

Խաչիկ Զաքարյան

Երևանի պետական համալսարանի իրավագիտության ֆակուլտետի մագիստրատուրայի կրթական ծրագրի 1-ին կուրսի ուսանող, ՀՀ վճռաբեկ դատարանի աշխատակազմի իրավական փորձաքննությունների ծառայության առաջին կարգի մասնագետի ժամանակավոր պաշտոնակատար

ՆԱԽՆԱԿԱՆ ՀՐԱՊԱՐԱԿԱՅԻՆ ԱՌԱՋԱՐԿԻ ՆՇԱՆԱԿՈՒԹՅՈՒՆԸ ՕՏԱՐԵՐԿՐՅԱ ԱՐԺԵԹՂԹԵՐԻ ՇՈՒԿԱՅՈՒՄ ԵՎ ՀԱՅԱՍՏԱՆՈՒՄ ԴՐԱ ԿԱՐԳԱՎՈՐՄԱՆ ԱՆՀՐԱԺԵՇՏՈՒԹՅՈՒՆԸ¹

Համառոտագիր

Հայաստանի Հանրապետության արժեթղթերի շուկան դեռևս ամբողջությամբ չի բացահայտել իր հնարավորությունները և չի շահագրգռում հասարակությանը մասնակից դառնալու դրանում տեղի ունեցող գործընթացներին: Ներպետական շուկայում բավականին տարածված արժեթղթեր են պարտատոմսերը, մինչդեռ՝ բաժնետոմսերի վաճառքը արտասահմանյան պրակտիկայում համարվում է կորպորատիվ ակտիվների կուտակման առաջնային միջոցներից մեկը, իհարկե՝ լրացուցիչ ակտիվ մեխանիզմների գործադրմամբ: Սույն գիտական հոդվածի շրջանակներում բացահայտվել է արժեթղթերի շուկայի այնպիսի մեխանիզմի կարևորությունը, ինչպիսին է «Նախնական հրապարակային առաջարկ»-ը: Անդրադարձ է կատարվել այս ինստիտուտին վերաբերող կարգավորումներին ԱՄՆ-ում, Ֆրանսիայում և Գերմանիայում, վեր են հանվել այդ կարգավորումների ուժեղ և թույլ կողմերը, առանձնացվել են ինստիտուտի նպատակները, դրա առավելություններն ու թերությունները, այնուհետև՝ կատարվել վերլուծություն: Նախնական հրապարակային առաջարկի գործընթացը նկարագրվել է՝ հիմք ընդունելով նույն ոլորտում գործող հրապարակային առաջարկի մեխանիզմը:

Սույն աշխատանքի հիմնական նպատակը հանդիսանում է արժեթղթերի շուկայի կապակցությամբ առաջացող հարաբերությունները կարգավորող իրավական նորմերի կատարելագործումը, որի համար առաջադրվել են այնպիսի գաղափարներ, որոնք կարող են հիմք հանդիսանալ հետագայում օրենսդրական նախաձեռնություն կատարելու համար: Կատարված առաջարկները ուղղված են ընթացակարգային լուծումներ առաջարկել սույն ինստիտուտի գործադրման համար, քանի որ նշված ոլորտում թեև առկա են որոշակի հարաբերություններ, սակայն օրենսդրական մակարդակով բացակայում են կարգավորումները:

Հիմնաբառեր- նախնական հրապարակային առաջարկ, հրապարակային առաջարկ, ֆինանսական շուկաների կառավարման մարմին, գերաբաշխման (օպցիոն) տարբերակ, չծածկված վաճառք, բորսաների և արժեթղթերի հանձնա-

¹ Հոդվածը ներկայացվել է 09.08.2025թ., գրախոսվել է 22.10.2025թ.:

ժողով, ֆինանսական արդյունաբերությունը կարգավորող մարմին, Նյու Յորքի ֆոնդային բորսա:

Ներածություն

Հաճախ են լինում այնպիսի դեպքեր, երբ բաժնետիրական ընկերությունը (այսուհետ՝ Ընկերություն), կարիք զգալով լրացուցիչ դրամական միջոցների, ներգրավում է փոխառու միջոցներ բանկերից և վարկային կազմակերպություններից՝ պարտավոր լինելով վճարել տոկոսներ: Այս իրավիճակներից ազատվելու ուրույն տարբերակ է բաժնետոմսեր թողարկելը և տեղաբաշխելը, որի միջոցով նման կապիտալ միջոցների ներգրավումը կատարվում է առանց բանկի կամ վարկային կազմակերպության հետ պարտավորական հարաբերությունների մեջ մտնելու:

ՀՀ քաղաքացիական օրենսդրության վերլուծությունը ցույց է տալիս, որ արժեթղթերի հրապարակային առաջարկի կատարման համար առկա են պարտադիր վավերապայմաններ և հաջորդական քայլեր, ինչպիսիք են՝

1. Արժեթղթեր թողարկելու մասին Ընկերության կողմից որոշման կայացում,
2. Ազդագրի ներկայացումը ՀՀ Կենտրոնական բանկին՝ գրանցման նպատակով,
3. Գրանցված ազդագրի հրապարակում,
4. Արժեթղթերի տեղաբաշխում,
5. Տեղաբաշխման ընթացքի և արդյունքների մասին հաշվետվությունների ներկայացում ՀՀ Կենտրոնական բանկ²:

Առաջին հայացքից թվում է, թե օրենսդրական մակարդակով առկա են այն բոլոր նպաստավոր պայմանները, որոնք հնարավորություն կտան Ընկերությանը, առանց ֆինանսական կազմակերպությունների կողմից անհարկի ծանրաբեռնող պարտավորությունների առկայության, մեծացնել իր կանոնադրական կապիտալը, մինչդեռ՝ պրակտիկայում առկա են խնդիրներ, որոնց լուծումը կարող են հանդիսանալ նախնական հրապարակային առաջարկի՝ որպես արժեթղթերի շուկայում անհրաժեշտ գործիքի օրենսդրական մակարդակով կարգավորումը և հենց դրանով՝ գործարար և ոչ գործարար սուբյեկտներին նոր հնարավորություններ ընձեռելը:

Ընկերության բաժնետերերը վստահություն չեն հայտնում նոր բաժնետերերի առաջացման գաղափարին, քանի որ նախ՝ նրանք պետք է հաշվի նստեն նոր բաժնետիրոջ քվեարկելու ծայնի իրավունքի հետ, կանխատեսեն Ընկերության կորպորատիվ կառավարման մեջ ռազմավարական ուղղությունների փոփոխման հետագիծը, այնուհետև՝ սեփական բաժնետոմսերի հետագա օտարման դեպքում սահմանափակվեն այլ բաժնետերերի գնման նախապատվության իրավունքով: Նման հանգամանքների միաժամանակյա առկայությունը խոչընդոտում է արժեթղթերի շուկայի զարգացմանը և նոր գործարար կապերի ձևավորմանը, ինչպես նաև՝ սահմանափակում է հասարակության լայն զանգվածների հնարավոր

² Տե՛ս, «Բաժնետիրական ընկերությունների մասին» ՀՀ օրենք, ընդունված 2001 թվականի սեպտեմբերի 25-ին, Սկզբնաղբյուր՝ ՀՀՊՏ 2001.11.06/34(166) Հոդ.831, ինչպես նաև՝ «Արժեթղթերի շուկայի մասին» ՀՀ օրենք, ընդունված 2007 թվականի հոկտեմբերի 11-ին, Սկզբնաղբյուր՝ ՀՀՊՏ 2007.10.31/53(577) Հոդ.1098:

