

ԵՐԵՎԱՆԻ ՊԵՏԱԿԱՆ ՀԱՄԱԼՍԱՐԱՆ

ԳՐԻԳՈՐՅԱՆ ՌԱՏԻԿ ԳՐԻՇԱՅԻ

**ՊