

СЕКЦІЯ 2 СВІТОВЕ ГОСПОДАРСТВО І МІЖНАРОДНІ ЕКОНОМІЧНІ ВІДНОСИНИ

УДК 330.342:167.1

Ковалко Н.М.
*кандидат юридичних наук,
доцент кафедри фінансового права
Київського національного університету імені Тараса Шевченка*

ОСОБЛИВОСТІ ОРГАНІЗАЦІЇ РИНКІВ ДЕРЖАВНИХ ЦІННИХ ПАПЕРІВ У КРАЇНАХ – УЧАСНИЦЯХ ЄС

Україна як європейська держава повинна прагнути до активізації у вирішенні проблем законодавчого врегулювання питань, які стосуються організації ринків цінних паперів. Особливої актуалізації набуває регулювання ринків державних цінних паперів як особливої форми боргової діяльності державі. У статті наведені приклади регулювання та організації ринків державних цінних паперів розвинених держав ЄС, подані можливості реалізації практики в Україні, основні ідеї організації ринків державних цінних паперів у європейських країнах.

Ключові слова: цінні папери, ринок, ринок цінних паперів, державні цінні папери, країни ЄС.

Ковалко Н.М. ОСОБЕННОСТИ ОРГАНИЗАЦИИ РЫНКА ГОСУДАРСТВЕННЫХ ЦЕННЫХ БУМАГ В СТРАНАХ – УЧАСТНИЦАХ ЕС

Украина как европейское государство должна стремиться к активизации в решении проблем законодательного урегулирования вопросов, касающихся организации рынков ценных бумаг. Особой актуализации приобретает регулирование рынков государственных ценных бумаг как особой формы долговой деятельности государству. В статье приведены примеры регулирования и организации рынков государственных ценных бумаг развитых государств ЕС, представлены возможности реализации практики в Украине, основные идеи организации рынков государственных ценных бумаг в европейских странах.

Ключевые слова: ценные бумаги, рынок, рынок ценных бумаг, государственные ценные бумаги, страны ЕС.

Kovalko N.M. FEATURES OF THE ORGANIZATION OF THE MARKET OF STATE SECURITIES IN THE COUNTRIES – PARTICIPANTS OF EU

Ukraine as a European state should strive to revitalize the issues related to the organization of securities markets in resolving the problems of legislative regulation. The regulation of the markets of government securities as a special form of debt activity to the state acquires special actualization. The article gives examples of regulation and organization of government securities markets in developed EU countries, presents the opportunities for implementing practices in Ukraine, the main ideas for organizing government securities markets in European countries.

Keywords: securities, market, securities market, government securities, EU countries.

Постановка проблеми. Світова практика свідчить, що державні цінні папери вважаються найбільш ліквідним та надійним видом капіталовкладень, який затребуваний як юридичними, так і фізичними особами, дозволяючи державі на прийнятних умовах залучати значні фінансові ресурси для фінансування поточного бюджетного дефіциту та обслуговування державного боргу. У провідних країнах світу накопичено значний досвід з випуску державних цінних паперів на зазначені вище цілі, уведено в практику види державних цінних паперів, які відповідають інтересам різних груп населення та інституційних інвесторів, тому дослідження особливостей організації ринків державних цінних паперів у країнах Європейського союзу служить стратегічним орієнтиром для розвитку національного ринку державних цінних паперів. Ключовим аспектом вбачається проведення чіткого аналізу організації ринків розвинених країн-учасниць ЄС, адже в Україні досі не було жодного окремого дослідження з відповідної тематики, тому це робить наше дослідження актуальним на сучасному етапі розвитку.

Аналіз останніх досліджень і публікацій. Питання організації та функціонування ринку державних цін-

них паперів розглядали багато іноземних та вітчизняних учених, зокрема: В. Базилевич, О. Барановський, Т. Вахненко, А. Дзюблюк, І. Дорошенко, Дж. Кейнс, В. Козюк, В. Корнеєв, Ю. Кравченко, Е. Любіна, І. Лютий, Я. Міркін, О. Мозговий, В. Нікіфорова, І. Озеров, В. Островська, А. Охріменко, Н. Приказюк, Р. Рак, Б. Рубцов, Ф. Фабодці, А. Фельдман, В. Шелудько та інші.

Формулювання цілей статті – виявлення або уточнення особливостей організації ринків державних цінних паперів у країнах Європейського Союзу.

Матеріали та методи. Інформаційною базою дослідження стали праці вітчизняних та міжнародних науковців, тексти чинних нормативно-правових актів країн ЄС. Автор послуговувався загальнонауковими та спеціально-науковими методами, зокрема структурно-системним – для з'ясування субординаційних і семантико-юридичних зв'язків досліджуваних правових категорій, а також порівняльно-правовим і лінгво-правовим – з метою визначення змісту юридичних понять і термінів тощо.

Виклад основного матеріалу. Ринки державних цінних паперів у зарубіжних країнах пред-

ставлені досить широким колом цінних паперів: облигаціями, казначейськими зобов'язаннями, векселями, нотами та іншими державними борговими зобов'язаннями, що видаються на різні терміни. Так, випускаються безстрокові державні цінні папери, а також короткострокові на строк до 1 року, середньострокові – від 1 до 10 років, довгострокові – понад 10 років. Ринки державних цінних паперів у зарубіжних країнах характеризуються різноманітними способами виплати доходів за ними, зокрема: встановлення фіксованого процентного платежу, застосування ступінчастої процентної ставки, використання плаваючої ставки процентного доходу, індексація номінальної вартості цінних паперів, реалізація боргових зобов'язань зі знижкою проти їх номінальної ціни, проведення вигрешних позик та ін.

Крім того, тенденцією останніх років у країнах ЄС є введення урядом різноманітних роздрібних боргових програм з метою залучення коштів на фінансування своїх потреб. Їх успіх забезпечений саме наявністю спеціальних програм, добре організованого механізму стимулювання попиту населення на державні боргові зобов'язання. Так, важливу роль у системі підтримки національних заощаджень і створення умов для вкладення громадянами коштів у державні облигації мають урядові програми, що дають власникам малого та середнього бізнесу можливість організувати збереження найманих працівників. Уведення роздрібних боргових програм дозволяє індивідуальному інвестору придбати державні цінні папери на первинному ринку. Цінні папери, які запропоновані роздрібним інвесторам на первинному ринку, світова практика ділить на два види. Перший – це стандартний ринковий інструмент, куплений оптовими інвесторами. Роздрібні інвестори можуть придбати ці інструменти, беручи участь у регулярних боргових аукціонах. Другий вид інструменту – цінні папери, які спеціально розроблені та орієнтовані на фізичних осіб і домогосподарства [9, с. 80].

Ринки цінних паперів країн-членів Європейського союзу тривалий час були розрізненими, фрагментарними. Головну увагу після створення ЄС приділили «уніфікованому ринку» капіталів, визначилися з фінансовими потребами промисловців та їх прагненням до ефективної конкуренції на міжнародному ринку. Оскільки єдиного законодавства, що регулює фінансові ринки країн ЄС, не вироблено, розглянемо особливості розвитку ринків державних цінних паперів окремих країн-членів.

Найбільшим у Європі за обсягом облигаційної заборгованості та третім після США і Японії національним ринком у світі є ринок облигацій Німеччини. Його характерна особливість полягає в тому, що на ньому меншою мірою представлені інші види боргових зобов'язань (облигації промислових фірм та банків). Офіційним позичальником у Німеччині виступає Федеративна Республіка Німеччина, а емітентом (безпосереднім позичальником) – федеральний уряд і уряди земель. Випуском облигацій також займаються Єдиний фонд Німеччини, Казначейство Німеччини, залізниця, пошта та Німецький федеративний банк (Бундесбанк) [10, с. 78].

Державні боргові зобов'язання Німеччини відрізняються великою різноманітністю. Уряд випускає облигації ФРН, федеральні облигації, федеральні касові облигації, казначейські фінансові

зобов'язання, а також фінансові інструменти: боргові сертифікати, ощадні сертифікати, безпроцентні казначейські сертифікати. Усі ці папери, за винятком ощадних сертифікатів, належать до ринкових цінних паперів. Уряди земель випускають в основному земельні казначейські ноти.

Загалом державні цінні папери, що випускаються в Німеччині, за терміном обігу можна розділити на:

- короткострокові казначейські зобов'язання: фінансуються терміном 3, 6 і 12 місяців (випускаються з дисконтними регулярними серіями);
- середньострокові державні цінні папери терміном випуску від 2 до 9 років представлені: казначейськими зобов'язаннями (випускаються з дисконтними регулярними серіями для значної кількості інвесторів), середньостроковими зобов'язаннями державного казначейства (зерноти, що випускаються нерегулярними серіями для великих інституційних інвесторів) та федеральними облигаціями (процентні цінні папери з фіксованою процентною ставкою);
- довгострокові облигації федеральних позик (на 10, 15, 20 і 30 років) – виплата доходу відбувається один раз на рік за фіксованою процентною ставкою [3].

Випуск державних боргових зобов'язань у Німеччині регламентується Економічною радою, яка ухвалює рішення про необхідність випуску облигацій, визначає емітентів, зважаючи на стан ринку цінних паперів. Усі державні облигації Німеччини мають лістинг на біржах, хоча торгівля ними в основному здійснюється на позабіржовому ринку. Німеччина традиційно розділяє банківську діяльність і роботу з цінними паперами, тому інституційних фірм-інвесторів у країні небагато. Банківський закон Німеччини вимагає, щоб будь-яка компанія, що займається кредитною діяльністю, отримала ліцензію Федеральної наглядової палати за банками. Особи або організації, які бажають торгувати на фондовій біржі, повинні отримати дозвіл також від Біржового управління. Останні дані свідчать про зростання значення фінансових конгломератів, які (на додаток до роботи з цінними паперами) можуть також займатися іпотечним кредитуванням через банк, нерухомістю або страхуванням. Коло діяльності регулюється Банківським наглядовим управлінням і Службою страхового нагляду [4].

Німеччина, на відміну від Франції та інших країн ЄС, є федерацією земель, що володіють великим ступенем автономії. Кожна земля має свою фондову біржу. Відповідно до Закону про біржі спостереження за діяльністю фондової біржі здійснюють уряди земель, на території яких вона розташована. Від імені уряду діє Управління спостереження за фондовою біржею, яке є складовою частиною Міністерства економіки відповідної землі. Уряд не займається наглядом або регулюванням ринків, а лише затверджує правила їх саморегулювання. З прийняттям у 1994 р. закону про торгівлю цінними паперами та доповненням до закону про фондові біржі з'явився новий федеральний орган – Комісія з цінних паперів, яка спільно з Федеральною палатою нагляду за банками покликана здійснювати інформативну діяльність банків (забезпечення виконання контрактів, захист контрактів та інше), які виступають професійними учасниками ринку цінних паперів у Німеччині [8, с. 165–166].

Аналіз законодавства Німеччини щодо організації ринків цінних паперів свідчить про високий нормативний рівень. Оскільки Україна є унітарною державою, на відміну від Німеччини, то запозичення законодавства є досить сумнівним. На наше переконання, Україні необхідно створити та розвинути можливості для «фінансових конгломератів», які зможуть поєднувати у своїй діяльності не тільки операції з цінними паперами, але, наприклад, й іпотечне кредитування, що призведе до активного економічного розвитку нашої держави.

Щодо Великобританії, то тут офіційним позичальником виступає Уряд Сполученого Королівства, а емітентом (безпосереднім позичальником) – агентство з управління боргом. Великобританія – перша країна ЄС, яка сформувала свій ринок і систему його регулювання. Велика реформа фінансового ринку сталася у Великобританії в 1986 р., коли були введені договірні комісійні, корпоративне володіння брокером / дилером та дозвіл іноземним фірмам працювати на британському ринку цінних паперів через англійського брокера / дилера.

На ринку Великобританії випускаються різні види державних цінних паперів зі значною варіацією умов випуску: фіксованими та плаваючими ставками, широким спектром термінів погашення тощо. Зокрема, основними видами державних цінних паперів у Великобританії виступають державні облигації та гілти – «золотообрізні цінні папери», які бувають двох типів: договірні та індексовані (терміном випуску від 1 до 50 років).

На державні облигації припадає близько 90% усіх внутрішніх облигаційних позик. Державні облигації випускаються зазвичай на певний термін. Відсотки з них виплачуються два рази на рік, за винятком так званих консолей, за якими відсотки виплачуються один раз у квартал. У наш час державні облигації випускають виключно для фінансування державних витрат [1].

У Сполученому Королівстві ринок цінних паперів характеризується незалежністю банківської діяльності та сектору цінних паперів. Тут існують такі державні цінні папери, як: звичайні та конвертовані облигації; недатовані безстрокові облигації; золотообрізні облигації, що мають власних дилерів; індексовані золотообрізні облигації; золотообрізні облигації з плаваючою процентною ставкою та інші державні цінні папери. Залежно від терміну погашення державні цінні папери, що випускаються у Великобританії, можна поділити на: короткострокові державні цінні папери (казначейські векселі на 3 і 6 місяців, облигації терміном до 1 року, національні ощадні сертифікати, що випускаються виключно для населення); середньострокові облигації з терміном випуску від 1 до 10 років; довгострокові облигації (на 10, 15, 20 і 30 років) і безстрокові облигації (не мають кінцевих термінів погашення). Три чверті облигацій випускаються з єдиною датою погашення, інші – мають дві дати, завдяки чому уряд може на свій розсуд зробити погашення в період між цими датами. При підвищенні курсу облигації вище номіналу уряд користується своїм правом здійснити погашення в більш ранню дату, при зниженні номіналу – у більш пізню дату. Існують також конвертовані облигації, які належать до короткострокових облигацій та можуть бути конвертовані в довгострокові в заздалегідь установлені терміни [3].

Особливістю державних цінних паперів Великобританії є наявність так званих безстрокових облигацій (консолей та інші). Держава має право погасити облигації, однак погашення повністю не проводиться, оскільки їх ринковий курс нижче номіналу. Доцільність погашення виникає за умови зменшення ринкових процентних ставок і збільшення курсу облигацій вище від номіналу. Існують також індексовані облигації. Відповідні облигації були випущені урядом з метою підвищення привабливості державних облигацій і захисту інвесторів від інфляції та коливань процентних ставок. Індикація здійснюється за індексом роздрібних (споживчих) цін. Популярними державними цінними паперами також вважаються казначейські векселі, які належать до короткострокових дисконтних цінних паперів. Їх випуск здійснює Банк Англії за дорученням уряду. Такі цінні папери випускаються на пред'явника з мінімальним номіналом 5 тис. фунтів стерлінгів. Розміщуються казначейські векселі аукціонним методом щотижня в останній робочий день. Сума та термін векселів оголошуються за тиждень до тендеру. Аукціони є відкритими, і в них може взяти участь будь-яка юридична або фізична особа. На відміну від аукціонів з гілтам, під час продажу казначейських векселів задоволення заявок відбувається за цінами, указаними в заявці [5].

Надзвичайно актуальним для України є запровадження індексових облигацій на прикладі Великобританії. Для нашої держави необхідно підіймати привабливість державних цінних паперів, однак, виключно за рахунок захисту інвестора. Коли потенційний інвестор буде відчувати свою захищеність, то рівень інвестицій у державні цінні папери буде тільки зростати.

З жовтня 1988 р. Банк Англії випускав облигації в єку (європейська валютна одиниця), а після прийняття євро став емітувати облигації в євро. Основна мета їх емісії – поповнення валютних резервів. Існує кілька видів цих боргових інструментів: казначейські векселі, казначейські ноти та облигації. Казначейські векселі в євро випускаються на термін один, три й шість місяців, випуск відбувається один раз на місяць відповідно до правил торгівлі на ринку європаперів. Котирування оголошується не в процентах до номіналу, а у вигляді норми прибутковості. Казначейські ноти в євро належать до середньострокових інструментів і випускаються на три роки. Розміщення відбувається один раз у квартал на аукціонній основі. Казначейські облигації в євро, як і ноти, є порівняно новим фондovим інструментом [8, с. 161].

У Франції фінансування державою значної частини економічної, соціальної сфери, а також покриття бюджетного дефіциту відбувається за рахунок емісії його боргових зобов'язань. Поряд з Міністерством економіки найважливішим органом проведення економічної політики Франції є Державне казначейство, у функції якого входить проведення емісій, розміщення боргових зобов'язань на французьких і світових фінансових ринках, а також здійснення контролю над обсягом та ефективністю емісій.

Структура ринку державних цінних паперів у Франції може бути представлена трьома категоріями паперів:

- казначейськими асимільованими облигаціями OAT (Obligations Assimilables du Tresor), які є засобом формування довгострокового державного боргу;

- казначейськими бонами з фіксованою ставкою та щорічним купоном BTAN (Bo du Tresor a Taix Fixe et Interet Annuel), що представляють собою середньострокові державні боргові зобов'язання;

- казначейськими короткостроковими бонами з фіксованою ставкою та попередньо розрахованим купоном BTF (Bom du Tresor a Taux Fixe et Interets Prescomptes), які є інструментом короткострокового державного запозичення [2].

З точки зору терміну погашення державні цінні папери, що випускаються у Франції, можна розділити на короткострокові облигації (4-7 тижнів), короткострокові дисконтні інструменти (13, 26 і 52 тижнів), середньострокові процентні облигації (від 2 до 5 років) та довгострокові процентні облигації (від 7 до 30 років) [3].

В останні роки на ринку з'явилися нові різновиди державних цінних паперів з плаваючою процентною ставкою, покликані викликати особливий інтерес інвесторів. Це, перш за все, казначейські асимільовані облигації, індексовані за інфляцією, створення яких переслідує мету поліпшення управління державним боргом та зниження витрат на його обслуговування. Для індексації цих паперів використовується індекс споживчих цін, розрахунок якого проводиться Національним інститутом статистики [6].

Як вже зазначалося раніше, для України набуває важливості залучення інвесторів у купівлю державних цінних паперів. Досвід Франції демонструє, що надання можливостей купівлі цінних паперів з плаваючою процентною ставкою є психологічним фактором для інвесторів відчувати свою захищеність. Звичайно, Україна є економічно нестабільною державою, проте забезпечення гарантій інвесторам допоможе підняти інвестиційну привабливість нашої держави.

Цікавим нововведенням у використанні державних боргових зобов'язань у Франції стали STRIPS (Separate Trading of Registered Interest and Principal of Securities – програма роздільного продажу зареєстрованих державних цінних паперів і купонів), уперше емітовані в 1991 р. Принцип роздроблення полягає в тому, що основна вартість облигації та її купон поділяються на кілька паперів з нульовим купоном. При використанні цієї техніки стає можливим роздільне звернення на ринку капіталу і купонів облигацій з різними термінами погашення [7].

Усі нові цінні папери емітуються та розміщуються на фондовому ринку Франції, структура якого досить складна. Перш за все, він умовно ділиться на два сектори: регульований і нерегульований. До регульованого ринку належать: перший ринок (складається з ринку місячних угод і ринку готівки угод), другий ринок (є посередником між першим ринком та позабіржовим ринком) і новий ринок (призначений для інноваційних підприємств або активно зростаючих компаній). Крім того, з 1994 р. успішно розвивається ринок позик під державні цінні папери. До нерегульованого сектору належить позабіржовий ринок – ринок угод за взаємною згодою, на якому одним з учасників угоди має бути кредитна або фінансова установа, яка має дозвіл на біржову діяльність [8, с. 170].

Така структура ринку цінних паперів Франції може бути також в Україні. Можливість запровадження регульованого та нерегульованого ринку повинна відбуватися в чіткому законодавчому полі для унеможливлення зловживань (особливо в нерегульованому секторі).

Французькі державні цінні папери відрізняються високою ліквідністю та надійністю, відіграючи важливу роль на міжнародному фондовому ринку. Франція займає друге місце після Німеччини за обсягом емітованих державних єврооблігацій.

Висновок. Кожна держава-учасниця ЄС має ряд своїх особливостей в організації ринків цінних паперів. Багаторічний досвід відповідних держав свідчить, що для економічного зростання та інвестиційної привабливості необхідно забезпечити належне функціонування боргової політики держави. Вивчення зарубіжного досвіду функціонування ринків цінних паперів показує, що існуючі в розвинених країнах ринки спираються на численні заощадження приватних осіб. Для України є вкрай актуально створити умови для обміну досвідом з європейськими країнами. Таким чином, на моє переконання, для нашої держави можливо запровадити такі ініціативи в розвитку ринку державних цінних паперів:

- створити та розвинути можливості для «фінансових конгломератів», які зможуть поєднувати у своїй діяльності не тільки операції з цінними паперами, але, наприклад, й іпотечне кредитування;
- запровадити індексовані облигації на прикладі Великобританії;
- надати можливості купівлі цінних паперів з плаваючою процентною ставкою;
- створити секторальну структуру цінних паперів з поділом на регульований та нерегульований ринки.

