

Արևիկ ԱԼԵՔՍԱՆՅԱՆ

ԱրՊՀ, ֆինանսահաշվային ամբիոնի դասախոս

ԱԿՏԻՎՆԵՐԻ ԱՐԺԵԹՂԹԱՎՈՐՄԱՆ ՄԵԽԱՆԻԶՄԻ ԳՈՐԾԱՐԿՄԱՆ ՀՆԱՐԱՎՈՐՈՒԹՅՈՒՆՆԵՐԸ ՀՀ-ՈՒՄ ԵՎ ԱՀ-ՈՒՄ

Զարգացած ֆինանսական շուկաներ ունեցող երկրներում ֆինանսական ժամանակակից մեխանիզմներից է ակտիվների արժեթղթավորումը, որի համար որպես ֆինանսական գործիքներ կիրառվում են ակտիվներով ապահովված տարբեր արժեթղթերը: Հորվածում ներկայացված են արժեթղթավորման տեսակները, ակտիվների արժեթղթավորման գործընթացը, ակտիվների արժեթղթավորման մեխանիզմի իրականացման քայլերը ՀՀ-ում և Արցախում, դրան խոչընդոտող հիմնախնդիրները և այդ մեխանիզմի գործարկման անհրաժեշտ նախադրյալները:

Բանալի բառեր՝ հիփոթեքային վարկ, սեքյուրիտիզացիա, ավանդական արժեթղթավորում, սինթետիկ արժեթղթավորում, Հատուկ մասնագիտացված ընկերություն, օրիգինատոր, Pfandbrief, MBS — mortgage backed pass-through securities, commercial paper, կոնդուիտ:

А. Алексанян

ПРОБЛЕМЫ ЗАПУСКА МЕХАНИЗМА СЕКЮРИТИЗАЦИИ АКТИВОВ В АРМЕНИИ И В АРЦАХЕ

В современном мире, в странах, имеющие развитые финансовые рынки, в качестве современных финансовых механизмов применяется секьюритизация активов, а в качестве финансового инструмента используются разные ценные бумаги. В статье описаны виды секьюритизации, процесс секьюритизации активов, шаги по внедрению механизма секьюритизации активов в Армении и в Арцахе, препятствия, мешающие ему, и предпосылки для запуска этого механизма.

Ключевые слова: ипотечный кредит, секьюритизация, традиционная секьюритизация, синтетическая секьюритизация, специальная специализированная компания, оригинатор, Pfandbrief, MBS - mortgage backed pass-through securities, commercial paper, кондуит.

A.Aleksanyan

**PROBLEMS OF STARTING THE ASSETS
SECURITIZATION MECHANISM IN ARMENIA AND
ARTSAKH**

Summary: In today's world, in countries that have developed financial markets, asset securitization is used as a modern financing mechanism, and various securities are used as a financial instrument. The article describes the types of securitization, the process of asset securitization, steps to introduce a mechanism for asset securitization in Armenia and Artsakh, obstacles that hinder it, and prerequisites for starting this mechanism.

Keywords: mortgage loan, securitization, traditional securitization, synthetic securitization, special specialized company, originator, Pfandbrief, MBS - mortgage backed pass-through securities, commercial paper, conduit.

Զարգացած ֆինանսական շուկաներ ունեցող երկրներում ֆինանսական ինստիտուտները իրենց ֆինանսական գործառնությունների ֆինանսավորման նպատակով ձգտում են ներգրավել ցածր տոկոսադրույքով ֆինանսական ռեսուրսներ, որոնց համար ավանդական գործիքները ոչ միշտ են շահավետ: Նման դեպքերում վերջիններս սկսում են կիրառել ժամանակակից և այլընտրանքային մեխանիզմներ, որոնցից մեկն է արժեթղթավորումը կամ սեքյուրիտիզացիան, որը մշակվել է ԱՄՆ-ում՝ որպես ֆինանսական ինժինիրինգի ձև:¹ Վերջինս իրենից ներկայացնում է բանկի կամ վարկային կազմակերպության հաշվեկշռի ակտիվների և պասիվների կառավարման մեխանիզմ, որի նպատակն է վարկային պորտֆելի կառուցվածքի փոփոխությունը և փոխակերպումը ավելի ապահովված ձևերով (բարձր եկամտաբերություն և ցածր ռիսկայնություն):

Արժեթղթավորումը բարդ և բազմաթիվ գործողությունների ամբողջություն է, որին մասնակցում են տարբեր ֆինանսական հաստատություններ՝ կիրառելով ֆինանսական շուկայի տարաբնույթ գործիքներ:

Տարբերում են արժեթղթավորման երկու հիմնական ձևեր՝ ավանդական և սինթետիկ: Ավանդական արժեթղթավորումը արտահաշվեկշռային ֆինանսավորման մեխանիզմ է, իսկ սինթետիկ արժեթղթավորումը՝

¹ *Տե՛ս Разумова И.А., "Ипотечное кредитование: Учебное пособие", СПб.: Питер. 2005 Շ., стр.31*

հաշվեկշռային ֆինանսավորման մեխանիզմ:¹ Մինթետիկ արժեթղթավորումը ձևավորվել է 1990 թթ. կեսերին², արժեթղթավորման այս դեպքում վարկատու կազմակերպությունը՝ «օրիգինատորը», տրամադրելով հիփոթեքային վարկ, վերջինիս ապահովությամբ թողարկում է հիփոթեքային պարտատոմսեր և վաճառում դրանք բաց շուկայում: Վարկատու կազմակերպությանը չի թույլատրվում հիփոթեքային վարկը հանել իր հաշվեկշռից, հետևաբար տվյալ բանկային գործունեության հետ կապված ռիսկը տարածվում է նաև այդ պարտատոմսերի վրա: Մինթետիկ արժեթղթավորման դեպքում SPV-ի առկայությունը պարտադիր չէ:³ Արժեթղթավորման այս ձևը բնորոշ է հիփոթեքային վարկավորման բաց ընդլայնված միամակարդակ մոդելին: Ավանդական արժեթղթավորման գլխավոր գործառույթը էժան ֆինանսական ռեսուրսների ներգրավումն է, իսկ սինթետիկ արժեթղթավորմանը՝ վարկային ռիսկի հեջավորումը:⁴

Ավանդական արժեթղթավորումը հատուկ է հիփոթեքային վարկավորման բաց ընդլայնված երկմակարդակ մոդելին և իրականացվում է հետևյալ քայլերով:⁵

1. առաջնային վարկատուն հիփոթեքային վարկ է տրամադրում վարկառուին. այն առաջ է բերում վարկառուի պարտքային պարտավորությունների ձևավորում, որը արտացոլվում է վարկատուի (**արժեթղթավորման գործարքի նախաձեռնող**) վարկային պորտֆելում,

2. տրամադրված փոխատվությունների հիման վրա ձևավորվում է գրավաթղթերի փուլ, որոնք նախկինում տրամադրված, բայց չվճարված միասեռ պարտավորություններն են, և որոնց մարման ժամկետը չի ավարտվել. խմբավորումը նույնպես իրականացնում է նախաձեռնող ֆինանսական հաստատությունը,

3. ընկերությունը վաճառում է այդ փուլը Հատուկ մասնագիտացված ընկերությանը (SPV- special purpose vehicle). վարկը դուրս է գրվում վարկատու կազմակերպության հաշվեկշռից, հետևաբար բանկային գործունեության հետ կապված ռիսկը այլևս չի տարածվում թողարկված պարտատոմսերի վրա,

¹ Տե՛ս **Մամիկոնյան Կ.Հ.**, *Բանկային համակարգի արժեթղթավորումը որպես ՀՀ կապիտալի շուկայի ակտիվացման և «երկար փողերի» ձևավորման նախապայման*, ՃԻՆԱՆՍՆԵՐ ԵՎ ԷԿՈՆՈՄԻԿԱ, #2 (164), Փետրվար 2014, էջ 12

