні папери розподіляються серед тих, хто подав заявки за найбільш високими цінами, але за мінімальної акцептної ціни. У випадку з фінансовими інструментами найбільш висока ціна припускає найменшу прибутковість. Можливо включати в заявку прибутковість, а не ціну, і в цьому випадку цінні папери будуть розподілятися серед заявок з найбільш низькою прибутковістю.

Система, що використовує загальну ціну, означає, що ряд учасників заплатять за цінні папери меншу суму, ніж ту, яку вони вказали у своїх заявках і готові були оплатити. Тому для кривої попиту сума грошей, виручених при системі, що використовує загальну ціну, менше, ніж сума, отримана при системі, що використовує ціну покупця, тому що емітент відмовляється від потенційного доходу. Переваги використання цього методу полягають у тому, що крива попиту не є фіксованою. Теорія аукціонів свідчить, що система з загальною ціною скорочує невизначеність для учасників торгів у ряді сфер і в такий спосіб створює умови, при яких учасники можуть подавати заявки на більш високу ціну, ніж при системі, що використовує ціну покупця. Крива попиту повинна відповідно зміщатися вгору і вправо, і це може більш ніж компенсувати будь-які “втрати” від

розподілу цінних паперів за більш низькою ціною, ніж ті, що були заявлені деякими учасниками.

Ключовий аспект невизначеності, пов'язаної із системою, що використовує ціну покупця, обумовлений з побоюванням останнього, що він може заплатити за цінні папери суму, яка перевищує їхню ринкову вартість. Очевидно, що ціна відсікання є крайньою ціною, що ринок готовий заплатити таку ціну за виставлений обсяг цінних паперів. Імовірно, що торги на вторинному ринку почнуться в районі цього рівня. Усі, хто подав заявку вище цієї ціни, відповідно можуть відразу ж зіткнутися зі збитком, тому що цінні папери, придбані на аукціоні, можуть при повторному продажі приносити меншу суму ніж та, що була сплачена при їх купівлі. На стабільному і глибокому ринку, де справедлива ринкова вартість цінного паперу, імовірно, відома учасникам ринку, елемент невизначеності є дуже низьким. Криві попиту різних систем можуть бути дуже схожими (і навіть однаковими). Це може пояснити, чому експериментальне проведення аукціонів з використанням загальної ціни в США, де існує система, заснована на ціні покупця, не призвело до значної розбіжності цін, отриманих при системах, що використовують ціну покупця і загальну ціну. Експеримент, що полягав у проведенні аукціонів цінних паперів з терміном погашення 2 і 5 років, був початий у вересні 1992 р. після публікації “Спільної доповіді про ринок державних цінних паперів”, підготовленого для Конгресу в січні 1992 р. Однак там, де ринок менш розвинений, а ціни піддаються великим коливанням, мінливість може бути більш істотною.

Вибір між методами, що використовують ціну покупця і загальну ціну, вплине на участь, а також на рівень заявлених цін, особливо там, де ринок характеризується високим ступенем невизначеності. При використанні системи, орієнтованої на ціну покупця, невизначеність може спонукати деяких учасників ринку не брати участь в аукціоні, розраховуючи замість цього на придбання цінних паперів згодом на вторинному ринку. Тому система з ціною покупця може призвести до концентрації подачі заявок у руках невеликого числа учасників.

Але у системи з загальною ціною є і недоліки. Якщо уряд випускає відносно невеликий обсяг боргових інструментів на стабільний і глибокий ринок, то попит може перевищити пропозицію. У цьому випадку деякі учасники торгів можуть бути готові заплатити більш високу ціну за гарантоване придбання цінних паперів. У цьому випадку надбавка до середньої ціни може мати сенс.

При системі, що використовує загальну ціну, також може відбуватися маніпуляція ринком, якщо не буде встановлена верхня межа обсягу цінних паперів, що можуть бути придбані одним учасником торгів, тому що останній може подати заявку на велику кількість цінних паперів за дуже високою ціною, щоб забезпечити успіх своїй заявці, фактично, будучи впевненим, що йому не доведеться платити настільки високу ціну. Такий учасник торгів може потім використовувати своє домінуюче становище відносно даного цінного папера для “вижимання” ринку. Побоювання того, що аукціон допускає подібну маніпуляцію з боку ряду великих організацій, змушуватиме деяких потенційних учасників утримуватися від участі в аукціонах. Наприклад, дилер може “попередньо продати” цінні папери клієнтам до аукціону, задовольнивши вимогу клієнта про надійність угоди, а потім закрити створену “коротку” позицію за рахунок придбання цінних паперів на аукціоні. Але якщо інший дилер зробить успішну

заявку на велику частку цінних паперів (скажімо, 40-50 %) і відмовиться перепродувати їх на початковому етапі, то ціни на вторинному ринку зростуть. Дилер з короткою позицією зіштовхується з проблемами того, хто програв, тому що йому доведеться платити значно більшу ціну, ніж очікувалося, для закриття позиції. Ця більш висока ціна не є результатом передбачуваного ринкового попиту, а скоріше наслідком відповідної маніпуляції.

Використання ціни відсікання має тенденцію до збільшення нестабільності середньої ціни, одержуваної емітентом у ході серії аукціонів, тому що результат може бути визначений однією заявкою, зробленою за ціною відсікання, і не представляти середньозважену величину всіх успішних заявок. Особливо це так, якщо обсяг емітованих цінних паперів визначений, і якщо існує досить велика імовірність, що обсяг запропонованих цінних паперів може бути не покритий заявками на рівні показового ринкового курсу.

Якщо керуючий боргом може визначити точний обсяг, що підлягає розподілу, то невелике коригування цього обсягу може вплинути на ціну відсікання; реалізація права приймати рішення може знизити нестабільність результатів аукціонів в короткостроковій перспективі. Принаймні, на ранніх стадіях розвитку ринку й в умовах, коли ринок відрізняється нестабільністю, деякі керуючі боргом не хочуть використовувати систему з загальною ціною, якщо їм не надане право або розподіляти весь виставлений обсяг цінних паперів, або встановлювати мінімальну ціну. В іншому випадку вони можуть зіштовхнутися із ситуацією, при якій вкрай низька успішна заявка (можливо, “заявка на викид” (“*throw-away bid*”) дуже спекулятивна заявка, подана значно нижче очікуваної ринкової ціни, на аукціоні з недостатнім обсягом заявок для покриття загальної суми виставлених на аукціон цінних паперів) може визначити ціну для всього проданого обсягу. У такий же спосіб будь-який випадок реалізації цього права означатиме, що дії керуючого боргом підвищили ціну, яка підлягає оплаті учасниками, які подали заявки на неконкурентній основі. Якщо вони побоюватимуться одержання цінних паперів за штучно завищеною ціною, то неминуче виявлятимуть небажання використовувати механізм подачі неконкурентних заявок.

Для ринків, що розвиваються, система з загальною ціною може виявитися більш придатною, ніж система з ціною покупця, особливо там, де вводяться нові інструменти або інструменти з тривалим терміном погашення. Однак якщо всі аспекти точно збалансовані, якщо в рамках згаданих вище графіків вважається, що сектори А і В є подібними, то важко знайти причини для переходу з однієї системи на іншу.

У деяких країнах (Великобританія, США) кожен може подавати заявки на аукціоні, в інших правом подачі заявок користуються тільки фінансові інститути або більш обмежене коло первинних дилерів (Франція, Німеччина). Як правило, це практичне чи політичне питання. Якщо аукціони з невеликим мінімальним розміром заявок відкриті для фізичних осіб, то в результаті може виникнути велика кількість дрібних заявок від контрагентів, з якими центральний банк, що є фінансовим агентом уряду, не має прямих відносин (це впливає на питання, пов'язані з платежами і з розрахунком), що може затягувати обробку результатів аукціону. До того ж, в економіці перехідного періоду, при якій ринок ще не стабілізувався, дрібні інвестори можуть не виявляти зацікавленості до участі в

аукціонах. З іншого боку, у визначений момент можливість брати участь в аукціонах може сприяти більш широкій участі роздрібних інвесторів на ринку державних цінних паперів. Хоча на практиці на нього може припадати лише невелика частка цінних паперів, реалізованих на первинному ринку, можливість такої участі може сприяти росту конкуренції при подачі заявок первинними дилерами/ фінансовими інститутами, а також більш конкурентному ціноутворенню на вторинному ринку.

В окремих країнах може існувати політичне зобов'язання відкрити аукціон для учасників роздрібною ринку, незважаючи на його практичну недоцільність. В інших країнах ексклюзивний доступ до аукціонів може бути привілеєм, наданим групі первинних дилерів, щоб компенсувати прийняті ними зобов'язання, наприклад, в галузі гарантованого розміщення цінних паперів, виставлених на аукціон. Однак вартості надання таких привілеїв неможливо дати кількісну оцінку.

У Великобританії письмова заявка, доповнена банківським чеком, може бути подана будь-якою особою аж до дня, що передує аукціону, що дає час для обробки заявок до закриття аукціону. Правом робити заявки за телефоном користуються тільки первинні дилери, з якими центральний банк має прямі відносини (у деяких країнах існує механізм, що дозволяє первинним дилерам робити заявки в електронній формі). Це означає, що обробка заявок після закінчення аукціону не буде затримана через дрібні роздрібні заявки.

Як правило, у країнах з ринковою економікою центральні банки не беруть участь в аукціонах як покупці, їх діяльність обмежується роллю радника і фінансового агента уряду. Відповідно до Маастрихтської угоди центральним банкам країн-учасниць Європейського Союзу забороняється купувати державні цінні папери безпосередньо в уряді, щоб обмежити межу монетарного фінансування потреб уряду в позичкових коштах. У США федеральні резервні банки можуть купувати цінні папери на аукціоні тільки для заміни у своїх портфелях тих цінних паперів, термін погашення яких настав.

Більшість керуючих державним боргом установлюють мінімальний розмір заявки: там, де роздрібні заявки дозволені, ліміт може бути відносно низьким для стимулювання роздрібних заявок, або високим для скорочення кількості одержуваних заявок. У більшості країн ліміт встановлений на досить високому рівні, щоб не заохочувати роздрібну участь, виходячи з того, що процес аукціону більш підходить для "професійного" оптового ринку, а також тому що адміністративні зусилля, необхідні для обробки дрібних роздрібних заявок, як правило, не пропорційні тому додатковому прямому попиту, який ці заявки можуть генерувати. Рішення про те, де установити межу відсікання, повинно прийматися на місцях.

Цілий ряд країн встановлюють верхню межу від загальної суми запропонованих цінних паперів, на яку один учасник (або група пов'язаних компаній) може подати заявку. Така межа звичайно встановлюється на рівні 25-30 %; можуть існувати "м'які" ліміти, чи принципи, що допускають визначену частку маневру з боку органів державної влади при контролі за виконанням даних лімітів. У Великобританії влада враховує будь-яку коротку позицію за цінним папером, що виникла до аукціону, так само як і заявки, зроблені від імені третіх сторін (деякі інвестори просять первинних дилерів зробити заявки для них, використовуючи ту перевагу первинних дилерів, що вони можуть подавати

заявки за телефоном перед самим закриттям аукціону), тому що інтерес становить кількість цінних паперів, яку після аукціону контролюватиме учасник. Це може відрізнятись від кількості, зазначеної в його заявці, або придбаної безпосередньо на аукціоні.

Мета таких верхніх лімітів чи принципів полягає в тому, щоб перешкодити змові маніпулювати ринком конкретної серії цінного паперу. З огляду на це вони повинні бути засновані на загальній сумі цінних паперів, що знаходиться у власності учасника після аукціону, зважаючи на операції з клієнтами, проведеними до аукціону. Якщо заявки, що проходять за всіма іншими параметрами, будуть відкинуті з цих причин, отримана ціна виявиться нижчою, ніж вона могла б бути, однак більшість емітентів вважає, що контроль за дотриманням даних лімітів відповідає їх довгостроковим інтересам, тому що побоювання маніпуляцій на ринку й у протилежному випадку може зупинити деяких потенційних учасників, скоротивши тим самим довгостроковий рівень попиту. Якщо уряд проведе додатковий випуск існуючої серії цінних паперів, що стануть цілком замінні з “материнської” серії відразу ж після аукціону, може бути доцільним встановлення ліміту щодо загальної суми цієї серії цінних паперів, які знаходяться в обігу, безпосередньо після аукціону, а не для частки цих паперів, випущених на даному аукціоні.

Деякі керуючі боргом також устанавлюють максимальний ліміт для загального числа заявок, що можуть подаватися за різними цінами одним учасником. Це робиться переважно з адміністративних міркувань.

Там, де застосовується система, що використовує ціну покупця, емітент може дозволити так звані “неконкурентні” заявки, на підставі яких цінні папери розподіляються за середньозваженою ціною успішних конкурентних заявок. Це дозволяє учасникам працювати на аукціонах, деякою мірою уникаючи ризиків. Такий механізм існує в ряді країн, але форми його істотно відрізняються. Він може служити засобом заохочення до участі на роздрібному ринку. У цьому випадку може встановлюватися відносно низька верхня межа розміру неконкурентних заявок, щоб зробити акцент на роздрібному аспекті та перешкодити фінансовим інститутам широко використовувати даний механізм, а тому учасникам, що подають неконкурентні заявки, можна на практиці гарантувати повне задоволення їх заявок.

Як альтернатива механізм неконкурентних заявок може бути відкритий для оптових покупців, включаючи первинних дилерів. Але в таких випадках влада звичайно встановлює ліміт цінних паперів, що можуть бути розподілені на підставі неконкурентних заявок, наприклад, не більше 20 % цінних паперів, що реалізуються, можливо, з лімітом для окремих покупців. Цей ліміт необхідний, щоб забезпечувати, що ціна цінних паперів, які розподіляються, визначається на підставі достатньої кількості конкурентних заявок. Але якщо загальний ліміт менше суми неконкурентних заявок потенційних покупців, то останнім неможливо гарантувати одержання всього обсягу цінних паперів, на який вони подали заявки: якщо неконкурентні заявки перевищують ліміт, то їх варто скоротити пропорційно.

Якщо система із загальною ціною застосовується для дисконтних цінних паперів з нульовим купоном, то учасники можуть подавати заявку “на 100 за 100 за номіналом” (100 за 100 за номіналом є найбільш високою можливою заявкою на цінні папери з нульовим купоном, якщо тільки номінальна відсоткова ставка

не є негативною), знаючи, що вони повинні будуть розраховуватися за ціною відсікання і, до того ж, будуть практично впевнені в повному задоволенні своїх заявок. Теоретично існує ризик, що аукціон може бути цілком охоплений такими “неконкурентними” заявками, хоча малоімовірно, що це відбудеться більше одного разу, тому що оптові покупці будуть дуже обережно підходити до масованого використання механізму “неконкурентних” заявок, якщо їм доведеться платити 100 за номінал у 100.

З погляду емітента, двома основними перевагами механізму неконкурентних заявок є те, що він дозволяє роздрібним і недостатньо досвідченим інвесторам брати участь в аукціоні, не побоюючись заплатити занадто високу ціну; і в тих випадках, коли гарантується повне задоволення заявок (це можливо тільки для роздрібних заявок), усувається невизначеність щодо того, стане заявка успішною чи ні. Однак якщо емітент практикує розподіл не всієї заявленої суми цінних паперів, то ціна, за якою цінні папери будуть розподілятися серед “неконкурентних” покупців, не обов’язково буде визначатися ринком. Учасники можуть не використовувати даний механізм, якщо матимуть підстави вважати, що їм доведеться платити вище справедливої ринкової ціни або що заявки можуть бути довільно урізані.

Як правило, у країнах з ринковою економікою ринок має загальне уявлення про обсяг цінних паперів, намічених до випуску протягом фінансового року (прогноз уряду про дефіцит бюджету плюс погашення існуючих цінних паперів, причому потреби уряду у фінансових засобах повинні задовольнятися за рахунок внутрішніх немонетарних засобів); але інформація про точну суму цінних паперів, що виставляються на конкретний аукціон, зазвичай повідомляється за кілька днів. Існує ряд зобов’язань у цій галузі, які керуючий державним боргом може взяти на себе. Він може:

- повідомляти про продаж фіксованого обсягу цінних паперів, приймаючи ту ціну, що буде заявлена;
- оголосити про максимальний обсяг розміщення, резервуючи право не розподіляти весь обсяг, якщо буде отримана недостатня кількість заявок за прийнятними цінами;
- оголосити про нижню і верхню межу реалізованого обсягу, забезпечуючи для ринку розумний ступінь впевненості щодо обсягу, зберігаючи при цьому визначену гнучкість.

Питання про попередню інформацію щодо обсягу розміщених цінних паперів пов’язане із встановленням мінімальної ціни незалежно від того чи буде про цей мінімум оголошено привселюдно, і з компромісом між впевненістю ринку і гнучкістю позиції уряду чи центрального банку, тому що визначення мінімальної ціни припускає, що керуючий боргом може не завжди розподіляти весь обсяг виставлених цінних паперів. На глибоких і стабільних ринках, де керуючий боргом впевнений у тому, що в ході аукціону буде отримана надлишкова кількість заявок за прийнятною ціною, звичайно робиться оголошення про фіксований обсяг (або про вузький “коридор”). Це забезпечує для ринку додатковий ступінь впевненості, не підвищуючи істотно ризик для уряду. Наприклад, первинні дилери не захочуть активно брати участь в операціях “*When Issued*” (операції “сірого” ринку з цінним папером до проведення аукціону, що можуть бути важливою частиною процесу визначення ціни), якщо

побоюватимуться, що недостатній обсяг цього цінного папера буде випущений, щоб дозволити їм закрити короткі позиції, що утворилися до аукціону. При операціях “*When Issued*” (WI), що проводяться до аукціону, контрагенти, які працюють на ринку, проводять операції, розрахунок за якими здійснюється після випуску цінного папера. Вони обов’язково припускають, що одна сторона займає коротку позицію за цінним папером до аукціону. Якщо у визначений час інформація про такі операції підлягає розкриттю, тобто публікуються обсяг і ціна угод, але не імена контрагентів, то вона може виявитися дуже корисною для процесу ціноутворення. Але там, де існує високий ступінь невизначеності, влада може прийняти рішення про мінімальну ціну, нижче якої цінні папери не будуть розподілятися: у цілому може виявитися більш доцільно зберігати можливість відмовляти деяким (спекулятивно низьким) заявкам, беручи до уваги той факт, що це створить додаткову невизначеність і в такий спосіб може перешкодити участі деяких осіб, зацікавлених у мінімальних цінах.

Якщо керуючий боргом резервує право використовувати ціну відсікання, але на практиці її не застосовує (тобто якщо в даний момент це механізм на випадок непередбачених обставин), повинно бути ясно, хто конкретно приймає таке рішення (міністр, представник Міністерства фінансів або Центральний банк).

Багато суперечок велося стосовно того, чи може Міністерство фінансів і Центральний банк прогнозувати з більшою точністю скорочення вартості фінансування в майбутньому. Тому що уряду все ж таки необхідно фінансувати свій дефіцит при використанні ціни відсікання, і з огляду на це відмова розподіляти весь обсяг запропонованих цінних паперів передбачає, що цінні папери можуть бути продані за більш високою ціною згодом. Там, де існує глибокий і ліквідний ринок, емітенти, що працюють в умовах ринкової економіки, приймають клірингову ціну (нижчу прийнятну ціну для продажу усіх цінних паперів) як розумну. Але на ринках, що розвиваються, які можуть не бути глибокими або ліквідними, та на яких ціни можуть значно щоденно коливатися, чи при безладді на ринку, коли через різні причини ціни різко міняються в короткий проміжок часу, а ринок ще не впевнений, який рівень цін є прийнятним, можуть виникати підстави для застосування ціни відсікання. Цей механізм може також застосовуватися для такого ринку, де емітент може довести до учасників, що заявки за вкрай низькими цінами просто не будуть прийматися.

Якщо весь заявлений обсяг цінних паперів не буде розподілений на аукціоні, то керуючому боргом варто вирішити, коли вони можуть стати доступними для продажу на ринку, якщо тільки вони не будуть ліквідовані. У зв’язку з цим виникає ряд протиріч. Якщо первинні дилери або інші посередники, що працюють на ринку, вже взяли на себе зобов’язання продати більше цінних паперів клієнтам, ніж керуючий боргом, то вони не зможуть виконати свої зобов’язання. Це може перешкодити їм залучати клієнтів до участі в наступних аукціонах і в такий спосіб знизиться загальний рівень попиту. Але якщо керуючий боргом виставить непродані цінні папери для реалізації на більш пізньому етапі за ціною, що може бути нижче тієї, що була заплачена деякими покупцями на аукціоні, то це може викликати розчарування покупців з приводу того, що керуючий боргом збільшив пропозицію таким чином, щоб понизити ціну на вторинному ринку і привести до капітальних збитків тих, хто купив цінні папери за більш високою ціною. Успішні учасники аукціону можуть відмовитися брати активну участь у ньому в майбутньому.



У деяких країнах проводяться аукціони з продажу відразу кількох цінних паперів, що дає інвесторам можливість вибору термінів цінних паперів. При цьому до загального портфеля входять цінні папери з двома чи трьома різними термінами погашення, а остаточне рішення щодо загального обсягу реалізації і співвідношення між різними запропонованими цінними паперами приймається тільки після одержання всіх заявок. Це є компромісом між збереженням гнучкої позиції для емітента (який обсяг кожного цінного папера з різною терміновістю розподіляти) і впевненістю інвестора (яка буде пропозиція цінних паперів з різними термінами погашення). Більш поширеним є проведення аукціону для одного виду цінного папера, на деяких ринках проведення одного аукціону для кількох цінних паперів може необґрунтовано ускладнювати весь процес. На ринках, що розвиваються, корисною є концентрація заявок і процесу визначення ціни на одному цінному папері.

У більшості країн-учасниць ОЕСР результати аукціону оголошуються в період від 0,5 до 3 годин після закінчення аукціону. Надруковані результати зазвичай включають:

- обсяг заявок;
- загальну номінальну суму кожного виду розподілених цінних паперів;
- середньозважену акцептну ціну;
- різницю між середньою і найменшою акцептною ціною (цю різницю іноді називають “хвостом” (“*tail*”). У випадку аукціону з загальною ціною називається різниця між середньозваженою акцептною ціною заявок і ціною відсікання, що оплачується всіма успішними учасниками).

Ці дані корисні для ринку, тому що надають інформацію про обсяг, рівень і розподіл попиту на ринку; і, як правило, відсутні причини для приховування цих даних. Деяких емітентів на ринках, що розвиваються, хвилює той факт, що якщо будуть опубліковані найменша акцептна ціна, а також середня, то це стимулюватиме учасників подавати заявки за більш низькими цінами на наступному аукціоні. Якщо відсутні операції на вторинному ринку і єдина інформація про ціну, доступною для учасників, є результати попереднього аукціону, то це може становити проблему, хоча в більш віддаленій перспективі конкуренція, сили пропозиції та попиту повинні перебороти таке зниження цін. Учасники в будь-якому випадку знатимуть, що за умовами аукціону деякі заявки нижче середньої ціни були прийняті.

Результати аукціону можна спокійно повідомляти до остаточного розрахунку, якщо: учасники роблять передоплату; можна довіряти покупцям стосовно того, що вони розрахуються вчасно; платіж гарантується третьою стороною, яка заслуговує на довіру.

**Висновки.** Таким чином, там, де правом подачі заявок користуються тільки первинні дилери, нагляд за діяльністю яких здійснює центральний банк, вони зацікавлені в тому, щоб виконувати умови своїх заявок (у протилежному випадку вони можуть втратити статус первинних дилерів), вважаємо за доцільне довіряти їм. Там, де застосовується принцип оплати при постачанні (*delivery-versus-payment* (*DVP*)), ризик, пов'язаний з публікацією результатів до остаточного розрахунку, полягає лише в тому, що може виникнути необхідність переглянути результати, якщо “успішна” заявка не була задоволена, а не в тому, що цінні папери можуть бути переведені до одержання оплати. До оголошення результатів учасники не

знають, чи будуть задоволені їх заявки, і з огляду на це не можуть ефективно керувати ринковим ризиком. Чим довше затримка, тим більше невизначеність; і результатом цієї невизначеності буде тенденція до зниження ціни в заявках. Разом з тим слід зазначити, що використання системи електронних торгів значно спрощує процедури виконання всіх операцій на відкритому ринку.

### *Список літератури*

1. Гребеник Н.І. Тенденції та перспективи розвитку управління грошово-кредитним ринком в Україні // Банківська справа. – 1999. – № 6. – С. 22-28.
2. Міщенко В.І., Шаповалов А.В., Юрчук Г.В. Електронний бізнес на ринку фінансових послуг. – К.: Знання, 2003. – 278 с.
3. Національний банк і грошово-кредитна політика. – К.: КНЕУ, 1999. – 368 с.
4. О деятельности в сфере электронных денег и пруденциальный надзор за институтами, занимающимися этой деятельностью. Директива № 2000 /46/ЕС.2000 // [www.Europa.eu.inf/eurlex/lif/dat/2000/en\\_300L0046.html](http://www.Europa.eu.inf/eurlex/lif/dat/2000/en_300L0046.html).
5. Панова Г.С. Анализ финансового состояния коммерческого банка. – М.: Финансы и статистика, 1996. – 272 с.
6. Роуз П.С. Банковский менеджмент. – М.: Дело ЛТД, 1995. – 768 с.
7. Синки Джозеф Ф. мл. Управление финансами в коммерческих банках. – М.: Gatallaxy, 1994. – 820 с.
8. Финансово-кредитный энциклопедический словарь / Колл. авторов: Под общ. ред. А.Г. Грязновой. – М.: Финансы и статистика, 2002. – 1168 с.

Давидов, М.В. Здійснення операцій на відкритому ринку з використанням системи електронних торгів / М.В. Давидов // Проблеми і перспективи розвитку банківської системи України: зб. наук. праць. – Суми: УАБС НБУ, 2005. – Т. 13. – С. 123-134.