БІБЛІОГРАФІЧНИЙ СПИСОК:

1. Debt and reserves management report 2010-11. URL: http://www.direct.gov.uk/prod_consum_dg/groups/dg_digitalassets/@dg/@en/documents/digitalasset/dg_186446.pdf.
2. Agence France Tresor. URL: <http://www.aft.gouv.fr/index.php3?lang=ru>
3. Business&Financial News, Breaking News Headlines. URL: <http://www.bloomberg.com>.
4. Deutsche Bundesbank Eurosystem. URL: <http://www.bundesbank.de/index.en.php>.
5. The UK's economics & finance ministry. URL: <http://www.hm-treasury.gov.uk>.
6. Improving efficiency in the European government bond market by Avinash D. Persaud // A report by ICAP plc. 2006. URL: http://www.eurocapitalmarkets.org/files/ICAP_Brussels_Nov2006.pdf.
7. The euromoney international debt capital markets handbook 2011. URL: http://treasury.worldbank.org/cmd/pdf/Euromoney_2011_Handbook_International_Debt_Capital_Markets.pdf.
8. Никифорова В.Д. Государственные и муниципальные ценные бумаги / В.Д. Никифорова, В.Ю. Островская. СПб.: Питер, 2004. 336 с., ил.
9. Приказюк Н.В. Ринки державних цінних паперів: світовий досвід та вітчизняні реалії [Текст] / Н.В. Приказюк, Т.П. Моташко // Фінанси України. К., 2009. № 2. С. 73–81.
10. Рак Р.В. Інновації на ринку державних цінних паперів України. Фінанси України. 2009. № 12. С. 72–80. URL: http://nbuv.gov.ua/UJRN/Fu_2009_12_11.

Kovalko N.M.
Candidate of Economic Sciences,
Associate Professor in Financial Law Department of the Faculty of Law
Kyiv National University named after Taras Shevchenko

FEATURES OF THE ORGANIZATION OF THE MARKET OF STATE SECURITIES IN THE COUNTRIES – PARTICIPANTS OF EU

Background. Worldwide practice shows that government securities are considered to be the most liquid and reliable type of investment demanded by both legal and natural persons, allowing the state to attract significant financial resources to finance current budget deficits and servicing public debt on acceptable terms.

Analysis of recent research and publications. The questions of organization and functioning of the market of government securities were considered by many foreign and domestic scientists, in particular: V. Bazylevych, O. Baranovsky, T. Vakhnenko, A. Dzyublyuk, I. Doroshenko, J. Keynes, V. Kozyuk, V. Korneev, Yu. Kravchenko, E. Lyubkina, I. Lyuty, Ya. Mirkin, O. Mozgovy, V. Nikiforov, I. Ozerov, V. Ostrovskaya, A. Okhrimenko, N. Prikazyuk, R. Rak, B. Rubtsov, F. Fobotzzi, A. Feldman, V. Sheludko and others.

The aim of the work is Identification or clarification of the peculiarities of the organization of markets of government securities in the countries of the European Union.

Materials and methods. The information base of the research was the works of domestic and international scholars, texts of the current normative legal acts of the EU countries. The author used general scientific and special-scientific methods, in particular, structural-system – to find out the subordinate and semantic-legal relationships of the studied legal categories, as well as comparative legal and linguistic-legal – in order to determine the content of legal concepts and terms, etc.

The results of the research. Markets of government securities in foreign countries are represented by a fairly wide range of securities: bonds, treasury bills, notes, notes and other government debt issued for different periods.

Conclusion. The study of foreign experience in the functioning of securities markets shows that the existing markets in developed countries are based on the numerous savings of individuals. The low level of income of the Ukrainian population, due to this lack of free savings, is an objective obstacle to the development of the national stock market, including the sector of government securities. It is extremely important for Ukraine to create conditions for the exchange of experience with European countries. Summing up, in my opinion, for our state, it is possible to introduce the following initiatives in the development of the market of government securities:

- create and develop opportunities for "financial conglomerates" that can combine in their activities not only transactions with securities, but also, for example, mortgage lending;
- introduce indexed bonds on the example of the UK;
- provide opportunities to purchase floating rate securities;
- creation of a sectoral structure of securities with a division into regulated and unregulated markets.