² Տե՛ս **Туктаров Ю.** /СИНТЕТИЧЕСКАЯ СЕКЬЮРИТИЗАЦИЯ. /РЫНОК ЦЕННЫХ БУМАГ N 11 (338) 2007г., стр 3

³ Տե՛ս **Вриз Роббе, Жан Жоб де.** Секьюритизация и право/ Жан Жоб де.Вриз Роббе, Пол Али: пер. с англ.-М.: Волтерс Клувер, 2008.-,стр 3

⁴ Տե՛ս **Матросов С.В.**/ ТРАДИЦИОННАЯ И СИНТЕТИЧЕСКАЯ СЕКЬЮРИТИЗАЦИЯ ФИНАНСОВЫХ АКТИВОВ./ Экономика и социология, 2 / 2012 г., стр 412

⁵ Տե՛ս **Ալեքսանյան Ա.Ա.**, *Արժեթղթավորումը՝ որպես հիփոթեքային վարկավորման ֆինանսական մեխանիզմների կառուրելագործման ուղի* Արցախի Հանրապետությունում, ՀՊՏՀ՝ 27-րդ գիտաժողով 2017 թ., նոյեմբերի 22-24 Երևան 2018

4. Հատուկ մասնագիտացված ընկերությունը (SPV), գնված հիփոթեքային վարկերի փուլի համար, թողարկում և տեղաբաշխում է արժեթղթեր,

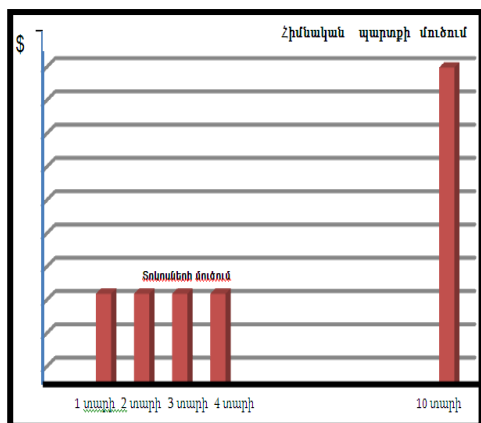
5. վաճառելով փուլը՝ նախաձեռնողը միաժամանակ հնարավորություն է ստանում օգտվել ամենից հայտնի և բարձր հեղինակություն ունեցող վարկանշային ընկերությունների ծառայություններից, որոնք մանրամասն ուսումնասիրում են փուլի ռիսկի աստիճանը, ակտիվների որակը, որի արդյունքում որոշում է թողարկվող արժեթղթերի վարկանիշը, ինչը մեծ ազդեցություն է թողնում արժեթղթերի եկամտաբերության և պոտենցիալ ներդրողների որոշումների կայացման վրա:

Հիփոթեքային արժեթղթերը իրենց հերթին բաժանվում են երկու խմբի՝

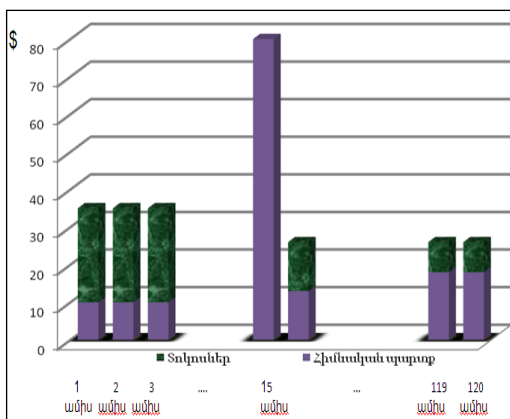
• գերմանական հիփոթեքային արժեթղթեր («Pfandbrief»), որոնց դեպքում պարտատոմսի մայր գումարը մարվում է ժամկետի ավարտին, իսկ տոկոսները՝ ամսական.

• ամերիկյան հիփոթեքային արժեթղթեր (MBS — mortgage backed pass-through securities), որոնց դեպքում պարտատոմսի մայր գումարները և տոկոսները մարվում են ամսական, բացի այդ վարկի վաղաժամկետ մարման դեպքում հնարավոր է նաև պարտատոմսի վաղաժամկետ մարում:

Այս պարտատոմսերի տարբերությունները առավել պատկերավոր երևում են գծապատկեր 1-ի (ա և բ) տեսքով:¹



ա)



բ)

Գծապատկեր 1 Գերմանական և ամերիկյան հիփոթեքային արժեթղթերի (ձախից աջ) տոկոսների և մայր գումարների վճարումները

Ինչպես երևում է գծապատկեր 1-ի ա-ից և բ-ից, գերմանական արժեթղթերի թողարկողները պարտատոմսերի դիմաց պարտատոմսի

¹ Տե՛ս *Косарева Н.Б. "Основы ипотечного кредитования", Фонд «Институт экономики города», Москва 2006 г., стр.280, 282*

գործողության ժամկետում վճարում են միայն տոկոսներ, իսկ հիմնական գումարը վճարում են ժամկետի վերջում: Ամերիկյան հիփոթեքային արժեթղթերի թողարկողները վարկառուների կողմից հիփոթեքային վարկի մարումներին զուգահեռ իրականացնում են տոկոսների և հիմնական պարտքի մարումներ, բացի այդ՝ վարկի վաղաժամկետ մարման դեպքում կարող են ժամկետից շուտ մարել պարտատոմսը:

Հայ գիտնականների կողմից ուսումնասիրվել են արժեթղթավորման համակարգի ներդրման հնարավորությունները և հիմնախնդիրները ՀՀ-ում: Համաձայն մեկ տեսակետի՝ ՀՀ-ում արժեթղթավորումը տարածում չի գտնում, քանի որ առկա են ակտիվների փոխանցման հետ կապված վերահսկողական մեխանիզմների «ձևականություններ», որի արդյունքում վարկատու կազմակերպությունների համար շահավետ չէ արժեթղթավորել իրենց ակտիվները:¹ Բացի այդ, նշվում է, որ ՀՀ-ում պետք է ձևավորվեն Հատուկ նշանակության ընկերություններ՝ «կոնդուիտներ» և SPV-ներ: SPV-ները հատուկ նշանակության այն ընկերություններն են, որոնք գնելով վարկատու կազմակերպություններից ակտիվներ՝ թողարկում են երկարաժամկետ պարտատոմսեր: Դրանք ոչ առևտրային ընկերություններ են, որոնք, բացի արժեթղթավորումից, համաձայն ՀՀ օրենսդրության, այլ գործունեություն իրականացնել չեն կարող: Իսկ «կոնդուիտները», գնելով այդ ակտիվները, թողարկում են կարճաժամկետ արժեթղթեր, և քանի որ որոշ երկրներում դրանց թողարկումը օրենսդրորեն փաստաթղթերի գրանցում չի պահանջում, ուստի այդ արժեթղթերը ավելի արագ են իրացվում: Կոնդուիտները ֆինանսական կազմակերպություններ են, որոնք գնելով երկարաժամետ ակտիվներ, դրանց ֆինանսավորման նպատակով թողարկում են կարճաժամկետ արժեթղթեր կամ առևտրային թղթեր (*«commercial paper»*): Ըստ մեկ այլ տեսակետի՝ «Կոնդուիտը», հավաքագրելով գնված հիփոթեքային վարկերը տարբեր փուլերում, դրանց ապահովությամբ թողարկում է արժեթղթեր՝ «MBS-ի» տեսքով, և վաճառում ներդրողներին:² Օրինակ, ԱՄՆ-ում գործող «Fannie Mae» հիփոթեքային հաստատությունը բաժնետիրական է, որի բաժնետոմսերը ազատ և առանց սահմանափակման շրջանառվում են Նյու-Յորքի Ֆոնդային բորսայում: Իսկ ընկերության հիմնական գործառնությունը այն է, որ այն հիփոթեքային վարկերը սեքյուրիտիզացիայի միջոցով փոխակերպում է հիփոթեքային արժեթղթերի «MBS- mortgage-backed security»-ի տեսքով:

Մեր կարծիքով, ՀՀ-ում և ԱՀ-ում նպատակահարմար է «կոնդուիտների» գործունեությունը, քանի որ վերջիններս, բացի արժեթղթավորման գործառնություններ իրականացնելուց, կարող են իրականացնել նաև

¹ Տե՛ս Մամիկոնյան Կ.Հ., Առենախոսություն, «Վարկային քաղաքականության քարտեզագրման եւ սինդիկացված վարկավորման ուղիները ՀՀ-ում», Երևան 2014թ., էջ 135

² Տե՛ս Բաշումովա Ի.Ա., "Ипотечное кредитование: Учебное пособие", СПб.: Питер. 2005 շ., տր. 98

օրենքով չարգելված գործունեության այլ տեսակներ: Նման գործունեություն կարող են իրականացնել ՀՀ ֆինանսական շուկայում գործող և բարձր վարկանիշ ունեցող ֆինանսական ինստիտուտները: Որպես կոնդուիտներ կարող են հանդես գալ ՀՀ տարածքում գործող ներդրումային և կենսաթոշակային ֆոնդեր, որոնք կարող են ավելի մեծ հաջողությամբ գնահատել ակտիվները և թողարկել արժեթղթեր: 2017թ. վերոնշյալ ֆոնդերում անցկացված տարեկան աուդիտի արդյունքում տրված եզրակացությունները դրական էին, ինչը խոսում է այն մասին, որ այդ ընկերությունները վստահելի են և ունեն փորձ ակտիվների կառավարման բնագավառում: Սակայն «Ակտիվների արժեթղթավորման և ակտիվներով ապահովված արժեթղթերի մասին» ՀՀ օրենքի հոդվածներ 3 և 4-ի համաձայն՝

1. արժեթղթավորման հիմնադրամը պետք է ստեղծվի միայն ոչ առևտրային կազմակերպության տեսքով,

2. արժեթղթավորման հիմնադրամը բացի ակտիվների արժեթղթավորումից այլ գործունեություն իրականացնելու իրավունք չունի:

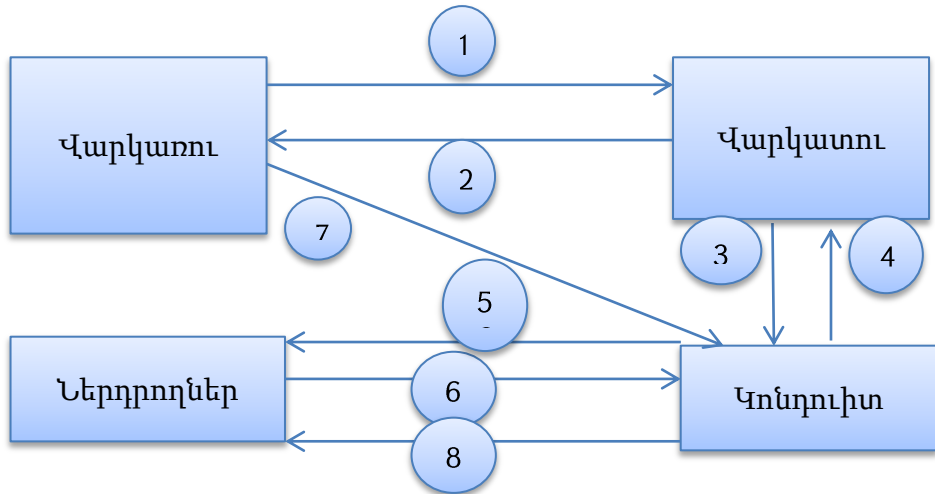
Արժեթղթավորման հիմնադրամին առավելապես նման է Հատուկ նշանության ընկերությունը՝ SPV-ն, որը իրավամբ ստեղծվում է ոչ առևտրային ընկերության տեսքով:

Այսպիսով, որպեսզի ՀՀ ֆինանսական համակարգի բարձր վարկանիշ ունեցող կազմակերպությունները ճանաչվեն «կոնդուիտ», անհրաժեշտ է իրականացնել հետևյալ քայլերը.

- վերոնշյալ օրենքում ավելացնել ևս մեկ հոդված, որով կամրագրվի, որ ակտիվների արժեթղթավորում կարող են իրականացնել նաև «կոնդուիտները»,

- սահմանել, որ «կոնդուիտը» կարող է ստեղծվել առևտրային կազմակերպության տեսքով, որը իրավունք ունի իր կողմից գնված ակտիվների ապահովությամբ թողարկել պարտատոմսեր:

«Կոնդուիտի» կողմից արժեթղթերի թողարկման գործընթացը ներկայացնենք գծապատկերի տեսքով:



Գծապատկեր 2 Ակտիվների արժեթղթավորման առաջարկվող մեխանիզմը ՀՀ-ում և ԱՀ-ում

Առաջին քայլում վարկառուն դիմում է վարկատու կազմակերպություն՝ վարկ ստանալու նպատակով:

Երկրորդ քայլում վարկատու կազմակերպությունը («օրիգինատորը») տրամադրում է հիփոթեքային վարկ:

Երրորդ քայլում վարկատու կազմակերպությունը փաթեթավորում է տրամադրված հիփոթեքային վարկերը առանձին փուլերում: Յուրաքանչյուր փուլում ընդգծրկված վարկերը պետք է լինեն միասեռ, այսինքն՝ համապատասխանեն միմյանց իրենց որակով, ժամկետներով, ռիսկի մակարդակով, եկամտաբերությամբ և այլն: Այնուհետև «օրիգինատորը» վաճառում է հիփոթեքային վարկերի փուլերը: Այդ հիփոթեքային վարկերը դուրս են գրվում վարկատուի հաշվեկշռից և հաշվառվում «կոնդուիտի» հաշվեկշռում: Վարկատու կազմակերպությունը պարտավոր է տեղեկացնել վարկառուներին՝ ակտիվների վաճառքի մասին:

Չորրորդ քայլում տեղի է ունենում վճարում «կոնդուիտի» կողմից՝ ակտիվների ձեռք բերման դիմաց: «Կոնդուիտը», գնված ակտիվների գրավադրմամբ, թողարկում է արժեթղթեր՝ հիփոթեքային պարտատոմսեր և մասնակցության վկայագրեր: Այդ արժեթղթերը կարող են տեղաբաշխվել ինչպես փակ, այնպես էլ հրապարակային տեղաբաշխմամբ՝ ֆոնդային բորսայում կամ բորսայից դուրս: Միաժամանակ վարկատու կազմակերպությունը պետք է դիմի ՀՀ Կենտրոնական բանկ՝ վարկանիշ ստանալու համար, որը պետք է մանրամասն ուսումնասիրի պարտքային պարտավորությունների յուրաքանչյուր փուլի ռիսկայնությունը, վարկառուի, վարկատու կազմակերպության և երաշխավորի ֆինանսական կայունության աստիճանը, և, ըստ այդմ, որոշի թողարկված արժեթղթերի վարկանիշը: Այնուհետև «Հայաստանի Կենտրոնական Դեպոզիտարիա»

ԲԲԸ-ը ակտիվներով ապահովված արժեթղթերին կտրամադրի միջազգային տարբերակիչ ծածկագիր:

Հինգերորդ քայլում «կոնդուիտը» վաճառում է այդ արժեթղթերը ներդրողներին. վերջիններս կարող են լինել և՛ իրավաբանական, և՛ ֆիզիկական անձինք:

Հաջորդ քայլում ներդրողը վճարում է արժեթղթերի դիմաց:

Յոթերորդ քայլում վարկառուն ամսական վճարումներ է կատարում «կոնդուիտին», որը ներառում է վարկի մայր գումարը և տոկոսագումարները:

Այնուհետև «կոնդուիտը» կատարում է իր պարտականությունները ներդրողի նկատմամբ՝ վճարումներ իրականացնելով պարտատոմսերի դիմաց:

Այլ է իրավիճակը ապահովված հիփոթեքային պարտատոմսերի շուկայում, քանի որ այդ պարտատոմսերի թողարկումը ավելի կարճ ժամանակահատվածում է իրականացվում և չի պահանջում Հատուկ նշանակության ընկերությունների և «կոնդուիտների» առկայություն: Այսպես, 2008թ. մայիսի 26-ին ընդունվել է օրենք «Ապահովված հիփոթեքային պարտատոմսերի մասին», որի նպատակն էր հիփոթեքային վարկավորման բաց ընդլայնված մոդելի ներդնումը: ՀՀ-ում 2017թ. առաջին անգամ Հայաստանի Հանրապետության միակ ֆոնդային բորսայում վաճառվել են «Առաջին Հիփոթեքային ընկերություն» ՈԻՎԿ ՓԲԸ-ի հիփոթեքային վարկերով ապահովված պարտատոմսերը, որոնք տեղաբաշխել է «ԱՐԱՐԱՏԲԱՆԿ» ԲԲԸ-ը (տե՛ս Աղյուսակ 1):

Աղյուսակ 1

Առաջին հիփոթեքային ընկերության կողմից թողարկված հիփոթեքային պարտատոմսերի հիմնական պայմանները

Ցուցանիշները	FMGCB1*	FMGCB2**
Պարտատոմսերի թողարկման ծավալը	500,000 ԱՄՆ դոլար	100,000,000 ՀՀ դրամ
Ժամկետայնությունը	2 տարի	2 տարի
Արժեկտրոնային տոկոսադրույթը	6.5%	10.5%
Թողարկված պարտատոմսերի քանակը	20,000 հատ	10,000 հատ
Մեկ պարտատոմսի անվանական արժեքը	25 ԱՄՆ դոլար	10,000 ՀՀ դրամ

*ԱՄՆ դոլարով թողարկված պարտատոմսեր, **ՀՀ դրամով թողարկված պարտատոմսեր

Հարկ է ընդգծել, որ ցուցակված բոլոր պարտատոմսերը վաճառվել են անվանական արժեքից ավելի բարձր գնով և ընկերությունը կարողացել է ներգրավել 500,046.7 ԱՄՆ դոլար և 100,004,450 ՀՀ դրամ: Սակայն, եթե

միջազգային պրակտիկայում հիփոթեքային պարտատոմսերին հատուկ է ավելի երկար մարման ժամկետ, ապա տվյալ դեպքում այն ունի մարման փոքր ժամկետ, ինչը բացատրվում է այն հանգամանքով, որ սա նորույթ է ՀՀ արժեթղթերի շուկայում, ինչպես նաև ներդրողները չեն վստահի առաջին անգամ տեղաբաշխվող և երկար մարման ժամկետ ունեցող պարտատոմսերին և ներդրումներ չեն կատարի:

Մեր կարծիքով ԱՀ-ում հիփոթեքային վարկերի ֆինանսավորման մեխանիզմների կատարելագործման նպատակով անհրաժեշտ է ձևավորել արժեթղթերի շուկա: Քանի որ ՀՀ-ում ֆինանսական համակարգի և արժեթղթերի շուկայի նկատմամբ վերահսկողություն է իրականացնում ՀՀ ԿԲ-ը, և Արցախում գործում են ՀՀ ԿԲ կողմից լիցենզավորված վարկատու կազմակերպությունները, ուստի վերջիններս պետք է ենթարկվեն այս ոլորտները կարգավորող ՀՀ օրենքների և այլ նորմատիվ-իրավական ակտերի պահանջներին: Սակայն այդ գործընթացը դժվար կլինի, քանի որ դրան խոչընդոտում են հետևյալ հանգամանքները.

- Հասարակության հոգեբանական իրավիճակը և երկրում տիրող ռազմական անկայուն իրավիճակը: 2016թ. Ապրիլյան քառօրյա պատերազմից հետո հիփոթեքային վարկերի պահանջարկի կտրուկ նվազման հետևանքով որոշ ֆինանսավարկային հաստատություններ դադարեցրին վարկերի տրամադրումը և մինչև հիմա չվերսկսեցին այդ գործընթացը:

- Արժեթղթերի շուկայի բացակայությունը: ԱՀ-ում համեմատաբար շատ շրջանառվող արժեթղթերից կարելի է համարել բաժնետոմսերը, չեկերը և այլն: ԱՀ-ում գրանցված կազմակերպություններից մեծամասնություն են կազմում Սահմանափակ պատասխանատվությամբ և Փակ բաժնետիրական ընկերությունները, ինչը ենթադրում է, որ բաժնետոմսերի բաժանորդագրությունը կունենա սահմանափակ բնույթ:

- Ինչպես ցանկացած նորարարություն, այնպես էլ հիփոթեքային պարտատոմսերի ներդրման համար անհրաժեշտ է գիտելիքների խորը մակարդակ, քանի որ անհրաժեշտ է ուսումնասիրել միջազգային փորձը, այնուհետև կատարել վերլուծություններ և լավագույն տարբերակը ներդնել մեր երկրում:

Այսպիսով, ՀՀ-ում և ԱՀ-ում հիփոթեքային վարկավորման բաց ընդլայնված երկմակարդակ մոդելի կամ ակտիվների արժեթղթավորման համակարգի գործարկման համար, որը ներդրված է 2008թ. -ից, անհրաժեշտ է օրենսդրական դաշտի կատարելագործում և «կոնդուիտների» ճանաչում որպես միջնորդ կազմակերպություն:

Գրականություն

1. Կ.Հ. Մամիկոնյան, Ատենախոսություն, «Վարկային քաղաքականության բարելավման եւ սինդիկացված վարկավորման ուղիները ՀՀ-ում», Երևան 2014թ.,
2. Կ. Հ. Մամիկոնյան, Բանկային համակարգի արժեթղթավորումը որպես ՀՀ կապիտալի շուկայի ակտիվացման և «երկար փողերի» ձևավորման նախապայման, ՖԻՆԱՆՍՆԵՐ ԵՎ ԷԿՈՆՈՄԻԿԱ, #2 (164), Փետրվար 2014,
3. Ա.Ա.Ալեքսանյան, Արժեթղթավորումը՝ որպես հիփոթեքային վարկավորման ֆինանսական մեխանիզմների կատարելագործման ուղի Արցախի Հանրապետությունում, ՀՊՏՀ 27-րդ գիտաժողով 2017 թ., նոյեմբերի 22-24 Երևան 2018
4. Разумова И.А., "Ипотечное кредитование: Учебное пособие", СПб.: Питер. 2005 г.,
5. Косарева Н.Б. "Основы ипотечного кредитования", Фонд «Институт экономики города», Москва 2006 г.,
6. Вриз Роббе, Жан Жоб де. Секьюритизация и право/ Жан Жоб де.Вриз Роббе, Пол Али: пер. с англ.-М.: Волтерс Клувер,2008.
7. Туктаров Ю. /СИНТЕТИЧЕСКАЯ СЕКЬЮРИТИЗАЦИЯ. / РЫНОК ЦЕННЫХ БУМАГ N 11 (338) 2007г.,
8. Матросов С.В./ ТРАДИЦИОННАЯ И СИНТЕТИЧЕСКАЯ СЕКЬЮРИТИЗАЦИЯ ФИНАНСОВЫХ АКТИВОВ./ Экономика и социология, 2 / 2012 г.,

Հոդվածը տպագրության է նրաշխարհում խմբագրական կոլեգիայի անդամ, տ.գ.թ., Շ.Շ.Ասրյանը: