

Բանալի բառեր՝ ներդրումային ծառայություններ, արժեթղթերի շուկա, մասնագիտացված գործունեություն, ներդրումային ընկերություններ, ներդրումային ֆոնդեր, ֆոնդային բորսա:

ՀՏԴ 336.76(479.25)

ՆԵՐԴՐՈՒՄԱՅԻՆ ԾԱՌԱՅՈՒԹՅՈՒՆՆԵՐԻ ԻՐԱԿԱՆԱՑՄԱՆ ԱՐՏԱՎԱՅՄԱՆՅԱՆ ՓՈՐՁԻ ՀԱՄԵՄԱՏԱԿԱՆ ՎԵՐԼՈՒԾՈՒԹՅՈՒՆ

Հասմիկ ԹՈՐՈՍՅԱՆ

ՀՊՏՀ բանկային գործի և
ապահովագրության ամբիոնի դասախոս,
տնտեսագիտության թեկնածու

Հայաստանի Հանրապետության արժեթղթերի շուկայում ձևավորված իրավիճակի ֆոնին, կարծում եմ, անհրաժեշտ է անդրադարձ կատարել ոչ միայն սեփական պատմական փորձին, այլև միջազգային պրակտիկային:

Այդ իսկ պատճառով, անհրաժեշտ է դիտարկել, թե ինչպես է զարգացել մասնագիտացված գործունեությունը այնպիսի խոշոր արժեթղթերի շուկաներում, ինչպիսիք են ամերիկյանը, Եվրամիության երկրներինը (մասնավորապես՝ ֆրանսիականը և գերմանականը):

Արտասահմանյան գրականության մեջ և օրենսդրությունում «ներդրումային ծառայություններ» կատեգորիան ավանդաբար օգտագործվել է, առաջին հերթին, այն դեպքերում, երբ խոսքը գնացել է արժեթղթերի շուկայում գործառնությունների իրականացման մասին: Մասնավորապես, առաջին իրավական ակտերի թվին կարելի է դասել ԱՄՆ-ում միաժամանակ ընդունված ֆեդերալ այն օրենքները, որոնցով ապահովվել է արժեթղթերի շուկայի կարգավորման ժամանակակից մոտեցումները: Դրանք են. 1940 թվականին ընդունված ներդրումային ընկերությունների մասին օրենքը (*Investment Companies Act*) և Նոյնպես 1940 թվականին ընդունված՝ ներդրումային խորհրդատուների մասին օրենքը (*Investment Advisers Act*):

Ներդրումային ընկերությունների մասին օրենքը բազային իրավական ակտերի մեջ իր կարևորությամբ համարվում է երրորդը, որն, ըստ էության, լրացնում է 1933 և 1934 թվականների ԱՄՆ ֆոնդային շուկան կարգավորող օրենքները¹: 1940թ. ընդունված օրենքը կարգավորում է ներդրումային ընկերությունների գործունեությունը, որոնք հանդիսանում են արժեթղթերի շուկայի հիմնական մասնագիտացված մասնակիցները: Ներդրումային ընկերությունների միջոցով ապահովող գլխավոր խնդիրը ներդրումային ռիսկերի բաշխումն է: Իր ակտիվները տեղաբաշխելով տարբեր ռիսկայնությամբ և տարբեր եկամտաբերությամբ արժեթղթերում, ներդրումային ընկերությունները հարթեցնում են ներդրողների հնարավոր կորուստները: Օրենքը ներդրումային ընկերությունները տրոհում է երեք կատեգորիաների.

1. Սերտիֆիկատներ թողարկող ներդրումային ընկերություններ (*Face-amount Certificate Companies*): Դրանք իրականացնում են տեղաբաշխման սերտիֆիկատների թողարկում, որոնք ըստ էության հանդիսանում են չափահաված պարտատուներ և տիրապետողին իրավունք են տալիս կամ սահմանված ժամկետում ստանալ ամրագրված եկամուտ, կամ էլ պահանջել սահմանված ժամկետում սերտիֆիկատի հետգնումը,

2. Ներդրումային ֆոնդեր, յուևիտ-տրաստներ (*Unit Investment Trusts*): Յուևիտ-տրաստի փայի արժեթղթեր ունեցող անձը (share) իրավունք չունի պահանջելու հաստատագրված գումարի եկամտի վճարում: Ունենալով յուևիտ-տրաստի փայ, նա իրավունք է ձեռք բերում ստանալու արժեթղթերի որոշակի փաթեթից եկամուտ, որը գտնվում է կամ հավատարմագրային կառավարչի մոտ, կամ էլ կաստոդիալային դեպոզիտարիայում: Յուևիտ-տրաստներում գոյություն չունի տնօրենների վարչություն, դեկավարման (մենեջմենթի) դերը ներդրումային փաթեթի որոշման և կառավարման շրջանակներում նվազագույնի է հասցված,

3. Կառավարող ընկերություններ (*Management companies*): Բոլոր այն ներդրումային ընկերությունները, որոնք չեն հանդիսանում սերտիֆիկատներ թողարկող ընկերություններ կամ յուևիտ-տրաստներ, համարվում են կառավարող ընկերություններ: Որպես կանոն, կառավարող ընկերությունը գլխավորում է վարչությունը (կառավարիչների խորհուրդը), որը ներդրումների ռազմավարության և մարտավարության ընտրության մեջ ունի լայն իրավասություններ: Կառավարող ընկերությունները թողարկում են արժեթղթեր (սերտիֆիկատներ, փայեր, բաժնետոմսեր), որոնք ունեն բաժնետոմսերին բնորոշ իրավական բնույթ (*equity securities*): Կառավարող ընկերությունների արժեթղթերը երբեմն համապատասխանում են պարտքային պարտավորություններին, որը ներդրողներին իրավունք է տալիս ստանալու ամրագրված եկամուտ: Կառավարող ընկերությունները բաժանվում են, այսպես կոչված, բաց (*open - end companies*), որը սովորաբար անվանում են կոլեկտիվ ներդրումային ֆոնդ (*mutual funds*) և փակ (*close - end companies*):

1940թ. ԱՄՆ-ում ընդունված ներդրումային խորհրդատուների մասին օրենքը սահմանում է այն անձանց նկատմամբ պահանջները, որոնք արժեթղթերի թողարկման ծրագրի, արժեթղթերի շուկայի վիճակի և այլնի երաշխավորությունների կամ վերլուծության նախապատրաստման ճանապարհով իրականացնում են ձեռնարկատիրական գործունեություն: Այդ օրենքի համաձայն ընկերությունը կամ անհատ ձեռնարկատերը, ով ցանկանում է զբաղվել արժեթղթերում ներդրումների կատարման խորհրդատվությամբ, պետք է գրանցվի արժեթղթերի առևտրի հանձնաժողովում և հետևի ներդրողների պաշտպանության դրույթներին: 1966թ. օրենքում կատարվեցին ուղղումներ (լրացումներ), համաձայն որի արժեթղթերի առևտրի

