

2009



Կապիտալ  
ինվեստմենտներ

ՀԱՍՏԱՏՎԱԾ Է

«Կապիտալ Ինվեսթմենթս»  
փակ բաժնետիրական ընկերության  
գլխավոր տնօրենի կողմից  
21 օգոստոսի 2009թ.-ին

Գլխավոր տնօրեն՝ Տիգրան Կարապետյան

---

# ՇՈՒԿԱՅԻ ՉԱՐԱՇԱՀՄԱՆ ՀԱՅՏՆԱԲԵՐՄԱՆ ՈՒՂԵՑՈՒՅՑ

Սույն ուղեցույցի նպատակն է «Կապիտալ Ինվեսթմենթս» փակ բաժնետիրական ընկերության աշխատակիցներին և հաճախորդներին ծանոթացնել միջազգային պրակտիկայում շուկայի չարաշահումների հայտնի հնարավոր դրսևորումների և ազդակների վերաբերյալ:

## ՆԵՐԱԾՈՒԹՅՈՒՆ

Միջազգային պրակտիկայում հայտնի են արժեթղթերի շուկայի ինդուստրիայի հիմքում ընկած սկզբունքների խախտմանն ուղղված գործողություններ, որոնք անվանվում են շուկայի չարաշահում: Տարբեր երկրներում այդ գործողություններն ունեն տարբեր անվանումներ (Market Abuse, Market Manipulation, Abus de Marché) և դրսևորումներ (շուկայի չարաշահման պրակտիկան էապես տարբերվում է կախված կոնկրետ շուկայի ծավալներից, առևտրի դինամիկայից, ոչ պրոֆեսիոնալ հաճախորդների մասնակցության աստիճանից և այլ գործոններից): Վերջին տարիների ընթացքում գրեթե բոլոր երկրները, որոնք ունեն զարգացած ֆինանսական շուկաներ որոշակի միջոցառումներ են ձեռնարկում նշված գործողությունները կանխարգելելու և դրանց կատարողներին պատասխանատվության ենթարկելու ուղղությամբ: Բացառություն չեղավ մաս Հայաստանի Հանրապետությունը, որի «Արժեթղթերի շուկայի մասին» ՀՀ օրենքում (Օրենք) տեղ գտավ շուկայի չարաշահման վերաբերյալ մի շարք հոդվածներ:

Այսպես, համաձայն Օրենքի՝ շուկայի չարաշահում է համարվում ներքին տեղեկությունների անբարեխիղճ օգտագործումը շուկայում գործարքներ կնքելու համար, ինչպես նաև գնային չարաշահումը: Նշված գործողությունների դեմ պայքարելու մեխանիզմներից մեկը Օրենքի 173-րդ հոդվածի 1-ին մասով նախատեսված պահանջն է, համաձայն որի ցանկացած անձ ում հայտնի է դարձել գնային չարաշահումների վերաբերյալ կասկած հարուցող ցանկացած տեղեկություն, պարտավոր է Հայաստանի Հանրապետության կենտրոնական բանկ ներկայացնել այդ տեղեկատվությունը:

Համաձայն Օրենքի՝ ներքին տեղեկությունների անբարեխիղճ օգտագործումը (հայտնի մաս ինսայդերական գործարքներ անվան տակ) առկա է (Օրենքի 162-րդ հոդված), եթե ինսայդերը (ներքին տեղեկություն տիրապետողը)՝

- (ա) ներքին տեղեկությունների հիման վրա իր կամ այլ անձի հաշվին ուղղակիորեն կամ անուղղակիորեն գնում կամ վաճառում է կամ փորձում է գնել կամ վաճառել արժեթուղթ կամ դրա հետ կապված ածանցյալ գործիք.
- (բ) բացահայտում է ներքին տեղեկությունը երրորդ անձանց, բացառությամբ այն դեպքերի, երբ նման բացահայտումը կապված է ընթացիկ գործառնությունների իրականացման կամ պաշտոնական պարտականությունների կատարման հետ.
- (գ) ներքին տեղեկության հիման վրա խորհուրդ է տալիս կամ այլ կերպ դրդում է երրորդ անձանց գնել կամ վաճառել արժեթղթեր կամ դրանց հետ կապված ածանցյալ գործիքներ:

Գնային չարաշահում է հանդիսանում (Օրենքի 171-րդ հոդված)՝

- (ա) այնպիսի գործարքների կնքումը կամ դրանց կնքման պատվեր տալը, որը հանգեցնում է կամ կարող է հանգեցնել շուկայում արժեթղթի գնի, դրա նկատմամբ պահանջարկի կամ առաջարկի ծավալի վերաբերյալ սխալ կամ ապակողմնորոշիչ պատկերի ստեղծմանը կամ ազդակների հաղորդմանը.
- (բ) այնպիսի գործարքների կնքումը կամ դրանց կնքման պատվեր տալը, որը հանգեցնում է արժեթղթի գնի ոչ օրինաչափ շեղումների կամ արժեթղթի գնի արհեստական մակարդակի սահմանմանը.

(գ) այնպիսի գործարքների կնքումը կամ դրանց կնքման պատվեր տալը, որն իրականացվում է կեղծ, անբարեխիղճ կամ թյուրիմացություն առաջացնող և (կամ) ապակողմնորոշիչ մեխանիզմների գործադրմամբ,

(դ) այնպիսի տեղեկությունների տարածումը, որոնք սխալ կամ ապակողմնորոշիչ ազդակներ են հաղորդում շուկայի մասնակիցներին արժեթղթերի գների վերաբերյալ, այդ թվում՝ տվյալ արժեթղթի մասին խեղաթյուրված տեղեկությունների տարածումը, եթե այդ տեղեկությունները տարածող անձը գիտեր կամ բավարար ուշադրություն ցուցաբերելու դեպքում կարող էր իմանալ դրանց իրականությանը չհամապատասխանելու փաստի մասին:

Նշված հոդվածներով նախատեսված գործողությունները սովորաբար ստանում են տարբեր դրսևորումներ և հաճախ անձի գործողությունը առաջին հայացքից դժվար է որակել որպես շուկայի չարաշահում:

Հաշվի առնելով այդ հանգամանքը՝ ստորև սահմանվում են շուկայի չարաշահման ամենատարածված դեպքերը և դրանց առկայության մասին ազդակները: Ցանկանում ենք մեկ անգամ ևս նշել, որ կախված շուկայից՝ չարաշահման դեպքերը տարբերվում են: Հետևաբար սույն ուղեցույցով սահմանվում են ոչ թե դրանց սպառիչ ցանկը, այլ միայն նրանք, որոնք առավել հաճախ են նշվում մասնագիտական գրականության մեջ և տարբեր երկրների վերահսկող մարմինների կողմից մշակված ուղեցույցներում:

## **ՇՈՒԿԱՅԻ ՉԱՐԱՇԱԿՄԱՆ ՀՆԱՐԱՎՈՐ ԴԵՊՔԵՐԸ ԵՎ ԴՐԱՆՑ ԱՌԿԱՅՈՒԹՅԱՆ ԱԶԴԱԿՆԵՐԸ**

Շուկայի չարաշահման միջազգային պրակտիկայում հայտնի հնարավոր դեպքերն են՝

### **Առևտրային նստաշրջանի փակման ժամանակ արժեթղթերով գործարքներ կատարելը (Marking the close)**

Առևտրային նստաշրջանի ավարտին արժեթղթերով գործարքների կատարումը՝ նպատակ ունենալով փակման գին փոփոխելը, հատկապես այն դեպքում և այն ժամանակ, երբ փակման գինը ազդում է այլ արժեթղթի գնանշման վրա:

### **Գնման կամ վաճառքի հայտեր դնելը առանց դրանք կատարելու նպատակի (placing orders with no intention of executing them)**

Արժեթղթերի գնման կամ վաճառքի հայտ դնելը, որը նպատակ է հետապնդում ստեղծել շուկայում հայտի գնով առաջարկի կամ պահանջարկի առկայության պատկեր և հանել դրված հայտերը: Շուկայի չարաշահման դեպք չի համարվում շուկա ստեղծողի կողմից հայտեր դնելը կամ այն դեպքը, երբ հայտը դրվում է և կարճ ժամանակահատվածում հանվում:

### **Արժեթղթի հրապարակային առաջարկից հետո միջամտությունները (Colluding in the after market of an Initial Public Offering)**

Արժեթղթի գինը արհեստականորեն սահմանելուն ուղղված միջամտությունները արժեթղթերի առաջնային հրապարակային առաջարկից հետո: Շուկայի չարաշահման դեպք չի համարվում արժեթղթերի կայունացման ծրագիրը (stabilisation programme):

### **Գերիշխող դիրքի չարաշահում (Abusive squeeze)**

---

Արժեթղթի շուկայում գերիշխող դիրք ունեցող արժեթղթի սեփականատիրոջ կողմից դիրքի չարաշահումը նպատակ ունենալով այն արժեթղթի գնի դիտավորյալ փոփոխումը, որով այլ մասնակիցները պետք է կատարեն իրենց պարտավորությունները (օրինակ՝ «արժեթղթի շուկայի քամումը»):

### **Արժեթղթի գնի սահմանափակումը (Creation of a floor in the price pattern)**

---

Այնպիսի գործարքների կատարումը, որոնց նպատակը արժեթղթի գնի իջեցմանը խոչընդոտելն է (հաճախ իրականացվում է թողարկողի կամ արժեթղթերի գերիշխող փաթեթի սեփականատիրոջ կողմից): Բացառություն են կազմում արժեթղթերի հետգնման ծրագրի կամ կայունացման ծրագրի շրջանակներում իրականացվող գործողությունները:

### **Շուկայում գործարքների կատարումը արժեթղթի հետ կապված այլ գործիքի վրա ազդելու նպատակով (Trading on one market to improperly position the price of a financial instrument on a related market)**

---

Նման գործողությունների նպատակը մեկ կարգավորվող շուկայում (շուկայի հարթակում) գործարքներ կատարելով մեկ այլ կարգավորվող շուկայում (շուկայի հարթակում) արժեթղթի (դրա հետ կապված արժեթղթի) գնի վրա ազդելն է: Օրինակ՝ արժեթղթով գործարքի կատարումը դրա ածանցյալ գործիքի վրա ազդելու նպատակով կամ հակառակը,

### **Շուկայի ապակողմնորոշիչ պատկերի ստեղծում (Painting the tape, wash trade)**

---

Մեկ կամ մի քանի գործարքների կատարումը, որոնց նպատակը շուկայում արհեստական ակտիվության ցուցաբերումը կամ արժեթղթի գնի փոփոխությունն է, առանց ակնհայտ տնտեսական հիմնավորվածության դրդապատճառների: Բացառություն են կազմում ռեպո գործարքները կամ արժեթղթերի փոխառությունը:

### **«Թեյնիկ» կոչվող գործողությունները (Pump & dump – Trash & Cash)**

---

Արժեթղթերի մեծ ծավալի ձեռքբերումը և այնուհետև թողարկողի վերաբերյալ դրական տեղեկությունների հրապարակումը՝ արժեթղթերը ավելի թանկ գնով վերավաճառելու նպատակով:

Միջազգային պրակտիկայում շուկայի չարաշահման ձևավորված ազդակներն են՝

<b>ՇՈՒԿԱՅԻ ՉԱՐԱՇԱՀՄԱՆ ՀՆԱՐԱՎՈՐ ԱԶԴԱԿՆԵՐ</b>	
<p>♦ 1</p> <p><b>Արժեթղթի կամ կոնկրետ հաճախորդի հետ կապված գործարքների անսովոր կոնցենտրացիա</b></p>	<p>Կոնկրետ արժեթղթով գործարքների կոնցենտրացիա, օրինակ՝ երբ գործարքը (գործարքները) կատարվում են մի քանի որակավորված ներդրողի կողմից, որոնք փոխկապակցված են թողարկողի հետ),</p> <p>Գործարքների կոնցենտրացիա, օրինակ՝ մի քանի փոխկապակցված հաճախորդների գործարքների կոնցենտրացիա,</p> <p>Կարճ ժամանակահատվածում պատվերների կամ գործարքների կոնցենտրացիա, որոնք հանգեցնում են գնի փոփոխությանը, որն այնուհետ փոփոխվում է հակառակ ուղղությամբ:</p>
<p>♦ 2</p> <p><b>Որոշակի ժամանակահատվածում գործարքի անսովոր կրկնությունը</b></p>	<p>Որոշակի ժամանակահատվածում հաճախորդների սահմանափակ թվի կողմից գործարքի կրկնություն:</p>
<b>ԳՆԱՅԻՆ ՉԱՐԱՇԱՀՄԱՆ ԴԵՊՋԵՐԻ ԱԶԴԱԿՆԵՐ</b>	
<p>♦ 3</p> <p><b>Արժեթղթերով սովորաբար կատարվող գործարքների ծավալը էապես գերազանցող պատվերներ (գործարքներ), որոնք հանգեցրել են արժեթղթերի գնի էական փոփոխությանը</b></p>	<p>Կոնկրետ արժեթղթով սովորաբար կատարվող գործարքների ծավալը գերազանցող գործարքներ կամ դրանք կատարելու հայտեր, մասնավորապես, երբ դա հանգեցնում է արժեթղթի կամ դրա հիմքում ընկած ֆինանսական գործի գնի էական փոփոխությանը:</p>
<p>♦ 4</p> <p><b>Արժեթղթի կամ դրա հիմքում ընկած ֆինանսական գործի գնի էական տատանում, որը կատարվել է վաճառքի կամ գնման շուկայական նշանակալից դիրքեր ունեցող անձի կողմից</b></p>	<p>Արժեթղթի, դրա հիմքում ընկած ֆինանսական գործի կամ ածանցյալ գործի գնի էական փոփոխություն, որը կատարվել է տվյալ արժեթղթի շուկայում նշանակալից դիրքեր ունեցող անձի կողմից:</p>
<p>♦ 5</p> <p><b>Լավագույն գնով դրված հայտերը, որոնք հանվում են մինչև դրանց բավարարվելը, մասնավորապես ցածր լիկվիդայնություն ունեցող արժեթղթի դեպքում</b></p>	<p>Լավագույն գնով դրված, սակայն հանված հայտերը, որոնք արտացոլված են կարգավորված շուկայի օպերատորի հրապարակումներում:</p>
<p>♦ 6</p> <p><b>Կարճ ժամանակահատվածում դիրքերի փոփոխությունը (գնման հայտեր հանելը և վաճառքի հայտեր դնելը կամ հակառակը), որը կապված է արժեթղթի գնի փոփոխության հետ</b></p>	<p>Կարճ ժամանակահատվածում կոնկրետ արժեթղթով դիրքեր փոփոխելը, որը հավանաբար կապված է տվյալ արժեթղթի գնի էական փոփոխության հետ:</p>
<p>♦ 7</p> <p><b>Գործարքներ, որոնք չեն հանգեցնում արժեթղթի շահառուի փոփոխությանը կամ որոնք ուղղված են դիրքին էական ազդեցություն տալուն առանց դիրքին էական նշանակություն տալուն, առանց դիրքի ծավալի էական փոփոխության:</b></p>	<p>Գործարքներ, որոնք չեն հանգեցնում իրական շահառուի փոփոխությանը կամ որոնք ուղղված են դիրքին էական ազդեցություն տալուն առանց դիրքին էական նշանակություն տալուն, առանց դիրքի ծավալի էական փոփոխության:</p> <p>Գործարքներ, որոնք ուղղված են դիրքին էական նշանակություն տալուն առանց դրա ծավալի փոփոխության:</p>
<p>♦ 8</p> <p><b>Արժեթղթի գնի սահմանման պահին կամ դրան մոտ պահին գործարք կատարելը, որն ունի էական</b></p>	<p>Գործարք, որի նպատակը արժեթղթի գնի փոփոխությունը կամ գործարքների ծավալի ավելացումն է, հատկապես երբ դա իրականացվում է արժեթղթի գնի սահմանման կամ դրան մոտ պահին,</p>

<p><b>ազդեցություն արժեքի գնանշման վրա</b></p>	<p>Գործարք, որը արժեքի շուկայի համար էական լինելու տեսանկյունից ազդեցություն կունենա առաջարկի, պահանջարկի, արժեքի գնի վրա, հատկապես, երբ մնան գործարքն իրականացվում է արժեքի գնանշման կամ դրան մոտ պահին,</p> <p>Արժեքի գնի փոփոխությունը՝ արժեքի գնանշման կամ դրան մոտ պահին գործարքների կատարման կամ կատարման հայտեր դնելու հետևանքով:</p>
<p>♦ 9</p> <p><b>Գործարք, որի հավանական նպատակը արժեքի գնի փոփոխությունն է, մինչև դրա հետ կապված գործիքի (աձանցյալ կամ այլ գործիքի) թողարկումը</b></p>	<p>Աձանցյալ գործիքի թողարկմանը նախորդող ժամանակահատվածում դրա հիմք հանդիսացող արժեքի գնի բարձրացմանն ուղղված գործարքների կատարումը,</p> <p>Աձանցյալ գործիքի թողարկմանը նախորդող ժամանակահատվածում դրա հիմք հանդիսացող արժեքի գնի պահպանմանն ուղղված գործարքների կատարումը:</p>
<p><b>ԻՆՍՏՐՈՒԿՄԱՆ ԳՈՐԾԱՐՔՆԵՐԻ ԱԶԴԱԿՆԵՐ</b></p>	
<p>♦ 10</p>	<p>Հաճախորդը կնքում է պայմանագիր և անմիջապես տալիս է կոնկրետ արժեքով էական և անսպասելի հայտ (մասնավորապես, եթե հաճախորդը պնդում է, որ մնան գործարքի կատարումը հրատապ է և պետք է կատարվի մինչև կոնկրետ օրը):</p>
<p>♦ 11</p>	<p>Ներդրման տեսակի էական և արագ փոփոխություն (արժեքի տեսակ, ներդրված գումար, ներդրման պահպանման ժամկետ):</p>
<p>♦ 12</p>	<p>Հաճախորդը պահանջում է գործարքի անմիջական կատարում, անկախ արժեքի գնի արժեքից:</p>
<p>♦ 13</p>	<p>Մինչև էական փաստի կամ հանգամանքի վերաբերյալ տեղեկատվության հրապարակումը թողարկողի բաժնետերերի կամ այլ ինսայդերների կողմից գործարքների կատարումը:</p>
<p>♦ 14</p>	<p>Արտասովոր գործարքներ, որոնք կատարվել են մինչև էական փաստի կամ հանգամանքի հրապարակումը:</p>
<p>♦ 15</p>	<p>Հավատարմագրային պայմանագրի շրջանակներում հաճախորդի միջամտությունը:</p>
<p>♦ 16</p>	<p>Ներդրումային ընկերության աշխատակցի կողմից անձնական գործարքներ կատարելը, որոնք կատարվում են իրենց աշխատանքային պարտականությունների կատարման ընթացքում ձեռքբերված տեղեկությունների հիման վրա:</p>

Ստորև ներկայացված աղյուսակը հնարավորություն է տալիս գնահատել ազդակի կիրառելիությունը կախված արժեթղթից կամ գործարքի կատարման տեսակից:

ԱԶԴԱԿ	ՀԻՄՆԱԿԱՆ ԳՈՐԾԻՔՆԵՐ		ԱԾԱՆՑՅԱԼ ԳՈՐԾԻՔՆԵՐ	
	Բաժնային արժեթղթեր	Պարտքային արժեթղթեր	Ֆյուչերս	Օպցիոն
<b>ԳՆԱՅԻՆ ՉԱՐԱՇԱՀՈՒՄ</b>	◆	1. Արժեթղթի կամ կոնկրետ հաճախորդի հետ կապված գործարքների անսովոր կոնցենտրացիա:		
	◆	2. Որոշակի ժամանակահատվածում գործարքի անսովոր կրկնությունը:		
	◆	3. Արժեթղթերով սովորաբար կատարվող գործարքների ծավալը էապես գերազանցող պատվերներ (գործարքներ), որոնք հանգեցրել են արժեթղթերի գնի էական փոփոխությանը:		
	◆	4. Արժեթղթի կամ դրա հիմքում ընկած ֆինանսական գործիքի գնի էական տատանում, որը կատարվել վաճառքի կամ գնման էական դիրքեր ունեցող անձի կողմից:		
	◆	5. Լավագույն գնով դրված հայտերը, որոնք հանվում են մինչև դրանց բավարարվելը, մասնավորապես ցածր լիկվիդայնություն ունեցող արժեթղթի դեպքում:		
	◆	6. Կարճ ժամանակահատվածում դիրքերի փոփոխությունը (գնման հայտերի հանելը և վաճառքի հայտեր դնելը կամ հակառակը), որը կապված է արժեթղթի գնի փոփոխության հետ:		
	◆	7. Գործարքներ, որոնք չեն հանգեցնում արժեթղթի շահառուի փոփոխությանը կամ որոնք ուղղված են դիրքին էական նշանակություն տալու և առանց դիրքի ծավալի փոփոխությանը:		
	◆	8. Արժեթղթի գնի սահմանման պահին կամ դրան մոտ պահին գործարք կատարելը, որն ունի էական ազդեցություն արժեթղթի գնանշման վրա:		
	◆	9. Գործարք, որի հավանական նպատակը արժեթղթի գնի փոփոխությունն է, մինչև դրա հետ կապված գործիքի (ածանցյալ կամ այլ գործիքի) թողարկումը:		
<b>ԻՆՍԱՅԳԵՐԱԿԱՆ ԳՈՐԾԱՐՔՆԵՐ</b>	◆	1. Արժեթղթի կամ կոնկրետ հաճախորդի հետ կապված գործարքների անսովոր կոնցենտրացիա:		
	◆	2. Որոշակի ժամանակահատվածում գործարքի անսովոր կրկնությունը:		
	◆	3. Հաճախորդը բացում է հաշիվ և կարճատև ժամանակահատվածում տալիս է անսպասելի և մեծ պատվերներ:		
	◆	4. Կոնկրետ արժեթղթով էական և անսպասելի պատվեր, հատկապես, երբ հաճախորդը պնդում է պատվերի հրատապ կատարման կամ մինչև կոնկրետ օրը կատարելու վրա:		
	◆	5. Ներդրման տեսակի էական փոփոխություն:		
	◆	6. Մինչև էական փաստի կամ հանգամանքի հրապարակումը թողարկողի բաժնետերերի կամ այլ ինսայդերների կողմից գործարքների կատարումը:		
	◆	7. Արտասովոր գործարքներ, որոնք կատարվել են մինչև էական փաստի կամ հանգամանքի հրապարակումը:		
	◆	8. Հավատարմագրային պայմանագրի շրջանակներում հաճախորդի միջամտությունը:		
	◆	9. Ներդրումային ընկերության աշխատակցի կողմից անձնական գործարքների կատարումը, որոնք նրանք կատարում են իրենց աշխատանքային պարտականությունների կատարման ընթացքում ձեռքբերված տեղեկությունների հիման վրա:		