մասնակցությունը արժեթղթերի շրջանառությանը: Արդյունքում՝ պրակտիկայում ունենք իրավիճակ, երբ բաժնետոմսերը, որպես կանոն, տեղաբաշխվում են արժեթղթերի երկրորդային շուկայում՝ առաջնային շուկան զիջելով պարտատոմսերին³: Երկրորդային շուկայում բաժնետոմսերի հրապարակային առաջարկի գաղափարը ինքնին տալիս է հնարավորություն եզրահանգելու այն մասին, որ բաժնետետերը խուսափում են Ընկերության նոր բաժնետոմսեր շրջանառել այնտեղ, որտեղ դրանց հասանելիությունն ու պահանջարկը ավելի մեծ է. Երկրորդային շուկայում հայտնվում են այն բաժնետոմսերը, որոնք արդեն առնվազն մեկ անգամ հրապարակային առաջարկի ենթարկվել են և պատկանում են կոնկրետ բաժնետիրոջ, ինչը հանգեցնում է նրան, որ գործարքը տեղի է ունենալու ոչ թե էմիտենտ Ընկերության և բաժնետոմսը ձեռք բերելուն հավակնող սուբյեկտի միջև, այլ՝ վերջինիս և բաժնետիրոջ: Նման դեպքերում առաջանում է հաջորդ խնդրահարույց իրավիճակը. ՀՀ տնտեսական համակարգի զարգացման համար էական է դրամական շարժի կայուն և աճող լինելը, որը ենթադրում է հասարակության մասնակիցների կողմից ներդրումների կատարում և շահույթի ստացում, այլ ոչ՝ գումարների պահառություն բանկում: Սակայն հասարակ քաղաքացին, ով ունի որոշակի կուտակված միջոցներ և ցանկանում է իր առաջին քայլերը կատարել գործարար միջավայրում, միանշանակ կտարակուսի իր ունեցած ամբողջ միջոցները միանգամից մեկ Ընկերության կապիտալում ներդնելուց: Բավականին լավ գործարար համբավ ունեցող Ընկերության բաժնետոմսերը շուկայում թանկ են, ինչը պայմանավորված է երկրորդային շուկայում դրանց իրացմամբ և նոր բաժնետերեր ներգրավելու Ընկերության մասնակիցների վախով: Սակայն միջազգային պրակտիկայում ընդունված մոտեցում է, այսպես կոչված՝ «փորձնական բաժնետոմսեր» տեղաբաշխելը, որոնք մասնատված են լինում հազարերորդական բաժինների և տեղաբաշխվում են դրանց իրական-անվանական արժեքով, որի պայմաններում հասարակ քաղաքացին առանց կասկածի գնում է որոշ բաժնետոմսեր և հաջողելու դեպքում վստահություն է ձեռք բերում արժեթղթերի շուկայի նկատմամբ ու հետագայում պատրաստ է ավելի մեծ ներդրումների, իսկ գնված բաժնետոմսի անգամ շուկայական գնի անկման դեպքում՝ կրած կորուստները նվազագույն են:

Թեմայի արդիականությունը կայանում է նրանում, որ վերը նկարագրված իրավիճակներում գտնվի այն փոխադարձ շահավետ լուծման միջոցը, որը մի կողմից կփարատի նշանակալի մասնակցություն ունեցող բաժնետերերի կասկածները և անգամ խոշոր գումար կապիտալում ներդրման դեպքում բաժնետոմս ձեռք բերողները չեն ունենա այն չափ տոկոսային գերակայություն, որը կազդի Ընկերության կորպորատիվ կառավարման մեխանիզմի և ուժերի հարաբերակցության վրա, մյուս կողմից՝ հասարակության լայն զանգվածներին կտա հնարավորություն գիտակից որոշումներ կայացնել արժեթղթերի շուկայում և ձեռնարկել սեփական

³ Տե՛ս, Հայաստանի ֆոնդային բորսա, «Շուկայի տվյալներ», https://amx.am/am/market_data/equity, մուտք՝ 01.08.2025:

ակտիվ գործողությունները՝ ձեռնարկատիրական գործունեություն իրականացնելու և հաջողությունների հասնելու համար:

Նախնական հրապարակային առաջարկը կարող է հանգեցնել ՀՀ կորպորատիվ և գործարարական հարաբերությունների զարգացմանը, արժեթղթերի շուկայի ամբողջական պոպուլյարի բացահայտմանը:

Աշխատանքի տեսական նշանակությունը կայանում է գիտահետազոտական բազային զարգացմամբ, որը հնարավորություն կտա հասարակ քաղաքացուն կամ սկսնակ գործարար սուբյեկտին ծանոթանալու այնպիսի յուրահատուկ մեխանիզմի, ինչպիսին՝ «Նախնական հրապարակային առաջարկ»-ը, որը գուցե ծառայի որպես տեսական աղբյուր՝ արժեթղթերի շուկայում ճիշտ կողմնորոշվելու և առավել ձեռնհաս գործունեություն իրականացնելու համար:

Աշխատանքի գործնական նշանակությունն է վերհանել օրենսդրական մակարդակում առկա բացերը, դրանց բացակայության պայմաններում խելամիտ վարվելակերպի և առաջարկվող գաղափարների կիրառությունը իրավական վեճերի պարագայում: Շատ հարցերի պատասխաններ և դրանց ուղղված օրենսդրական նախաձեռնություններ հաճախ կատարվում են այդպիսի վեճերի դատարանում քննության արդյունքում: Սույն աշխատանքի մեջ ընդգրկված գաղափարների իրավական փաստաթղթերում գործածության արդյունքում դրանց կարող է տրվել պատշաճ իրավական մեկնաբանություն դատարանի կողմից և նույնիսկ՝ կիրառություն վճիռներում:

Սույն գիտական հետազոտության նպատակն է բացահայտել հետևյալ իրավական հարցերի էությունը՝

- որո՞նք են նախնական հրապարակային առաջարկի հասկացությունը, տեսակներն ու նշանակությունը,

- ինչպիսի՞ կիրառություն ունի այն արտասահմանյան երկրների իրավական համակարգերում,

- որո՞նք են այդ մեխանիզմի առավելություններն ու թերությունները,

- արդյո՞ք այն պիտանի և անհրաժեշտ է Հայաստանի Հանրապետության արժեթղթերի շուկայում կիրառելու համար:

Աշխատանքի մեթոդական հիմքն է կազմում ընհանուր գիտական և հատուկ իրավական մեթոդների գործածությունը, ինչպիսիք են՝ իրավական հերմենևտիկայի, համեմատական իրավագիտության, անալիզի, դեդուկցիայի և ինդուկցիայի մեթոդները:

1. Նախնական հրապարակային առաջարկի հասկացությունը, տեսակներն ու նպատակը

Մասնավոր ընկերության կողմից բաժնետոմսերի առաջին վաճառքը՝ IPO-ն (Նախնական հրապարակային առաջարկ), կարող է օգտագործվել ինչպես փոքր, այնպես էլ խոշոր ընկերությունների կողմից՝ ընդլայնման կապիտալ ներգրավելու

և հանրային առևտրային ձեռնարկություններ դառնալու համար⁴։ Նախնական հրապարակային առաջարկը (*Initial Public Offering, այսուհետ՝ IPO*) արժեթղթերի հրապարակային առաջարկից (*Public Offering, այսուհետ՝ PO*) տարբերվում է նրանով, որ իրականացվում է մինչև թողարկված արժեթղթերի ֆոնդային բորսայում (արժեթղթերի շուկայում) շրջանառության մեջ մտնելը։ Նախնական հրապարակային առաջարկները հիմնականում լինում են երկու տեսակի՝

- Հիմնական հրապարակային առաջարկ (*Primary Public Offering*), որի դեպքում նախնական հրապարակային առաջարկը կատարվում է առաջին անգամ թողարկվող արժեթղթերի կապակցությամբ մինչ դրանց ֆոնդային բորսայում շրջանառության մեջ մտնելը,

- Երկրորդային հրապարակային առաջարկ (*Secondary Public Offering*), որի դեպքում նախնական հրապարակային առաջարկը կատարվում է նախկինում արդեն թողարկված և տեղաբաշխված արժեթղթերի նոր (լրացուցիչ) թողարկման խմբաքանակի կապակցությամբ մինչ դրանց շրջանառության մեջ դրվելը⁵։

Հատկանշական է, որ ներպետական օրենսդրությամբ նախատեսված է միայն հրապարակային առաջարկի հասկացությունը, որը բնորոշվում է՝ որպես «որակավորված ներդրող չհանդիսացող 100-ից ավելի անձանց կամ անորոշ թվով անձանց ուղղված արժեթղթերի առաջարկը⁶»։ Հրապարակային առաջարկին տրված նմանատիպ բնորոշումը մեր կարծիքով փոքր-ինչ թերի է այն իմաստով, որ դրանում խոսք չկա այնպիսի կարևոր հատկանիշի մասին, ինչպիսին՝ «արժեթղթի շրջանառության մեջ գտնվելը»։ Հենց այդ հատկանիշն է վերջինիս տարբերակում նախնական հրապարակային առաջարկից և միաժամանակ պայմանավորում արժեթղթի շուկայական արժեքը։ Սակայն պարզ է դառնում, որ ներպետական օրենսդրությամբ նախնական հրապարակային առաջարկի՝ որպես արժեթղթերի շուկայում ակտիվ մեխանիզմի չնախատեսելը հանգեցրել է նրան, որ շրջանառության մեջ գտնվելու հատկանիշը բացահայտելու անհրաժեշտությունը էական չի համարվել։

Մասնավոր ընկերությունը, ցանկանալով իրականացնել իր բաժնետոմսերի (արժեթղթերի) նախնական հրապարակային առաջարկ, պետք է պահպանի կարևոր վավերապայման, այն է՝ ապահովի իր նախկին և ընթացիկ գործունեության հրապարակայնությունն ու թափանցիկությունը։

IPO-ի բովանդակության և նշանակության բացահայտման լավագույն միջոցը դրա հետապնդած նպատակների վերհանումն է, որոնք են՝

- Սեփական բաժնետոմսերի վաճառքը թույլ է տալիս անսահմանափակ ժամկետով միջոցներ ստանալ՝ առանց ապահովության (գրավի) տրամադրման և նպատակային օգտագործման նվազագույն սահմանափակումներով,

⁴ St'u, The Wayback Machine, "IPO Definitions". IPO Initial Public Offerings. Archived from the original on 21 August 2011. Retrieved 14 September 2011, <https://web.archive.org/web/20110821115314/http://www.ipoinitialpublicofferings.com/ipo-definitions.htm>, access՝ 18.03.2024:

⁵ St'u, Ломонтатидзе О. В., Львова М. И., Болотин А. В. и другие, «Базовый курс по рынку ценных бумаг», Кнорус: учебное пособие, М., 2010, էջ 448:

⁶ St'u, «Արժեթղթերի շուկայի մասին» ՀՀ օրենք, 3-րդ հոդվածի 1-ին մասի 9-րդ կետ:

• Ներդրողների շրջանակի ընդլայնում (հնարավոր աջակցություն ընկերության կառավարման գործերում),

• Ներդրողներին տրվող բացառիկ հնարավորություն տեղաբաշխվող արժեթղթերը ձեռք բերել նախքան դրանք կդրվեն շրջանառության մեջ և կձևավորվի շուկայական արժեք, որը կարող է ինչպես բազմակի անգամ ձեռնտու լինել, այնպես էլ՝ անբարենպաստ հետևանքներ ունենալ (մշտական ռիսկի գործոն),

• Ընկերության կառավարման գործերում տոկոսային հարաբերակցության որոշակի կանխատեսելիություն, որը ավելի օպտիմալ կարող է գործել այն ընկերությունների համար, որոնք ձևավորել են ամուր կորպորատիվ կառուցվածք:

Այսպիսով նպատակների վերլուծությունից պարզ է դառնում, որ նախնական հրապարակային առաջարկը ուղղված է փոխադարձ հաջող ձեռնարկատիրական գործունեության իրականացմանը և դրա համար նպաստավոր պայմանների ձևավորմանը, իսկ հետագա ռիսկերը արդեն կախված են ձեռնարկատեր սուբյեկտների ձեռնհասությունից և ռիսկերի սթափ գնահատումից:

2. Նախնական հրապարակային առաջարկի ինստիտուտը արտասահմանյան երկրների իրավական համակարգերում

Նախնական հրապարակային առաջարկը՝ որպես արժեթղթերի շուկայում գործուն մեխանիզմ, վաղուց է իր կիրառությունը գտել արտասահմանյան երկրների իրավական համակարգերում, ինչպիսիք են՝ ԱՄՆ, Գերմանիա և Ֆրանսիա: Բնականաբար, կախված կոնկրետ երկրի իրավական համակարգի առանձնահատկություններից՝ տարբեր են դրանց կիրառման առավելություններն ու թերությունները:

ՖՐԱՆՍԻԱ- Ֆրանսիական IPO գործընթացը սովորաբար տևում է առնվազն երկու ամիս՝ ընկերության կողմից ազդագրի գրանցման փաստաթղթերը Ֆինանսական շուկաների կառավարման մարմին (*Autorité des marchés financiers*) ներկայացնելուց հետո. Օրինակ, ընդհանուր առմամբ, հինգից վեց ամիս տևողությամբ:

Նախ՝ էմիտենտը որոշում է թողարկվող արժեթղթերի ցուցակագրման վայրը, որը կարող է մեկից ավել լինել: Հենց այդ ցուցակագրումն է որոշում, թե որ շուկայում պետք է հետագայում շրջանառվեն արժեթղթերը՝ Եվրոպական շուկայում, թե օրինակ՝ ամերիկյան: Ֆինանսական շուկաների կառավարման մարմնի կողմից հաստատվելուց հետո ազդագիրը կարող է օգտագործվել ԵՄ անդամ ցանկացած այլ երկրում երկրորդային ցուցակագրման կամ հրապարակային առաջարկի իրականացման համար: Առաջարկը կարող է ներառել նոր բաժնետոմսեր, առկա բաժնետոմսեր կամ երկուսի համակցություն: Էմիտենտը կորոշի առաջարկի նախնական չափը, որը կարող է մեծացվել երկու եղանակով.

Առաջին՝ Եթե առաջարկը հաջողվի, ապա առաջարկի չափը կարող է ավելացվել մինչև 15% գնագոյացման պահին, պայմանով, որ այս տարբերակը բացահայտված է ազդագրում:

Երկրորդ՝ IPO-ները սովորաբար ներառում են նաև գերաբաշխման (օպցիոն) տարբերակ («*greenshoe option*»)- գնագոյացումից հետո, ներդրողներին

բաժնետոմսերը բաշխելիս, բանկերը կգերաբաշխեն բաժնետոմսերը (օրինակ՝ առաջարկի մինչև 115%-ը տրամադրելով ներդրողներին): Իրենց չծածկված վաճառքը (short position) ծածկելու համար տեղաբաշխողներին հնարավորություն կտրվի գնել ընկերության կողմից թողարկված լրացուցիչ բաժնետոմսերի մինչև 15%-ը (բայց միայն այն դեպքում, եթե նոր բաժնետոմսեր առաջարկվեն IPO-ում կամ վաճառվեն գործող բաժնետերերի կողմից՝ IPO գնով): Այս տարբերակը գործում է գնագոյացման պահից 30 օր⁷:

Նախնական հրապարակային առաջարկ կատարելու ֆրանսիական մոդելը բավականին զարգացած է և նրանց համար շատ ժամանակ չի պահանջվում այն իրականացնելու համար, որը միանշանակ համեմատելի չէ ՀՀ քաղաքացիա-իրավական հարաբերություններում առկա վիճակի հետ: Նախնական հրապարակային առաջարկը կատարվում է ներդրողներ և կապիտալ միջոցներ ներգրավելու համար, որը պահանջում է հրատապ լուծում, այսինքն՝ նման գործունեություն իրականացնելիս հարկավոր է ձեռնհաս և մասնագիտացված սուբյեկտների ներգրավում: ՀՀ իրավական համակարգում այս մեխանիզմի ներդրման դեպքում նպատակահարմար է սահմանել դրա կատարման 6 ամսյա ժամկետ՝ թողարկման թվականից հաշված, այն հիմնավորմամբ, որ ներպետական մակարդակով մենք դեռ սկսնակ ենք այս ոլորտում և յուրաքանչյուր նախնական հրապարակային առաջարկ կատարելիս անբարենպաստ հետևանքները նվազեցնելու և առավելագույն շահույթ ստանալու համար պետք է ավելի երկար նախապատրաստական աշխատանքների իրականացում, որը, միաժամանակ, չի հավասարեցվի հրապարակային առաջարկի կատարման 12 ամսյա ժամկետին: Արդյունքում՝ «Նախնական հրապարակային առաջարկի կատարման համար պետք է սահմանվի 6 ամսյա ժամկետ՝ Ընկերության կողմից դրանց թողարկման մասին որոշում կայացնելու պահից»:

Արժեթղթերի ցուցակումն իր հերթին ներպետական մակարդակով սահմանափակ է, քանի որ, ի տարբերություն արտասահմանյան երկրների, մենք ունենք մեկ ֆոնդային բորսա, որտեղ արժեթղթերի հրապարակային առաջարկ (այդ թվում նաև՝ IPO) կատարելու համար հարկավոր է ցուցակել դրանք⁸ և համապատասխան սակագնային վճարի դիմաց պահպանել դրանք A, B կամ C սյունյակներում: Հարկ է նշել, որ IPO գործընթացը աչքի է ընկնում ոչ շատ ծախսատարությամբ, որի դեպքում նման արժեթղթերի տեղաբաշխում կատարել ցանկացողը պետք է ունենա որոշակի սակագնային արտոնություններ: Հետևաբար՝ առաջարկ է կատարվում «բոլոր այն դեպքերում, երբ ֆոնդային բորսայի օպերատորից թույլտվություն ստացած սուբյեկտը ցանկանում է կատարել IPO, ապա նա համապատասխան սյունյակում դրանց պահպանման համար վճարելու է հրապարակային առաջարկի համար նախատեսված համապատասխան սակագների 50%-ի չափով»:

Անդրադառնալով գերաբաշխման (օպցիոն) տարբերակին՝ հարկ է նշել, որ ներկայումս ՀՀ-ում առկա է օպցիոն գործարքների մասով օրենսդրական նախագիծ,

⁷ St'au, Letréguilly H., de La Courtie S., "Initial Public Offerings Laws and Regulations 2023", France, 2024, էջ 2:

⁸ St'au, «Արժեթղթերի շուկայի մասին» ՀՀ օրենք, 146-րդ հոդված:

որը դեռևս լրամշակման փուլում է գտնվում: Այդ նախագծում սահմանվում է, որ **Օպցիոնի ուժով** մի կողմը իրավունք է ձեռք բերում պահանջել կատարել օպցիոնով նախատեսված գործողությունները դրանով սահմանված ժամկետում և գնով, իսկ մյուս կողմը պարտավորվում է կատարել այդ պահանջը⁹: Ընկերությունն իրավունք ունի կնքել իր բաժնետոմսերի վաճառքի օպցիոնի պայմանագրեր, եթե դրա հնարավորությունը սահմանված է Ընկերության կանոնադրությամբ և օպցիոնով սահմանված քանակի, տեսակի և դասի բաժնետոմսերը հայտարարված, բայց չտեղաբաշխված են Ընկերության կողմից: Ընկերության կողմից իր բաժնետոմսերի վաճառքի օպցիոնի պայմանագրով սահմանված՝ Ընկերության բաժնետոմսերի թողարկման և օպցիոնը տնօրինողի օգտին տեղաբաշխման պայմանները վրա հասնելու (օպցիոն իրականացնելու) դեպքում Ընկերությունը պարտավոր է կայացնել լրացուցիչ բաժնետոմսերի թողարկման և դրանց՝ օպցիոնը տնօրինողի օգտին տեղաբաշխման մասին որոշումը՝ պայմանագրով սահմանված ժամկետում, իսկ օպցիոնը տնօրինողը պարտավոր է պայմանագրով սահմանված ժամկետում վճարել դրանց դիմաց¹⁰:

Ֆրանսիայում գործող կարգավորումը փոքր ինչ վտանգ է պարունակում այն տեսանկյունից, որ բոլոր այն դեպքերում, երբ տեղաբաշխողը կլինի ներդրումային ընկերություն կամ բանկ, ապա ավելացած 15%-ի չիրացման պարագայում վերջիններս ձեռք կբերեն դրանք և ակամայից կդառնան բաժնետեր տվյալ ընկերությունում, որը կարծում ենք ձեռնտու չի լինի ընկերության համար: Ինչ վերաբերում է ներպետական օրենսդրական նախագծին, ապա այն ևս մեկ միջոց է կորպորատիվ հարաբերություններում օպցիոն պայմանագիր կնքող կողմերի փոխադարձ շահերի պաշտպանության համար: Բաժնետերերը վստահ կլինեն, որ բաժնետոմսերը տեղաբաշխվում են այն անձին, ում նրանք ճանաչում են, իսկ Ընկերության կանոնադրական կապիտալում ներդրում կատարելու ցանկություն հայտնած անձը իր հերթին կիմանա, որ, անկախ արժեթղթերի շուկայում տեղի ունեցող գնային տատանումներից, նա վճարելու է այն գինը, որը կողմերը նախօրոք պայմանավորվել էին և ստանալու է այն քանակի բաժնետոմսեր, որքան իրեն խոստացել են:

Գերաբաշխման (օպցիոն) տարբերակը ներպետական կարգով նախատեսելը խելամիտ առաջարկ է, սակայն կարևոր է օպցիոն տնօրինող սահմանել միայն բաժնետոմս թողարկող (էմիտենտ) Ընկերություններին՝ ձերբազատվելու այն վտանգից, որը կարող է առաջանալ բոլոր այն դեպքերում, երբ բաժնետոմսերի թողարկողն ու տեղաբաշխողը տարբեր սուբյեկտներ են, օրինակ՝ ներդրումային ընկերություն: Հետևաբար՝ առաջարկվում է «*Բոլոր այն դեպքերում, երբ Ընկերությունը վստահ կլինի նախնական հրապարակային առաջարկի կատարման*

⁹ Տե՛ս, «Հայաստանի Հանրապետության քաղաքացիական օրենսգրքում լրացում կատարելու մասին» օրենքի նախագիծ, Հոդված 445.1, <https://www.e-draft.am/projects/5646/about>, մուտք՝ 07.05.2023:

¹⁰ Տե՛ս, ««Բաժնետիրական ընկերությունների մասին» ՀՀ օրենքում լրացումներ կատարելու մասին» օրենքի նախագիծ, Հոդված 32.1, <https://www.e-draft.am/projects/5646/about>, մուտք՝ 01.05.2023:

հաջողության մեջ և կրեդաբաշխի նախադեպվածից 15%-ով ավելի բաժնետերեր, ապա պետք է ՀՀ օրենսդրությամբ լինի գերաբաշխման (օպցիոն) տարբերակ էմիսիայի Ընկերության համար, որը չտեղաբաշխված բաժնետերերը հետ գնելու իրավունք կունենա, իսկ դրանց վերաբաշխումը արդեն իսկ գործող բաժնետերերի միջև կատարվելու է Ընկերության կանոնադրությամբ նման որոշում կայացնելու իրավասու մարմնի միաձայն որոշմամբ»:

Ֆրանսիական իրավական համակարգի ուշադրությունից չի վրիպել նաև այնպիսի կարևոր հարցի կարգավորում, ինչպիսին՝ IPO կատարել ցանկացող Ընկերության կողմից հրապարակվող ազդագրում պարունակվող ռիսկերին ներկայացվող պահանջները:

«Ազդագրի կանոնակարգ» (Prospectus Regulation ((EU) 2017/1129)) նորմատիվ իրավական ակտի 16-րդ հոդվածի համաձայն՝ ազդագրում ռիսկի գործոններին վերագրվում են երեք հատկանիշներ, որոնք են՝

- Հատուկ. Ազդագրում պետք է ներառվեն միայն այն ռիսկերը, որոնք հատուկ են թողարկողին և/կամ արժեթղթերին և որոնք կարևոր են ներդրումային որոշում կայացնելու համար:

- Հաստատված. Ռիսկի գործոնները պետք է հաստատվեն գրանցման փաստաթղթի և ազդագրի բովանդակությամբ

- Կարևոր. Ռիսկի յուրաքանչյուր գործոնի կարևորությունը գնահատվում է ըստ դրա իրականանալու հավանականության և բացասական ազդեցության գնահատված չափի:

Ռիսկի յուրաքանչյուր գործոնի նկարագրությունը պետք է համապատասխանող լինի՝ բացատրելով, թե ռիսկի գործոնն ինչ կերպ է ազդում թողարկողի կամ արժեթղթերի վրա¹¹:

Այսպիսով քննարկելով ֆրանսիական իրավական համակարգում տեղ գտած կարգավորումները նախնական հրապարակային առաջարկի վերաբերյալ՝ հարկավոր է նշել, որ հանգամանալից կարգավորման է ենթարկված ռիսկի գործոնների վերհանման և դրանց նվազեցման գործընթացը՝ հնարավորություն տալով ներդրողին ընտրություն կատարել՝ իրական ցուցանիշների վրա հիմնվելով:

ԳԵՐՄԱՆԻԱ. Գերմանիայում հաճախ ընկերության առկա բաժնետերերի 50%-ից պակասը վաճառվում է IPO-ի միջոցով: Մնացածը մնում է գործող բաժնետերերի մոտ և ենթակա է փակ համաձայնագրի տեղաբաշխող բանկերի հետ: IPO-ի նախապատրաստումը Գերմանիայում տևում է մոտ հինգից վեց ամիս՝ կախված կորպորատիվ կառուցվածքից և ընկերության ֆինանսական վիճակից: Ընկերությունը պետք է ունենա ֆինանսական հաշվետվությունների ամբողջական և ազդեցիկ փաթեթ, որը թույլ կտա պահանջվող բացահայտումը և քննարկումը IPO-ի փաստաթղթերում: Գործարկման ամսաթիվը սովորաբար որոշվում է 135-օրյա կանոնով, որը սահմանում է, որ IPO-ի մարումը պետք է կատարվի IPO-ի

¹¹ Տե՛ս, Regulation (EU) 2017/1129 of the European Parliament and of the Council of 14 June 2017 on the prospectus to be published when securities are offered to the public or admitted to trading on a regulated market, and repealing Directive 2003/71/EC with EEA relevance. Հոդված 16:

ազդագրում նշված վերջին հաշվեկշռի ամսաթվից ոչ ուշ, քան 135 օր հետո: Սա հանգեցնում է IPO-ի փաստաթղթերում տարեկան չորս IPO պատուհանների՝ համապատասխան ֆինանսական հաշվետվությունների (ամբողջ տարվա, կիսամյակի կամ եռամսյակային արդյունքների) ներառման և քննարկման մինչև 135-օրյա ժամկետի ավարտը: Համապատասխանաբար թողարկողի և տեղաբաշխողների և նրանց փաստաբանների միջև համաձայնեցվում են կոնկրետ ժամկետներ¹²:

IPO-ի կանոնավոր գործընթացը պահանջում է զգալի նախապատրաստություն: Մեծ թվով ընկերությունների համար այն կարող է սկսվել առևտրի նախատեսվող մեկնարկից երկու տարի առաջ: Սա հաճախ պայմանավորված է նրանով, որ շատ ընկերություններ դեռ պետք է փոխեն իրենց կազմակերպահրավական ձևը՝ IPO-ին պատրաստ լինելու համար: Գերմանական ընկերությունների մեծ մասը ընդգրկված է որպես գերմանական սահմանափակ պատասխանատվությամբ ընկերություններ (GmbH): Որպես այդպիսին, հնարավոր չէ նրանց բաժնետոմսերի հրապարակային առուվաճառքը: Անհրաժեշտ է փոխել գերմանական ֆոնդային կորպորացիայի (AG), եվրոպական ընկերության (SE) կամ նույնիսկ այլ իրավասության ֆոնդային կորպորացիայի: Սա պահանջում է մի քանի իրավական քայլեր՝ սկսած պատշաճ կորպորատիվ և հարկային վերլուծությունից՝ նախընտրելի թիրախային կառուցվածքը գտնելու համար, ինչպես նաև բաժնետերերի հետ թափանցիկ համապատասխանեցումը՝ ապահովելով ներգրավված բոլոր կողմերի շահերի պաշտպանությունը: Երբ ձևավորվի համապատասխան կազմակերպահրավական ձևը և ընկերությունը կայունացվի իր նոր կազմակերպահրավական ձևով, բաժնետերերը պաշտոնապես սկսում են IPO գործընթացը իրենց համապատասխան որոշմամբ¹³:

ԱՄՆ- Բորսաների և արժեթղթերի հանձնաժողովը (The United States Securities and Exchange Commission՝ SEC) արժեթղթերի շուկաների առաջնային կարգավորողն է և պատասխանատու է ԱՄՆ-ում IPO գրանցման հայտերի վերանայման համար: Բացի այդ, IPO-ների հետ կապված տեղաբաշխողների գործունեությունը կարգավորվում է Ֆինանսական արդյունաբերությունը կարգավորող մարմնի կողմից (Financial Industry Regulatory Authority՝ FINRA): FINRA-ն շահույթ չհետապնդող ինքնակարգավորվող կազմակերպություն է, որը կարգավորում է անդամ բրոքեր-դիլերներին, ներառյալ IPO տեղաբաշխողներին: FINRA-ի կորպորատիվ ֆինանսների կանոնները պահանջում են, որ անդամ ընկերությունները, որոնք մասնակցում են ԱՄՆ-ում արժեթղթերի հրապարակային առաջարկին, ներկայացնեն FINRA-ին առաջարկող փաստաթղթեր, ներառյալ գրանցման հայտարարություն և տեղաբաշխման պայմանագիր, ինչպես նաև տեղաբաշխողների և ընկերության միջև որոշ այլ պայմանագրեր: Նման փաստաթղթեր ներկայացնելը պետք է կատարվի ոչ ուշ, քան երեք աշխատանքային օրվա ընթացքում SEC-ում

¹² Տե՛ս, Schwander A., Trojette I., “IPOs in Germany: What Potential Shareholders Should Know”, Kirkland & Ellis, DE, 2019, էջեր 3-6:

¹³ Տե՛ս, Bernau T., Ritzmann K., Thomas A. J., “Initial Public Offerings Laws and Regulations 2023”, DE, 2024, էջ 2:

գրանցման յուրաքանչյուր հայտարարություն ներկայացնելուց կամ կոնֆիդենցիալ (զաղտնի) կարգով ներկայացնելուց հետո: IPO-ի դեպքում ընկերությունից կապահանջվի վճարել FINRA-ին չվերադարձվող գրանցման վճար՝ հաշվի առնելով գրանցման հայտարարության մեջ նշված IPO-ի առաջարկի չափը: Բացի այդ, եթե IPO տեղաբաշխողներից որևէ մեկն ունի շահերի բախում, FINRA-ն պահանջում է, որ գրանցման հայտարարությունը ներառի շահերի բախման բնույթի հատուկ և կոնկրետ բացահայտում և այլ տեղեկություններ: Ի հավելումն SEC-ի և FINRA-ի պահանջների, ընկերությունները պետք է լրացնեն նաև առանձին հայտի գործընթաց՝ իրենց արժեթղթերը ԱՄՆ բորսայում ցուցակագրելու համար: Ընկերությունները սովորաբար որոշում են դիմել Նյու Յորքի ֆոնդային բորսայում (NYSE) կամ Nasdaq ֆոնդային բորսայում ցուցակման համար: Ընդհանուր առմամբ, երկու բորսաները շատ նման են, չնայած պատմականորեն NYSE-ն ուներ ավելի խիստ պահանջներ, ինչպիսիք են շահույթի և շուկայական կապիտալիզացիայի թեստերը: Nasdaq-ը ավանդաբար գրավել է ավելի շատ տեխնոլոգիաների և կենսատեխնոլոգիական թողարկողների, մինչդեռ NYSE-ն ապացուցել է, որ ավելի շատ ֆինանսական, արդյունաբերական և էներգետիկ ընկերությունների տունն է: Չնայած յուրաքանչյուր բորսա ունի կորպորատիվ կառավարման իր պահանջները, այս պայմանները տարիների ընթացքում բավականին նման են դարձել¹⁴:

ԱՄՆ-ի արժեթղթերի շուկաներում նախնական հրապարակային առաջարկ կատարելու համար ընկերությունը պետք է հրապարակային դարձնի իր և իր կողմից տեղաբաշխվող արժեթղթերի մասին տեղեկությունները, ինչը մեծապես բխում է ԱՄՆ-ի կառավարության կողմից արժեթղթերի շուկայում որդեգրած քաղաքականությունից, այն է՝ ներդրողի շահերի առավելագույնս պաշտպանություն: Գրանցման համար ներկայացվող տեղեկությունները հիմնականում ընդգրկված են ազդագրում, որում պարունակող տվյալները հատուկ կարգավորման են ենթարկվել¹⁵:

ԱՄՆ-ում մինչ արժեթղթերի նախնական հրապարակային առաջարկ կատարելը պետք է անցնել նախապատրաստական մի ամբողջ ընթացակարգ, որը տարբեր ընկերությունների մոտ յուրահատուկ է դրսևորվում, սակայն տեսաբաններից մեկը առաջարկել է հետևյալ՝ առավել ամբողջական քայլերի հաջորդականությունը՝

● **IPO-ից 24-12 ամիս առաջ՝** 1) Ստեղծել բիզնես պլան և սեփական կապիտալի պատմություն, 2) պատրաստել եռամյա աուդիտի ենթարկված ֆինանսական հաշվետվություններ, 3) գործել ցուցակված ընկերության պես,

● **IPO-ից 12-6 ամիս առաջ՝** 1) Ստեղծել ներքին IPO աշխատանքային խումբ, 2) նշանակել արտաքին IPO թիմ,

¹⁴ St'u, TurnKeyDeal, «IPO в США», <https://tkdeal.com/complex-offers/ipo-v-ssa>, մուտք՝ 05.05.2024:

¹⁵ St'u, “AN ACT To provide full and fair disclosure of the character of securities sold in interstate and foreign commerce and through the mails, and to prevent frauds in the sale thereof, and for other purposes” (Securities Act of 1933) - May 27, 1933 - 74, բաժին 10, կետ 4, էջ 33, <https://govtrackus.s3.amazonaws.com/legislink/pdf/stat/48/STATUTE-48-Pg74.pdf>, access՝ 01.01.2024:

● **IPO-ից 6-4 ամիս առաջ՝** 1) Մշակել ազդագիր և գրանցման հայտարարություն, 2) մշակել ներդրողների հետ հարաբերությունների ծրագիր, 3) համագործակցել կարգավորող մարմինների հետ,

● **IPO-ից 4 ամիս առաջ՝** 1) Ուսումնասիրել ներկայացման նախադրյալները, 2) ներկայացնել անհրաժեշտ փաստաթղթերը, 3) մշակել ներկայացման ակտիվները,

● **IPO-ից 3 ամիս-6 շաբաթ առաջ՝** 1) Վերջնականացնել հասույթը, սեփական կապիտալի պատմությունը, 2) հաստատել գնահատումը, 3) պատասխանել կարգավորողների մեկնաբանություններին, 4) մշակել շուկայավարման ռազմավարություն,

● **IPO-ից 6 շաբաթ առաջ՝** 1) Roadshow (պրեզենտացիաների շարք, որոնք, կատարվելով տարբեր վայրերում, տանում են դեպի նախնական հրապարակային առաջարկ), 2) Book building (գործընթաց, որն օգտագործվում է ընկերությունների կողմից, որոնք կապիտալ են ներգրավում հրապարակային առաջարկների միջոցով՝ օգնելու գնի և պահանջարկի բացահայտմանը), 3) գնագոյացում, 4) առաջարկի ժամկետը, 5) վերջնական ցուցակագրման պահանջներ, 6) ցուցակագրման արարողություն¹⁶: Ամփոփելով ԱՄՆ-ում գործող կարգավորումներն ու տեսաբանների հեղինակած մտքերը՝ հարկ է նշել, որ ամերիկյան իրավական համակարգում բավականին լուրջ են մոտեցել արժեթղթերի նախնական հրապարակային առաջարկի ընթացակարգային կարգավորման հարցին, և զարմանալի չէ, որ բավականին խոշոր կապիտալ ունեցող ընկերություններ ցանկություն են հայտնում հենց ԱՄՆ-ում կատարել իրենց արժեթղթերի նախնական հրապարակային առաջարկը:

Հայկական պրակտիկայում դժվար է պատկերացնել նման համակարգված գործողությունների հաջորդականություն, որոնք ուղղված կլինեն նախապատրաստական աշխատանքների իրականացմանը և նախնական հրապարակային առաջարկը սկսելուն, մինչդեռ՝ անհրաժեշտ է որոշակի վավերապայմաններ նախատեսել, որոնք հնարավորություն կտան ուղղորդել ընկերություններին և խորհրդատվական բնույթի աջակցություն ցուցաբերել նրանց մինչև համապատասխան գործընթացը սկսելը: Ընկերության շահերից է բխում այնպիսի մասնագետի ներգրավումը, ով, հիմք ընդունելով կանոնադրական կապիտալի չափը, դրանում բաժնետերերի ունեցած տոկոսային հարաբերակցությունը, Ընկերության ընթացիկ գործունեության շահութաբերությունն ու կորպորատիվ կառուցվածքի կայունությունը, եզրակացություն կտա այն մասին, թե ինչ մոտավոր արժեքով և քանակի բաժնետոմսեր է նպատակային թողարկել և տեղաբաշխել և մոտավոր որքան ժամանակ է հարկավոր այդ գործընթացին նախապատրաստվելու համար: Հետևաբար՝ կատարվում է առաջարկ այն մասին, որ «Ընկերության կողմից մինչև նախնական հրապարակային առաջարկի գործընթացը սկսելը առնվազն 4 ամիս առաջ պետք է ներգրավվի օրենքով սահմանված կարգով համապատասխան գործունեության համար լիցենզավորված մասնագետ,

¹⁶ St'u, Prete R., "The IPO Process: A Breakdown of What it Means to Go Public", USA, 2023, <https://www.linqto.com/blog/ipo-process/>, access՝ 06.07.2023:

ով կգնահատի նախապատրաստական աշխատանքների ընթացքն ու անհրաժեշտ պայմանները և կտա եզրակացություն, որը Ընկերությունը IPO ազդագրի հետ միասին ներկայացնելու է ՀՀ Կենտրոնական բանկ՝ հաստատման և գրանցման նպատակով»:

3. Նախնական հրապարակային առաջարկի առավելություններն ու թերությունները

Նախնական հրապարակային առաջարկի մեխանիզմը, դեռևս վաղուց կիրառվելով արտասահմանյան երկրների արժեթղթերի շուկաներում, հասցրել է բացահայտել իր թույլ և ուժեղ կողմերը, որոնք համադրելով ՀՀ իրավական համակարգում գործող կարգավորումների հետ՝ պետք է վերհանել նախնական հրապարակային առաջարկի առավելություններն ու թերությունները, որից հետո կատարել վերլուծություն և գալ վերջնական եզրահանգման:

Առավելություններ.

- Սեփական բաժնետոմսերի տեղաբաշխումը թույլ է տալիս կապիտալ միջոցներ ներգրավվել՝ հեշտացնելով կանոնադրական նպատակների իրագործումը,

- Աճում է ընկերության հեղինակությունն ու գործարար համբավը՝ միաժամանակ ձեռք բերելով հասարակական վստահություն,

- Ներդրողների շրջանակի ընդլայնում, բազմաթիվ ֆինանսավորման հնարավորությունների ստեղծում՝ սեփական կապիտալ, փոխարկելի պարտք, ավելի էժան բանկային վարկեր,

- Ներդրողների համար բացառիկ հնարավորություն ձեռք բերելու արժեթղթերը նոմինալ արժեքով, այլ ոչ՝ շուկայական (այն կարող է ներդրողին ինչպես բազմակի անգամ ավել շահույթ բերել, այնպես էլ՝ հանգեցնել ներդրած միջոցների կորստին, սակայն պետք է հաշվի առնել, որ նման ռիսկային գործոն առկա է բոլոր տեսակի ձեռնարկատիրական գործունեության ոլորտներում)¹⁷:

Նախնական հրապարակային առաջարկի գործարկումը ինքնին ուղղված է և՛ Ընկերության, և՛ հասարակության լայն զանգվածների գույքային կարգավիճակի բարելավմանը. Ֆիզիկական անձը ներդրում կատարելիս ձգտում է ծախսել որքան հնարավոր է քիչ և ստանալ շահույթ, որը, իհարկե, տեղի է ունենում բոլոր այն դեպքերում, երբ ֆիզիկական անձի կողմից բաժնետոմսը ձեռք բերելուց հետո նա միանգամից վերավաճառում է այն ավելի բարձր գնով, սակայն քիչ չեն նաև այնպիսի դեպքերը, երբ անձը ձգտում է պասիվ եկամուտ ունենալ՝ միաժամանակ չցանկանալով անձամբ մասնակցել Ընկերության գործերի կառավարմանը: Արդյունքում՝ անձը կա՛մ բաժնետոմսը հանձնում է հավատարմագրային կառավարման, կա՛մ բաժնետիրական համաձայնագիր է կնքում մյուս մասնակիցների հետ՝ իրավաչափ կերպով իրեն զերծ պահելով նման կառավարման գործերին մասնակցելուց: Ընկերության համար IPO կատարելը առանձին հետաքրքրություն

¹⁷ St'u, Matthews J., "How regular investors can access IPOs", Fortune, USA, 2021, <https://fortune.com/2021/07/08/how-to-access-ipos-regular-investors/>, access՝ 23.09.2024:

է ներկայացնում, քանի որ այն հանրագումարային միջոցները, որոնք ներդրվում են կանոնադրական կապիտալ մեկ գործընթացի արդյունքում, որպես կանոն, անհամեմատ ավելի մեծ են, քան արտաշուկայական պայմաններում նույն բաժնետոմսի ամբողջական օտարումը երրորդ սուբյեկտի: Նման պայմաններում IPO կատարելով՝ Ընկերության նշանակալի մասնակցություն ունեցող բաժնետերերը չեն անհանգստանում ցածր տոկոսայնության բաժնետոմսեր ձեռք բերած բաժնետերերի կողմից գործերի կառավարմանը միջամտելու վերաբերյալ, այլ՝ զբաղվում են Ընկերության գործարարական հարաբերությունների զարգացմամբ, իսկ երբ գալիս է հաշվետու տարվա ավարտը և պետք է կատարել շահույթի բաշխում, ապա ստացվող միջոցները ավելի շատ են, քան կլինեին բանկի հետ վարկավորման պայմանագրի կնքման դեպքում:

Թերություններ.

- Իրավական, հաշվապահական և շուկայավարման զգալի ծախսեր, որոնցից շատերը շարունակական են (տեղաբաշխման ծախսերի կատարում),

- Ընկերության գործունեությանը առջվող ինֆորմատիվ դաշտի հասանելի դարձնելը, հաճախ նաև կազմակերպարավական ձևի փոփոխություն,

- Կառավարման գործերում ավելի լայն շրջանակի ներդրողների ընդգրկման դեպքում ընկերության կառավարմանն ուղղված ջանքերի ավելացում (կայուն կորպորատիվ կառուցվածք չունեցող ընկերությունների դեպքում, առավել հաճախ հանդիպում է փոքր և միջին ձեռնարկություններում)¹⁸,

- Ամբողջ գործընթացում ընկերությունը գտնվելու է ՀՀ Կենտրոնական Բանկի և աուդիտորական-հարկային վերահսկողության ներքո, որը զգալի ճնշում է ընկերության գործունեության նկատմամբ:

Անկախ պարունակող ռիսկերի քանակից ձեռնարկատերերի հիմնական վախը չիմանալն է, թե ինչպես և ինչ քայլերով պետք է կատարվի IPO-ն, որ հաջողություն գրանցվի, որի համար հարկավոր է պլանավորում կատարել: Պլանավորումը շատ կարևոր է հաջող IPO-ի համար: Տեսաբաններից մեկը առաջարկում է պլանավորման հետևյալ յոթ քայլերը՝

- զարգացնել տպավորիչ կառավարում և պրոֆեսիոնալ թիմ,
- զարգացնել ընկերության բիզնեսը՝ հայացք նետելով դեպի հանրային շուկա,
- ձեռք բերել աուդիտի ենթարկված ֆինանսական հաշվետվություններ՝ օգտագործելով IPO-ի կողմից ընդունված հաշվապահական հաշվառման սկզբունքները,

- կարգավորել ընկերության գործունեությունը,
- ստեղծել կլանման դեմ էֆեկտիվ պաշտպանություն,
- ձևավորել լավ կորպորատիվ կառավարում,

¹⁸ St'а, Глухов К. В., Шипилова М. В., «Использование инструментов фондового рынка как способ поддержки субъектов малого и среднего предпринимательства в период экономических кризисов», Вестник университета, 10-е Издание, RUS, 2021, <https://doi.org/10.26425/1816-4277-2021-10-139-146>, էջեր 142-143:

• ստեղծել ինսայդերային փրկության հնարավորություններ և օգտվել IPO պատուհաններից¹⁹:

Ընկերության կողմից պլանավորում կատարելը ենթադրում է որոշակի անհրաժեշտ և հաջորդական գործողությունների կատարման քայլերի կանխորոշում, որը առավել նպատակահարմար է սահմանել կա՛մ Ընկերության կանոնադրությամբ, կա՛մ բաժնետերերի միջև կնքվող համաձայնագրերով: Ներպետական կարգով նման պլանավորման նմուշային ձևը կարող է սահմանվել ՀՀ կենտրոնական բանկի կողմից, որը հիմք ընդունելով՝ Ընկերությունները կնախատեսեն իրենց սեփականը:

Անկախ պարունակող թերություններից՝ ցանկացած գործարք անձանց կողմից ռիսկերի սթափ գնահատման արդյունք է, և անձն ինքն է ընտրում կնքել նման գործարք, թե՛ ոչ:

Եզրակացություն

Ամփոփելով թեման՝ պետք է նշել, որ նախնական հրապարակային առաջարկի՝ որպես ինստիտուտի և արժեթղթերի շուկայում պիտանի մեխանիզմի օրենսդրական մակարդակով կարգավորումը միանշանակ կնպաստի ՀՀ կորպորատիվ և գործարարական հարաբերությունների զարգացմանը, արժեթղթերի շուկայի ամբողջական պոտենցիալի բացահայտմանը: Առանց համապատասխան կարգավորումների այդպիսի գործընթացի իրագործումը գուցե հաջողվի, սակայն այն իրագործողը չի իմանալու անհրաժեշտ օրինաչափությունները, որոնք պարտադիր են ռիսկերը նվազեցնելու համար:

Հակիրճ կներկայացվեն այն առաջարկները, որոնք թեև ամբողջապես չեն կարգավորի նշված ոլորտը, սակայն սկիզբը կհանդիսանան հետագա օրենսդրական նախաձեռնությունների:

1. Նախնական հրապարակային առաջարկի կատարման համար պետք է սահմանվի 6 ամսյա ժամկետ՝ Ընկերության կողմից դրանց թողարկման մասին որոշում կայացնելու պահից:

2. Բոլոր այն դեպքերում, երբ ֆոնդային բորսայի օպերատորից թույլտվություն ստացած սուբյեկտը ցանկանում է կատարել IPO, ապա նա համապատասխան սյունյակում դրանց պահպանման համար վճարելու է հրապարակային առաջարկի համար նախատեսված համապատասխան սակագների 50%-ի չափով:

3. Բոլոր այն դեպքերում, երբ Ընկերությունը վստահ կլինի նախնական հրապարակային առաջարկի կատարման հաջողության մեջ և կտեղաբաշխի նախատեսվածից 15%-ով ավելի բաժնետրոմսեր, ապա պետք է ՀՀ օրենսդրությամբ լինի գերաբաշխման (օպցիոն) տարբերակ էմիտենտ Ընկերության համար, որը չտեղաբաշխված բաժնետրոմսերը հետ գնելու իրավունք կունենա, իսկ դրանց վերաբաշխումը արդեն իսկ գործող բաժնետերերի միջև կատարվելու է

¹⁹ St' u, Lipman, "International and U.S. IPO Planning", Published by John Wiley & Sons, Inc., A Business Strategy Guide, Hoboken, New Jersey, 2009, էջեր 31-120:

Ընկերության կանոնադրությամբ նման որոշում կայացնելու իրավասու մարմնի միաձայն որոշմամբ:

4. Ընկերության կողմից մինչև նախնական հրապարակային առաջարկի գործընթացը սկսելը առնվազն 4 ամիս առաջ պետք է ներգրավվի օրենքով սահմանված կարգով համապատասխան գործունեության համար լիցենզավորված մասնագետ, ով կգնահատի նախապարտաստական աշխատանքների ընթացքն ու անհրաժեշտ պայմանները և կտա եզրակացություն, որը Ընկերությունը IPO ազդագրի հետ միասին ներկայացնելու է ՀՀ Կենտրոնական բանկ՝ հաստատման և գրանցման նպատակով:

Գրականության ցանկ (reference list, список литературы)

1. «Բաժնետիրական ընկերությունների մասին» ՀՀ օրենք, սկզբնաղբյուր՝ ՀՀՊՏ 2001.11.06/34(166) Հոդ.831:

RA Law "On Joint Stock Companies", source: Official Gazette of the Republic of Armenia 2001.11.06/34(166) Art.831:

2. «Արժեթղթերի շուկայի մասին» ՀՀ օրենք, սկզբնաղբյուր՝ ՀՀՊՏ 2007.10.31/53(577) Հոդ.1098:

RA Law "On Securities Market", source: Official Gazette of the Republic of Armenia 2007.10.31/53(577) Art.1098:

3. «Հայաստանի Հանրապետության քաղաքացիական օրենսգրքում լրացում կատարելու մասին» օրենքի նախագիծ, <https://www.e-draft.am/projects/5646/about>, մուտք՝ 07.05.2023:

Draft law "On Amendments to the Civil Code of the Republic of Armenia", <https://www.e-draft.am/projects/5646/about>, access՝ 07.05.2023:

4. ««Բաժնետիրական ընկերությունների մասին» ՀՀ օրենքում լրացումներ կատարելու մասին» օրենքի նախագիծ, <https://www.e-draft.am/projects/5646/about>, մուտք՝ 01.05.2023:

Draft law "On Amendments to the RA Law "On Joint Stock Companies"", <https://www.e-draft.am/projects/5646/about>, access՝ 01.05.2023:

5. Հայաստանի ֆոնդային բորսա, «Շուկայի տվյալներ», https://amx.am/am/market_data/equity, մուտք՝ 01.08.2025:

Armenia Stock Exchange, "Market data", https://amx.am/am/market_data/equity, access՝ 01.08.2025:

6. Regulation (EU) 2017/1129 of the European Parliament and of the Council of 14 June 2017 on the prospectus to be published when securities are offered to the public or admitted to trading on a regulated market, and repealing Directive 2003/71/EC Text with EEA relevance, <https://eur-lex.europa.eu/eli/reg/2017/1129/oj/eng>, access՝ 09.12.2024:

7. "AN ACT To provide full and fair disclosure of the character of securities sold in interstate and foreign commerce and through the mails, and to prevent frauds in the sale thereof, and for other purposes" (Securities Act of 1933) - May 27, 1933 - 74, <https://govtrackus.s3.amazonaws.com/legislink/pdf/stat/48/STATUTE-48-Pg74.pdf>, access՝ 01.01.2024:

8. Глухов К. В., Шипилова М. В., «Использование инструментов фондового рынка как способ поддержки субъектов малого и среднего предпринимательства в период экономических кризисов», Вестник университета, 10-е Издание, RUS, 2021, էջեր 139-146, <https://doi.org/10.26425/1816-4277-2021-10-139-146>, մուտք՝ 10.02.2024:

Glukhov K. V., Shipilova M. V., "Using stock market instruments as a way to support small and medium-sized businesses during economic crises", University Bulletin, 10th Edition, RUS, 2021, p. 139-146, <https://doi.org/10.26425/1816-4277-2021-10-139-146>, access՝ 10.02.2024:

9. Ломонтатидзе О. В., Львова М. И., Болотин А. В. и другие, «Базовый курс по рынку ценных бумаг», Кнорус: учебное пособие, М., 2010, 448 էջ:

Lomontatidze O. V., Lvova M. I., Bolotin A. V. and others, “Basic Course on the Securities Market”, Knorus: study guide, M., 2010, 448 pages:

10. TurnKeyDeal, «IPO в США», <https://tkdeal.com/complex-offers/ipo-v-ssa>, ձևաթիվ՝ 05.05.2024:

TurnKeyDeal, "IPO in the USA", <https://tkdeal.com/complex-offers/ipo-v-ssa>, access՝ 05.05.2024:

11. Bernau T., Ritzmann K., Thomas A. J., “Initial Public Offerings Laws and Regulations 2023”, DE, 2024:

12. Letréguilly H., de La Courtie S., “Initial Public Offerings Laws and Regulations 2023”, France, 2024:

13. Lipman, “International and U.S. IPO Planning”, Published by John Wiley & Sons, Inc., A Business Strategy Guide, Hoboken, New Jersey, 2009, էջեր 31-120:

14. Matthews J., "How regular investors can access IPOs", Fortune, USA, 2021, <https://fortune.com/2021/07/08/how-to-access-ipos-regular-investors/>, access՝ 23.09.2024:

15. Prete R., “The IPO Process: A Breakdown of What it Means to Go Public”, USA, 2023, <https://www.linqto.com/blog/ipo-process/>, access՝ 06.07.2023:

16. Schwander A., Trojette I., “IPOs in Germany: What Potential Shareholders Should Know”, Kirkland & Ellis, DE, 2019, <https://www.kirkland.com/-/media/publications/article/2019/10/ipos-in-germany-what-potential-shareholders-should/bloomberg-law-ipos-in-germanyschwandertrojette-oct.pdf>, access՝ 05.11.2023:

17. The Wayback Machine, "IPO Definitions". IPO Initial Public Offerings. Archived from [the original](#) on 21 August 2011. Retrieved 14 September 2011, <https://web.archive.org/web/20110821115314/http://www.ipoinitialpublicofferings.com/ip-o-definitions.htm>, access՝ 18.03.2024:

Khachik Zakaryan

1st year student of a Master's degree program at Faculty of Law of Yerevan State University, Temporary Official of the Junior Specialist of the Legal Expertise Service of the RA Court of Cassation

THE SIGNIFICANCE OF THE INITIAL PUBLIC OFFERING IN THE FOREIGN SECURITIES MARKET AND THE NEED FOR ITS REGULATION IN ARMENIA²⁰

Abstract

The securities market of the Republic of Armenia has not yet fully revealed its capabilities and does not encourage the public to become a participant in the processes taking place in it. Bonds are quite common securities in the domestic market, while the sale of shares in foreign practice is considered one of the primary means of accumulating corporate assets, of course, with the use of additional active mechanisms. Within the framework of this scientific article, the importance of such a mechanism of the securities market as "Initial Public Offering" has been revealed. Reference was made to the regulations related to this institute in the USA, France and Germany, the strengths and weaknesses of these regulations were highlighted, the goals of the institute, its advantages and disadvantages were distinguished, and then an analysis was made. The initial public offering process has been described based on the existing public offering mechanism in the same industry.

The main goal of this work is the improvement of the legal norms regulating the relations arising in connection with the securities market, for which such ideas have been put forward that can serve as a basis for drafting a legislative project in the future. The proposals made are aimed at proposing procedural solutions for the implementation of this institution, because although there are certain relations in the mentioned field, there are no regulations at the legislative level.

Keywords: IPO; PO; Autorité des marchés financiers; greenshoe option; short position; SEC (The United States Securities and Exchange Commission); FINRA (Financial Industry Regulatory Authority); NYSE.

²⁰ The article was presented on 09.08.2025 and was reviewed on 22.10.2025.

Хачик Закарян

Студент 1-го курса магистратуры юридического факультета Ереванского государственного университета, временно исполняющий обязанности специалиста первого класса Юридической экспертной службы персонала Кассационного суда Республики Армения

ЗНАЧЕНИЕ ПЕРВИЧНОГО ПУБЛИЧНОГО ПРЕДЛОЖЕНИЯ НА ИНОСТРАННОМ РЫНКЕ ЦЕННЫХ БУМАГ И НЕОБХОДИМОСТЬ ЕЕ РЕГУЛИРОВАНИЯ В АРМЕНИИ²¹

Абстракт

Рынок ценных бумаг Республики Армения пока не раскрыл в полной мере свои возможности и не стимулирует общественность становиться участником происходящих на нем процессов. Облигации являются достаточно распространенными ценными бумагами на внутреннем рынке, тогда как продажа акций в зарубежной практике считается одним из основных средств накопления корпоративных активов, конечно, с использованием дополнительных активных механизмов. В рамках данной научной статьи раскрыто значение такого механизма рынка ценных бумаг, как «первичное публичное предложение». Были приведены ссылки на положения, касающиеся этого института в США, Франции и Германии, выделены сильные и слабые стороны этих положений, выделены цели института, его преимущества и недостатки, а затем проведен анализ. Процесс первичного публичного предложения был описан на основе существующего механизма публичного предложения в той же отрасли.

Основной целью данной работы является совершенствование правовых норм, регулирующих отношения, возникающие в связи с рынком ценных бумаг, для чего выдвинуты такие идеи, которые могут послужить основой для разработки законодательного проекта в будущем. Внесенные предложения направлены на предложение процессуальных решений по реализации данного института, поскольку хотя и существуют определенные отношения в указанной сфере, но нормативных актов на законодательном уровне нет.

Ключевые слова: первичное публичное предложение; публичное предложение; орган регулирования финансовых рынков; вариант перераспределения; непокрытая продажа; комиссия по ценным бумагам и биржам; регулирующий орган финансовой индустрии; Нью-Йоркская фондовая биржа.

²¹ Статья была представлена 09.08.2025 и прошла рецензирование 22.10.2025.