հանձնաժողովում կարող են հաշվառվել միայն այն խորհրդատուները, որոնց կառավարման ներքո առկա են 25 մլն ԱՄՆ դոլարի ակտիվներ կամ այն խորհրդատուները, որոնք իրենց ծառայություններն են մատուցում արդեն գրանցված ներդրումային ընկերությունների կազմում:

Հատկանշական է, որ դեռևս անցած հարյուրամյակի 30-ական թվականներին ԱՄՆ-ում ձևավորվեց արժեթղթերի շուկայի կարգավորման երկրակարգակ համակարգ: Առաջին մակարդակը պետական կարգավորման մարմիններն են, նախ և առաջ, արժեթղթերի և բորսաների հանձնաժողովը (**Securities Exchange Commission, SEC**) և նահանգներում կարգավորման հատուկ մարմինները: Երկրորդ մակարդակը դա արժեթղթերի շուկայի մասնագիտացված մասնակիցների ինքնակարգավորվող կազմակերպություններն են: ԱՄՆ-ում դրանց թվին են պատկանում, առաջին հերթին, ֆոնդային բորսաները և արժեթղթերի դիլերների Ազգային ասոցիացիան (**National Association of Securities Dealers, NASD**): 1934թ. ֆոնդային բորսաների մասին օրենքի համաձայն արժեթղթերի շուկայի բոլոր մասնագիտացված մասնակիցները պարտավոր են գրանցվել ֆեդերալ մարմնում՝ SEC-ում:

ԱՄՆ-ում որպես ինքնակարգավորվող կազմակերպություն է հանդիսանում NASD-ը, որը ստեղծվել է 1939 թվականին, երբ Կոնգրեսը ընդունեց 1934 թ. օրենքի ուղղումներ, ավելացրեց 15A բաժինը: Օրենքը երաշխավորեց արտաբորսայական շուկաների կառավարման համար ինքնակարգավորվող մարմնի ստեղծումը:

ԱՄՆ-ում մի շարք նահանգների իշխանությունները ընդունել են օրենսդրական ակտեր, որոնք ստացել են «կապույտ երկինք» օրենք անվանումը: Այդ օրենքները կոչված են պաշտպանելու ներդրողների շահերը անբարեխիղճ դիլերներից:

Աշխարհում դեռևս չկա այնպիսի երկիր, որում արժեթղթերի շուկան կարգավորվի այդքան խիստ, ինչպես ԱՄՆ-ում:

Ներդրողների պաշտպանության մասին 1970թ. ԱՄՆ օրենքը ընդհանուր գծերով ուղղված էր հաճախորդների պաշտպանությանը:

Ընդունված օրենքի հիման վրա 1970թ. դեկտեմբերին ձևավորվեց ներդրողների պաշտպանության Կորպորացիա (**Securities Investors Protection Corporation, SIPC**): Իր կարգավիճակով կորպորացիան կիսապետական ոչ առևտրային կազմակերպություն է: Կորպորացիայի անդամ պետք է լինեն բոլոր գրանցված բրոքերները և դիլերները: SIPC-ի հիմնական խնդիրը բրոքերա-դիլերային ընկերությունների հաճախորդների պաշտպանությունն է՝ կապված այդ ընկերությունների սնանկացման արդյունքում ներդրողների հնարավոր կորուստների հետ:

Հարկ է նշել, որ 1929-33 թվականների ճգնաժամի հաղթահարման հետ կապված ԱՄՆ-ում ընդունված այլ որոշումներով, որը նույնպես էական ազդեցություն ունեցավ արտասահմանյան շատ երկրների օրենսդրությունների վրա, բանկային գործունեության և արժեթղթերի շուկայի գործունեության տարանջատումն էր:

Այդպիսի բաժանումը երևան եկավ, այսպես կոչված, Գլասսա Ստիգոլայի օրենքի ընդունման շնորհիվ²:

Այդպիսի բաժանման արդյունքը եղավ այն, որ ԱՄՆ-ում վերոնշյալ օրենքի ընդունումից հետո «ներդրումային ծառայություններ» կատեգորիան սկսեց հասկացվել որպես արժեթղթերում ներդրումների տեղաբաշխման (առաջին հերթին դրամական կապիտալի տեսքով) հետ կապված մասնագիտացված ծառայություններ: Ներդրումային ծառայությունները ավանդաբար հակադրվում էին այսպես կոչված բանկային ծառայություններին՝ կապված ավանդատուների դրամական միջոցների ընդունման և փոխառվական կապիտալի տեսքով այդ միջոցների տեղաբաշխման հետ:

Այդպիսի բաժանումը գոյատևեց բավական երկար: Սակայն, նոր էլեկտրոնային տեխնոլոգիաների զարգացման հետ բանկային և ներդրումային գործունեության բաժանում իրականացնող երկրներում նկատվեց Գլասսա Ստիգոլայի օրենքով սահմանված սկզբունքներից աստիճանական հրաժարում: Որպես այդպիսի հրաժարման օրինակ կարող է ծառայել բանկային ծառայությունների ունիվերսալ համակարգի և բանկերը առևտրային ու ներդրումային բաժանման համակարգի միջև փոխգիշտումը, որը ձեռք բերվեց 1993 թվականի ներդրումային ծառայությունների մասին ԵՄ դիրեկտիվների (**Investment Services Directive, այսուհետ՝ ISD**) շրջանակներում³:

ISD-ի կողմից սահմանված կարգավորումը ուներ համալիր բնույթ և ներառում էր արժեթղթերի շուկայում մասնագիտացված գործունեության լիցենզավորումը, այդպիսի գործունեության հսկողությունը և ներդրողների իրավունքների պաշտպանությունը: ISD-ում ներառված է արժեթղթերի շուկայի ոլորտում օգտագործվող և ինտեգրացված պահանջները արտացոլող հասկացություններ: ISD-ն, ըստ էության, պետք է միավորեր ԵՄ անդամ պետությունների տարբեր իրավական մշակույթների 12 կարգավորող մոտեցումները ֆինանսական ծառայությունների շուկայի կարգավորման միասնական համակարգում: Հարկ է նշել, որ դրանց մեջ էին մտնում ինչպես այն պետությունները, որոնց ֆինանսական շուկան կառուցված էր ունիվերսալ բանկային համակարգի վրա (որի ներկայացուցիչն էր Գերմանիան), այնպես և այն երկրները, որոնք ավանդաբար, բանկային հատվածը բաժանում էին (իսկ դրա հետ նաև ֆինանսական ծառայությունների շուկան) առևտրային բանկերի կողմից զբաղեցնող հատվածի և ներդրումային բանկերի ու այլ ներդրումային միջնորդների կողմից զբաղեցնող հատվածի (Մեծ Բրիտանիա):

Միաժամանակ, ISD-ի շրջանակներում արդեն հնարավոր էր միևնույն մասնագիտացված մասնակիցների կողմից ունիվերսալ ծառայությունների մատուցումը ինչպես բանկային ծառայությունների շուկայում, այնպես և արժեթղթերի շուկայում:

Այսպիսով, գտնվեց պետությունների միջև փոխգիշտման տարբերակ (նրանց, որոնց ֆինանսական շուկաները կառուցվում են ունիվերսալ բանկային համակարգի վրա և նրանց, որոնցում բանկերը բաժանվում են առևտրային և ներդրումային): Ըստ էության, սովյալ մոտեցումը արտացոլում է դրամական կապիտալի տեղաբաշխման հետ կապված ծառայություններ մատուցող կազմակերպությունների գործունեության ունիվերսալացման միտումները⁴:

ԱՄՆ-ի 1999թ. օրենքի ընդունումով, ըստ էության, տեղի ունեցավ «լեզվացում», այլ կերպ ասած օրենսդրական ակտի մակարդակով օգտագործվեց «ֆինանսական ծառայություններ», «ֆինանսական գործունեություն» կատեգորիաները:

Մեծ Բրիտանիայում 2000 թ. հունիսին ընդունվեց նոր օրենք, որը 2001 թ. հունիսից պետք է փոխարիներ 1986 թվականի՝ ֆինանսական ծառայությունների և շուկաների մասին օրենքին (**Financial Services and Markets Act**): Այդ օրենքը գործնականում չունի իր նմանօրինակը, նախ և առաջ, հարաբերությունների կարգավորման ծավալի առումով:

2007թ. նոյեմբերին ուժի մեջ մտավ «ֆինանսական գործիքների շուկաների մասին» ԵՄ-ն 2004թ. ապրիլի 21-ին ընդունված թիվ 2004/39/EC նոր Դիրեկտիվը (MiFID)⁵, որը փոխեց ԵՄ մի բանի դիրեկտիվներ, ինչպես նաև դադարեցրեց ISD-ի գործունեությունը, միաժամանակ իր մեջ ներառելով նրա մի շարք դրույթներ:

Դիրեկտիվով առաջ քաշված «ֆինանսական գործիք» հասկացությունը (financial instrument) ներառում է ոչ միայն արժեթղթերը և դրամական շուկայի գործիքները, այլև կոլեկտիվ ներդրումների ինստիտուտի գործիքները, հաշվարկային և ածանցյալ ֆինանսական գործիքները (օպցիոններ, ֆյուչերներ, սվոփներ, ֆորվարդներ):

MiFID-ի հիմնարար հասկացություններից է «ներդրումային ֆիրմա» (investment firm): Այն անձ է, որը իրականացնում է մեկ կամ մի քանի ներդրումային գործունեության մեկ կամ մի քանի տեսակներ:

Այն ինստիտուտները, որոնց վրա տարածվում է MiFID-ի գործողությունը, հանդիսանում են արժեթղթերի շուկայի մասնագիտացված մասնակիցներ՝ «ներդրումային ֆիրմաներ», որոնց գործունեության համար անհրաժեշտ է ստանալ թույլտվություն (լիցենզիա):

Այսպիսով, MiFID-ի գործունեության ոլորտը ընդգրկում է շուկայի բոլոր գործիքային հատվածները, բաժնետոմսեր, պարտատոմսեր, ածանցյալ ֆինանսական գործիքներ, կոլեկտիվ ներդրումների շուկա:

ԵՄ անդամ որևէ պետությունում լիցենզավորումից հետո, ընկերություններին պետք է իրավունք տրվի ԵՄ ամբողջ տարածաշրջանում գործունեություն իրականացնել՝ առանց ԵՄ անդամ այլ երկրների իրավասու մարմինների կողմից լրացուցիչ թույլտվության ստացման անհրաժեշտության:

Դիրեկտիվը պարունակում է «ներդրումային ծառայություններ և գործունեություն» հասկացության սահմանումը (Investment services and activities), որը ներառում է ֆինանսական գործիքներով հանձնարարականների ընդունումը, փոխանցումը և կատարումը, սեփական հաշիվների վարումը, ներդրումային փաթեթի կառավարումը, ներդրումային խորհրդատվությունը, անդերառայինը, ֆինանսական գործիքների տեղաբաշխումը, այսպես կոչված, բազմակողմ ֆինանսական համակարգի գործունեությունը (Multilateral Trading Facilities, MTF):

Դիրեկտիվով սահմանված է արժեթղթերի շուկայում տեղեկատվության բաց լինելու, գործարքների կատարման մասին տեղեկատվության պահպանման, շուկայի մասնագիտացված մասնակիցների հաշվետվության և այլնի նկատմամբ միասնական պահանջներ:

Յետաբեր է, որ Դիրեկտիվը ներառում է MTF-ի շրջանակներում արժեթղթերի արտաբորսայական շուկայի կարգավորման առանձին տարրեր, սահմանելով ոչ միայն ազգային կարգավորողի մոտ անհրաժեշտ գործունեության իրականացման թույլտվության ստացման պահանջներ, այլև ԵՄ անդամ պետությունների վրա պարտավորություն դնել MTF-ը կառավարող ներդրումային ֆոնդերի և օպերատորների հետ կապված պահանջներ ներառելու:

Դիրեկտիվի տվյալ տրամերը կոչված լինելով բարձրացնել MTF-ի գործունեության թափանցիկությունը, եվրոպական և ամերիկյան ֆինանսական շուկաների խոշոր մասնակիցների մոտ MTF-ի ստեղծման կապակցությամբ ակտիվ հետաքրքրություն են առաջացրել:

ԵՄ անդամ յուրաքանչյուր պետություն պետք է վարի ներդրումային ֆիրմաների ռեգուլյոր և ԵՄ անդամ մյուս երկրներին տրամադրի համապատասխան տեղեկատվություն:

Շուկայի մասնակիցների և փորձագետների կարծիքով MiFID-ի ընդունումը և գործողության մեջ մտնելը լրացուցիչ խթան հանդիսացավ եվրոպական արժեթղթերի շուկայի համախմբման համար, ակտիվացրեց դրա փոխներգործության գործընթացները, ներառյալ ինստիտուտների և ենթակառուցվածքների (բորսաներ, հաշվարկային համակարգեր) միավորումը:

ԵՄ երկրներում արժեթղթերի շուկայի ֆինանսական կարգավորիչի գործառնությունը (վերազգային մասշտաբով) դրված են Էկոնոմիկայի և սոցիալական հարցերի գծով ԵՄ խորհրդին կից մասնագիտական (պրոֆիլային) կոմիտեների և եվրոպական արժեթղթերի Կոմիտեի (European Securities Committee) վրա: Վերջինս ստեղծվել է ԵՄ Հանձնաժողովի 2001թ. հունիսի 6-ի թիվ 2001/528/EC Որոշմամբ՝ արժեթղթերի շուկայի բնագավառում ԵՄ բաղաբաշխության կորրիկցացման բարելավման նպատակով: Կոմիտեի խնդիրը ԵՄ արժեթղթերի շուկայի բաղաբաշխության բնագավառում ԵՄ հանձնաժողովի հանձնարարականների ձևավորումն է՝ Միաժամանակ, ԵՄ Հանձնաժողովի 2001թ. հունիսի 6-ի թիվ 2001/527/EC Որոշմամբ ստեղծվեց «ԵՄ արժեթղթերի շուկայի կարգավորիչների Կոմիտե» անկախ խորհրդատվական խումբը, որի նպատակը արժեթղթերի շուկայի հարցերով հրատապ խորհրդատվությունների անցկացումն է⁷:

Արժեթղթերի շուկայի կարգավորման ոլորտում գոյություն ունի նաև վերազգային բնույթի մարմին, որը չի հանդիսանում կարգավորող բառի իսկական իմաստով: Դա, մասնավորապես, արժեթղթերի շուկայի կարգավորիչների միջազգային կազմակերպությունն է (**International Organization of Securities Commissions**, այսուհետ՝ IOSCO): IOSCO-ն միավորում է ավելի քան 100 պետությունների ֆոնդային շուկաների կարգավորիչներին (համաշխարհային արժեթղթերի շուկայի 90%-ը):

Ֆինանսական ծառայությունների շուկայում ստանդարտների և կանոնների մշակման հարցերում ներգրավված կազմակերպությունների թվին են պատկանում նաև միջազգային հաշվարկների Բանկը (**Bank for International Settlements, BIS**), սվոփի և ածանցյալ գործիքների միջազգային ասոցիացիան (**International Swaps and Derivatives Association, ISDA**), արժեթղթերի շուկայի միջազգային ասոցիացիան (**International Securities Market Association, ISMA**):

Կարևոր է նշել, որ ԵՄ Դիրեկտիվները սպառնիչ պատասխան չեն տալիս ԵՄ անդամ պետությունների արժեթղթերի շուկայի ազգային կարգավորիչների վերջնական տեսքի հարցերին: Դրանք կարգավորման ուղղությունների և բովանդակության դիրեկտիվի միջոցով սահմանում են միայն այդպիսի կարգավորիչների գործառնությունների և լիազորությունների նկատմամբ անհրաժեշտ պահանջները: Համապատասխանաբար ԵՄ անդամ պետությունների արժեթղթերի շուկայի կարգավորիչների գործունեության ներքին կանոնների հարցերը կարգավորվում են ազգային օրենսդրությամբ: ԵՄ մեջ մտնող երկրները օգտագործում են այդպիսի կարգավորման տարրեր մոդելներ՝ ամբողջ ֆինանսական շուկայում մեզակարգավորիչների ստեղծումից մինչև արժեթղթերի շուկայի առանձին հատվածներում մի քանի կարգավորող մարմինների գոյությունը:

Մեծ Բրիտանիայում 1997թ. ձևավորվեց ֆինանսական շուկայի Ծառայություն (**Financial Services Authority, FSA**), որը հանդիսանում է ֆինանսական շուկայի մեզակարգավորող: Ինչպես արդեն նշել ենք, 2000թ. Միացյալ Թագավորությունում ընդունվեց ֆինանսական ծառայությունների և շուկաների մասին համալիր օրենք (**Financial Services and Markets Act**), որը փաստացի ամրապնդեց ֆինանսական շուկայի կարգավորման համակարգում արդեն կատարված փոփոխությունները:

FSA-ի նպատակը Մեծ Բրիտանիայի ֆինանսական համակարգի նկատմամբ վստահության աջակցումն է, բնակչության ֆինանսական գրագիտության բարձրացումը, ներդրողների համար անվտանգության անհրաժեշտ մակարդակի ապահովումը, ֆինանսական ոլորտում հանցագործությունների հնարավորության նվազեցումը: Նրա դրույթները կիրառվում են բանկերի, շինարարական կազմակերպությունների, ապահովագրական ընկերությունների, փոխադարձ վարկավորման ընկերակցությունների, ներդրումային և կենսաթոշակային խորհրդատուների (Investment and pensions advisers), բրոքերների, ածանցյալ ֆինանսական գործիքների շուկայի օպերատորների (Derivatives market) հարաբերություններում:

Ի տարբերություն ամերիկյան SEC-ի, FSA-ի գործունեության հիմնական խնդիրը ոչ թե ներդրողների իրավունքների պաշտպանությունն է, այլ Մեծ Բրիտանիայի ֆինանսական շուկայի զարգացումը, որը այսօր արդիական է նաև Հայաստանի արժեթղթերի շուկայի կարգավորման համակարգի համար:

2002թ. Գերմանիայի ֆինանսական հսկողության ինտեգրացված համակարգի ձևավորման մասին օրենքի հիման վրա ֆոնդային շուկայի, բանկերի և ապահովագրական ընկերությունների վրա հսկողությունը միավորվեց միասնական հսկողական և կարգավորման մարմին շրջանակներում (մեզակարգավորիչ)՝ **Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin)**, որը լիազորված է իրականացնել արժեթղթերի ծրագրի գրանցում, արժեթղթերի շուկայում տեղեկատվության թափանցիկության հսկողություն, շուկայի մասնագիտացված մասնակիցների լիցենզավորում, շուկայի մանիպուլյացիաների և ինսայդերական

գործարքներին վերաբերվող կանոնների պահպանում, փողերի «վազման» և ահաբեկչության ֆինանսավորման նպատակներով ֆինանսական համակարգի օգտագործման հակազդեցություն և այլն:

Այսպիսով, ֆինանսական օրենսդրության ունիվերսալացման ԵՄ վերը ներկայացված փորձը կարող է օգտակար լինել նաև Հայաստանի Հանրապետության արժեթղթերի շուկայի համար:

ԱՄՆ-ի արժեթղթերի շուկայում մասնագիտացված գործունեությունը, ավանդաբար, տարբեր է բորսայական և արտաբորսայական արժեթղթերի շուկայում:

ԱՄՆ-ում ներկայումս գործում են 7 ֆոնդային բորսաներ. Նյու-Յորքի ֆոնդային բորսան (NYSE) և Ամերիկյան ֆոնդային բորսան (հիմնականները՝ primary exchanges), Բոստոնի ֆոնդային բորսան, Ֆիլադելֆիայի ֆոնդային բորսան, Չիկագոյի ֆոնդային բորսան (մինչև 1993թ. կոչվում էր Միջին Արևմուտքի ֆոնդային բորսա), Ֆինցինսատի ֆոնդային բորսան և Խաղաղօվկիանոսյան ֆոնդային բորսան (Լոս Անջելես, Սան Ֆրանցիսկո): Դրանցում առաջատարը եղել և մնում է NYSE-ն, այդ իսկ պատճառով այն կարելի է դիտարկել որպես ԱՄՆ արժեթղթերի շուկայի մասնագիտացված մասնակիցների գործունեության օրինակ:

NYSE-ի առևտրում թույլատրվում են միայն այն արժեթղթերը, որոնք գրանցում են անցել: Ի տարբերություն եվրոպական երկրների բորսաների՝ այստեղ չկան, այսպես կոչված, «երկրորդ» կամ «երրորդ» ցուցակի արժեթղթեր: Բոլոր արժեթղթերի համար, որոնք կարելի է վաճառել NYSE-ում, գոյություն ունեն գրանցման միասնական պահանջներ: Ընդ որում, NYSE-ում գրանցման պահանջները ԱՄՆ-ի և ամբողջ աշխարհի մասցած բորսաների համեմատությամբ ամենախիստն են:

Արժեթղթերի արտաբորսայական շուկան առաջին հերթին ներառում է ԱՄՆ արժեթղթերի դիլերների ազգային ասոցիացիայի կողմից ստեղծված ավտոմատ գնանշման համակարգչային համակարգը (*National Association of Securities Dealers Automated Quotation, NASDAQ*), որը ներկայումս ստացել է բորսայի կարգավիճակ⁸:

NASDAQ-ը դա համազգային համակարգ է, որի աշխատանքը ապահովում են երկու հաշվողական կենտրոններ՝ գտնվելով Տրամբոլեյում (Կոննեկտիկուտ նահանգ) և Ռոկվիլլեյում (Մերիլենդ նահանգ): Համակարգից օգտվողներն են բրոքերա-դիլերային ֆիրմաները (3200 տերմինալներ) և բաժնևորդները (200 000 տերմինալ աշխարհի 50 երկրներում), որոնք դրա օգնությամբ տեղեկատվություն են ստանում NASDAQ-ում գնանշում ունեցող բաժնետոմսերի շուկայի վիճակի մասին:

NASDAQ-ի գլխավոր տարբերությունը բորսայից նրանում է, որ դա էլեկտրոնային «վիրտուալ», այլ ոչ թե ֆիզիկական շուկա է:

Արևմտյան Եվրոպայի բորսաները գործարքների և բորսայական կապիտալացման ծավալներով հետ են մնում ԱՄՆ-ի և Ճապոնիայի բորսաներից: Այսպես՝ ԱՄՆ-ում արժեթղթերի բորսայական կապիտալացումը կազմում է համաշխարհայինի 35%-ը, Ճապոնիայում՝ 32,4%, Արևմտյան Եվրոպայում՝ 26,5%, այդ թվում. Անգլիայում՝ 10,2%, Գերմանիայում՝ 3,6%, Ֆրանսիայում՝ 3,5%⁹:

ԱՄՆ-ի ֆոնդային շուկայի արժեթային շրջանառությունը աշխարհում առաջին տեղում է՝ կազմելով 48%, Ճապոնիայում՝ 13%, Անգլիայում՝ 6%¹⁰:

ԱՄՆ-ի բաժնետոմսերի շուկայի բաժնի փոփոխությունը համաշխարհային համախառն կապիտալացման մեջ զարգացած այլ երկրների համեմատությամբ ունի հետևյալ պատկերը (տե՛ս աղյուսակ 1):

Աղյուսակ 1.
ԱՄՆ բաժնետոմսերի շուկայի կապիտալացման բաժինը համաշխարհային համախառն կապիտալացման մեջ, %¹¹

Երկիրը	1980	1985	1990	1995	2000	2005
ԱՄՆ	53	50	32	38	47	50
Ճապոնիա	14	21	31	21	12	6
Մեծ Բրիտանիա	7,5	7,0	9,0	8,0	8,0	7,1

Խոսելով ԱՄՆ-ի արժեթղթերի շուկայի մասին, հարկ է նշել, որ արևմտյան երկրների ազգային շուկաների մեջ այն ամենահզորն ու ճյուղավորվածն է: Նա էականորեն ազդում է այլ երկրների արժեթղթերի շուկաների վրա և սերտորեն համագործակցում է վերջիններիս հետ:

Ֆրանսիա – Ֆրանսիայի արժեթղթերի շուկան աշխարհում հնագույններից մեկն է: Ֆրանսիայում թողարկվում են տարատեսակ պարտքային և բաժնային արժեթղթեր:

Ըստ կապիտալացման մակարդակի Ֆրանսիան 2007-2011 թթ. աշխարհում զբաղեցրել է 5-րդ տեղը, զիջելով միայն ԱՄՆ-ին, Ճապոնիային, Չինաստանին և Մեծ Բրիտանիային¹²:

2011թ. Ֆրանսիայում շուկայական կապիտալացման հարաբերակցությունը ՀՆԱ-ի նկատմամբ կազմել է 56,6%, որը գտնվում է Նորմայի սահմաններում, բայց, միջին հաշվով, Եվրոպական զարգացած այլ երկրների համեմատությամբ բարձր է, օրինակ Գերմանիայում այն կազմել է 32,9%, իսկ ԱՄՆ-ում՝ 104,4%¹³:

Ֆրանսիայում արժեթղթերի շուկայի մասնակիցներն են բանկերը, արժեթղթերի ընկերությունները (ներդրումային ֆիրմաները) և կառավարող ընկերությունները: 1967 թվականից Ֆրանսիայի բոլոր բանկերը իրավունք ստացան զբաղվել արժեթղթերի անդերռայթինգով (մինչ այդ դա միայն գործնական բանկերի առանձնաշնորհն էր): Նրանք իրավունք ունեին առևտուր անել բոլոր արժեթղթերով (բացառությամբ բաժնետոմսերի) ինչպես իր հաշվին, այնպես և ըստ հաճախորդի հանձնարարականի: Սակայն մինչև 90-ական թվականների կեսերը (մինչև ներդրումային ծառայությունների մասին ԵՄ Դիրեկտիվի ուժի մեջ մտնելը) նրանց արգելվում էր ֆոնդային բորսայում բաժնետոմսերով և պարտատոմսերով անմիջականորեն առևտուր անել: Բորսայում առևտուր էին անում միայն մասնագիտացված ընկերությունները (սկզբում փոխանակման գործակալները, այնուհետև՝ բորսայական ընկերությունները): Դրանից բացի, առանձնացվում էր արժեթղթերի շուկայի մասնակիցների ևս մեկ խումբ՝ արժեթղթերի փաթեթի կառավարիչները:

Համապատասխանաբար էլ, մինչև 1996թ. արժեթղթերի շուկայում գոյություն ունեին մասնակիցների 3 խումբ.

1. վարկային ինստիտուտներ,
2. բորսայական ընկերություններ,
3. փաթեթային կառավարիչներ:

Ֆինանսական ոլորտի արդիականացման մասին 1996թ. հուլիսի 2-ին ընդունված օրենքի արդյունքում ֆինանսական միջնորդները բաժանվեցին 2 կատեգորիայի. 1.վարկային հաստատություններ, և 2.արժեթղթերի ընկերություններ (ներդրումային ֆիրմաներ), որոնք որոշակի պահանջների համապատասխանության և կարգավորող մարմիններից որևէ մեկի կողմից լիցենզիայի ստացման դեպքում բորսայական և արտաբորսայական շուկայում արժեթղթերի հետ աշխատելու նույն իրավունքներն ունենին:

Մինչև 1996 թ. բորսայական շուկայի հիմնական մասնագիտացված մասնակիցներն էին մասնագիտացված ֆիրմաները՝ այսպես կոչված բորսայական ընկերությունները (Sociétés de Bourse): Մինչև 1996 թ. միայն այդ հաստատություններն իրավունք ունեին ֆոնդային բորսայում իրականացնել գործառնություններ: Նախկինում նրանց նախորդներն էին բորսայական գործակալները կամ փոխանական գործակալները (agents de change): 1985 թ. ղեկտեմբերից փոխանական գործակալները իրավունք ստացան բանկերի և այլ ֆինանսական ինստիտուտների, այդ թվում արտասահմանյան գործընկերների հետ ստեղծել համատեղ ընկերություններ, ինչպես նաև իրականացնել դիվերսիայի գործառնություններ և թողարկել սեփական արժեթղթեր: Այդ փոփոխությունները ամրագրվեցին 1988 թ. ֆինանսական բարեփոխումների ընթացքում (1988 թ. արժեթղթերի մասին օրենք), երբ փոխանական գործակալները վերանվանվեցին բորսայական ընկերություններ:

Ներդրումային ծառայությունների մասին ԵՄ 1996 թ. Դիրեկտիվը վերջ դրեց բորսայական ընկերությունների մենաշնորհին: Բորսայի անկամ կարող են լինել ինչպես վարկային կազմակերպությունները, այնպես և մասնագիտացված ինստիտուտները (նոր դասակարգմամբ՝ ներդրումային ֆիրմաները):

Ֆրանսիան կոլեկտիվ ներդրումների ինստիտուտների ակտիվների մեծությամբ Եվրոպայում առաջին տեղում է:

Ֆրանսիայում կոլեկտիվ ներդրումների ինստիտուտի համար օգտագործվում է հատուկ տերմին՝ organismes de placement collectif en valeurs mobilières, OPCVM): Տարբերում ենք նաև ինստիտուտների երկու տարատեսակ. ներդրումային ընկերություններ՝ sociétés d'investissement (իրավաբանական անձ) և ներդրումային ֆոնդեր (իրավաբանական անձ չեն հանդիսանում):

Ներդրումային ընկերությունները, իրենց հերթին, հանդես են գալիս բաց տեսակի ընկերությունների (SICAV) և փակ տեսակի (SICAF) ձևերով: Դրանք երկուսն էլ թողարկում են բաժնետոմսեր:

Ներդրումային ֆոնդերը փայաբաժնային ֆոնդերն են (FCP) և ձեռնարկությունների ներդրումային ֆոնդերն են (FCPE): Դրանք թողարկում են փայեր:

Ֆրանսիայում կոլեկտիվ ներդրումների ինստիտուտի երկու հիմնական տեսակներն են SICAV-ը և FCP-ն:

Ֆրանսիայում կոլեկտիվ ներդրումների ինստիտուտի ակտիվների գրեթե ընդամենը բաժին է ընկնում ներդրումային ընկերություններին, իսկ ընդամենը՝ FCP-ին:

Կոլեկտիվ ներդրումների ինստիտուտի տարատեսակ են բորսայական ֆոնդերը (les trackers): Ֆրանսիական ֆոնդերի մեծ մասը համապատասխանում է կոլեկտիվ ներդրումների ինստիտուտների մասին ԵՄ Դիրեկտիվների պահանջներին (UCITS Directive)¹⁴:

Ֆրանսիայի արժեթղթերի շուկայում առաջատար դեր ունի, այսպես կոչված, ֆինանսական շուկաների գերատեսչությունը (Autorité des Marchés Financiers, AMF): Այն ստեղծվել է 2003 թ. օգոստոսի 1-ին ընդունված ֆինանսական անվտանգության մասին օրենքի հիման վրա՝ նույն թվականի հոկտեմբերին բորսայական գործառնությունների Հանձնաժողովի (COB), ֆինանսական շուկաների խորհրդի (CMF) և փաթեթային կառավարման հարցերով Կարգապահական խորհրդի (CDGF) միավորման ճանապարհով: Այս գերատեսչությունների բոլոր գործառնությունները ավտոմատ կերպով անցան վերոնշյալ կազմակերպությանը:

Ֆինանսական շուկաների գերատեսչությունը ունի անկախ պետական հաստատության կարգավիճակ (autorité publique indépendante de la personnalité morale): Գերատեսչությունը կազմված է վարչությունից (որը լիազորված է բաղաբաղակալությանը վերաբերող որոշումներ ընդունելու), կարգապահական հանձնաժողովից և մասնագիտական ու խորհրդատվական կոմիտեներից:

Գերատեսչությունը լիցենզավորում է կառավարող ընկերություններին, կոլեկտիվ ներդրումների ինստիտուտներին:

Գերատեսչությունը հետևում է թողարկողների տեղեկատվության բաց լինելու ստանդարտների պահպանմանը, քննում է ներդրողներից ստացված բողոքները, անօրինական գործարքների, գների մանիպուլյացիայի, կեղծ, ապակողմնորոշող տեղեկատվության տարածման, ընկերությունների կեղծված հաշվետվությունների հրապարակման, բաժնետոմսերի խոշոր փաթեթի ձեռքբերման մասին տեղեկատվության տրամադրման նկատմամբ իրականացնում է հսկողություն:

AMF-ը զբաղվում է արժեթղթերի շուկայի բոլոր մասնագիտացված մասնակիցների գործունեության կարգավորմամբ (բանկային և ոչ բանկային, բորսաների, դեպոզիտար-քլիրինգային կազմակերպությունների և փաթեթային կառավարիչների):

Գերատեսչությունը ուսումնասիրում է արժեթղթերի ընկերությունների փաստաթղթերը, որոնք մինչ այդ լիցենզիայի համար չըջանառվում են հատուկ մասնագիտացված մարմնում՝ վարկային հաստատությունների և արժեթղթերի ընկերությունների Կոմիտեում (Comité des établissements de crédit et des entreprises d'investissement, CECEI):

AMF-ը CECEI-ի հետ միասին տրամադրում է այսպես կոչված, Եվրոպական անձնագիր (European Passport), որը ֆրանսիական ընկերություններին իրավունք է տալիս մատուցել ներդրումային ծառայություններ ԵՄ այլ երկրներում: Գերատեսչությունը ֆիզիկական անձանց տալիս է ատեստատ, որը նրանց իրավունք է տալիս արժեթղթերի շուկայում զբաղվելու մասնագիտացված գործունեությամբ:

Գերմանիա - Գերմանիայի արժեթղթերի շուկայի առանձնահատկությունը արժեթղթերի բաժնային և պարտքային ծավալների միջև ճեղքվածքն է՝ հօգուտ վերջինի:

Ավանդաբար, անգլոսաքսոնական երկրների համեմատությամբ, Գերմանիայում բաժնետոմսերի թողարկման հաշվին ֆինանսավորվել է կապիտալ ներդրումների առավել ցածր բաժին: Բնակչության միայն 6%-ն է տնօրինում բաժնետոմսերին: Զգալիորեն աննշան է նաև բաժնետիրական ընկերությունների պարտատոմսերի շուկան: Այդ երևույթների պատճառը երկրի տնտեսությունում բանկերի առանձնահատուկ դերն է՝ նրանք բավարարում են ձեռնարկությունների երկարատև կապիտալի նկատմամբ պահանջի մեծ մասը: Դա էլ հենց պայմանավորում է արժեթղթերի շուկայում մասնագիտացված գործունեության միանգամայն առանձնահատուկ մոդելի գոյությունը: Բացի այդ, Գերմանիայում գոյություն ունի բաժնետոմսերի վերահսկիչ ծրարի ձեռք բերման զգալի սահմանափակումներ: Բաժնետոմսերը գտնվում են կայուն ներդրողների ձեռքում:

Գերմանիայում բորսայական մեխանիզմի առանձնահատկությունը այլ երկրների համեմատությամբ (օրինակ, ԱՄՆ-ի և Ֆրանսիայի), որպես տնտեսության ֆինանսավորման աղբյուրի՝ ֆոնդային բորսաների փոքր նշանակությունն է (այստեղ հիմնական դերը առևտրային բանկերին է): Այդ իսկ պատճառով, այլ երկրների համեմատությամբ, արժեթղթերի շուկայում կորպորացիաների և ընկերությունների շրջանառությունը սահմանափակ է:

Գերմանիայում արտաբորսայական շուկան արտահայտվում է, այսպես կոչված, ազատ կարգավորվող շուկայի ձևով, որը վերահսկվում է հիմնականում առևտրային բանկերի կողմից, դրա համար ձևավորելով արժեթղթերի արտաբորսայական առևտրի հարցերով հանձնաժողով՝ որպես մասնավոր բանկերի ֆեդերալ միության մարմին: Արտաբորսայական շուկայում գործում են առևտրի երկու հիմնական ձևեր. առաջինը՝ վաճառատեղանի հետևում (այսինքն՝ առևտուր որոշակի ժամին և որոշակի տեղում), երկրորդ՝ հեռախոսով: Առաջին դեպքում գործում է կանոնավոր առևտրի կարգ և մուտքի կանոններ, ինչպես նաև ֆոնդային բորսայի ընտրող զնանշման հրապարակման պարտավորություն: Տվյալ մեթոդը հիշեցնում է ամերիկյան արտաբորսայական շուկան (over-the-counter):

Բորսայի անդամները բաժանվում են երեք կատեգորիաների. բանկեր, պաշտոնական փոխարժեքային մակլերներ (kursmakler), ազատ մակլերներ (freimakler): Ընդ որում, բորսայի անդամ հանդիսացող արժեթղթերի արտասահմանյան ընկերությունները նույնպես դիտարկվում են որպես վարկային հաստատություններ (բանկեր):

Պաշտոնական փոխարժեքային մակլերները ընդունում են արժեթղթերով գործառնությունների հայտեր և որոշում են դրանց փոխարժեքը: Փոխարժեքային մակլերը, որոշակի սահմաններում, իրավունք ունի ազդելու առաջարկի և պահանջարկի վրա (գործարքներ իրականացնելով իր հաշվին):

Ազատ մակլերներին բնորոշ գործառնայթը դա այն բանկերի միջև գործարքների կնքման միջնորդությունն է, որոնք բորսայում չունեն համապատասխան քանակի աշխատակիցներ: Ազատ մակլերները կարող են իրականացնել բորսայական գործարքներ ինչպես հաճախորդի անունից, այնպես էլ՝ իր, սակայն նրանց գործառնությունները, որպես կանոն, ուշադրության չեն արժանանում պաշտոնական բորսայական գնանշման ժամանակ: Նրանք բանկերի համար միջնորդական գործառնություններ են իրականացնում նաև արտաբորսայական շուկայում:

Մակլերների երկու խումբն էլ իրավունք չունեն գործարքներ իրականացնել մասնավոր ներդրողների համար: Բորսայում հիմնական խաղացողները բանկերն են: Վարկային հաստատությունները իրականացնում են և՛ բրոքերային, և՛ դիլերային գործառնություններ: Մասնավոր ներդրողները կարող են արժեթղթեր գնել կամ վաճառել բորսայում միայն բորսայի անդամ հանդիսացող բանկի միջոցով: Դա պայմանավորված է նրանով, որ համաձայն բանկերի մասին օրենքի, այլ անձանց հաշվին արժեթղթերի առքուվաճառքը համարվում է բանկային գործառնություն: Եվ քանի որ երկու տեսակի մակլերներն էլ բանկ չեն, ուստի նրանք չեն կարող մասնավոր հաճախորդներից (ներդրողներից) ընդունել հայտեր:

Ֆրանկֆուրտի ֆոնդային բորսայի հիմնական առևտրային սրահը (կամ ինչպես ընդունված է ասել պարկետը) բաժանված է երեք հատվածի, որոնցից յուրաքանչյուրին ամրացված են որոշակի արժեթղթեր (հիմնականում ըստ ճյուղային հատկանիշի):

Քանի որ Գերմանիայում հիմնական միջնորդները բանկերն են, այդ իսկ պատճառով, կարգավորման հարցում կարևոր դեր ունի գերմանական ֆեդերալ բանկը կամ Բունդեսբանկը, ինչպես նաև հատուկ վերահսկող մարմին՝ բանկերի ֆեդերալ վերահսկիչ պալատը:

Հարկ է նշել, որ ի տարբերություն ԱՄՆ-ի և Ֆրանսիայի, Գերմանիայում զարգացած չէ ինքնակարգավորվող կազմակերպությունների ինստիտուտը:

¹ Առաջին երկուսը համարվում են 1933թ. ընդունված արժեթղթերի մասին օրենքը (Securities Act) և 1934թ. ընդունված ֆոնդային բորսաների մասին օրենքը (Securities Exchange Act): Այդ իրավական ակտերը սահմանում էին արժեթղթերի կազմակերպված շուկայի կառուցման սկզբունքները: Նշված ակտերում ներառված կարգավորման սկզբունքները նշանակալի ազդեցություն թողեցին եվրոպական երկրների, ներառյալ Արևելյան Եվրոպայի և ՀՀ արժեթղթերի շուկայի մասին օրենսդրության վրա:

² Գլասսա Ստիգոլյայի օրենքը, երկար տարիներ, կարգավորելով ԱՄՆ-ի ֆինանսական ծառայությունների շուկայի «իրավական կմախքը», ընդունվեց 1933 թվականին: Այն նախատեսեց առևտրային բանկերի և ներդրումային ընկերությունների գործունեության մի շարք սահմանափակումներ: Մասնավորապես, այդ օրենքը, սահմանեց արժեթղթերով գործառնությունների զգալի սահմանափակ գանկ, որը կարող են իրականացնել բանկերը, արգելեց արժեթղթերով գործառնություններ իրականացնող բանկերի մասնաճյուղերի ստեղծման պրակտիկան, արժեթղթերի շուկայում գործառնություններ իրականացնող ընկերություններին արգելեց ավանդների ընդունման բանկային գործառնություններ իրականացնել, չենթրվ վճարումներ կատարել և նմանատիպ բանկային գործառնություններ, ներդրումային ընկերություններին տնօրեններին, ծառայողներին արգելեց միաժամանակ լինել բանկային ընկերությունների պաշտոնատար անձ, տնօրեն, ծառայող:

(Տե՛ս Սոլլարդ Ա.Մ., Քայսեկ Ջ.Գ., Ջլիս Կ.Ք., Դեյլի Ջ.Պ. Բանկոսկոե ըրավո ՍՊԱ/пер. с англ., под ред. Я.А.Куника, М., 1992, с. 360-362):

³ Տե՛ս Council Directive on investment services in the securities field (ISD) 93/22/EEC of 10.05.1993// OJ L141 of 11.06.1993. P. 27.

⁴ Հարկ է նշել, որ ISD-ի ընդունումը, ինչպես նաև Հարավ-արևելյան Ասիայի երկրների ֆինանսական ծառայությունների շուկայում բարեփոխումները, նպաստեցին նրան, որ 1999թ. ԱՄՆ-ում ընդունվի ֆինանսական ծառայությունների արդիականացման օրենքը (Լիզա-Քլայի օրենքը), որով էական փոփոխություններ մտցվեց Գլասսա-Ստիգոլյայի օրենքում:

⁵ Տե՛ս Directive 2004/39/EC of the European Parliament and of the Council of 21 April 2004 on markets in financial instruments amending Council Directives 85/611/EE 1/EEC and 93/6/EEC and Directive 2000/12/EC of the European Parliament and of the Council and repealing Council Directive 93/22/EEC, OJ L 145, 30.04.2004. p. 1-44.

⁶ Տե՛ս Commission Decision 2001/528/EC of 6 June 2001 establishing the European Securities Committee, OJ L 191, 13.07.2001, p. 45-46.

⁷ Տե՛ս Commission Decision 2001/527/EC of 6 June 2001 establishing the Committee of European Securities Regulators, OJ L 191, 13.07.2001, p. 43-44.

⁸ Տե՛ս Արժեթղթերի շուկա, ուսումնական ձեռնարկ, տնտեսագիտության դոկտոր, պրոֆեսոր Ա.Բ.Սալևազարյանի խմբագրությամբ և ղեկավարությամբ, Եր., «Չանգակ-97», 2009, էջ 27:

⁹ Տե՛ս Рынок ценных бумаг, под ред. Е.Ф.Жукова.-3-е изд., перераб. и доп.- М.: ЮНИТИ-ДАНА, 2009, с. 154.

¹⁰ Տե՛ս նույն տեղը, էջ 226:

¹¹ Կազմված է ըստ Рынок ценных бумаг: учебник/ под ред. Е.Ф.Жукова.- М.: Волтерс Клувер, 2010, с. 283:

¹² Տե՛ս <http://data.worldbank.org/indicator/cm.mkt.lcap.cd>

¹³ Տե՛ս <http://data.worldbank.org/indicator/cm.mkt.lcap.gd.zs>

¹⁴ UCITS-ն (undertaking for collective investments in transferable securities) պարտադիր բաց տեսակի ներդրումային ֆոնդ է, որի նկատմամբ պահանջները դրվել են նշված դիրեկտիվով (ներդրումները միայն իրացվելի ֆինանսական գործիքներում պահպանելով որոշակի կանոններ): UCITS-ի ֆոնդերը ազատ կարող են վաճառվել ԵՄ ցանկացած երկրում: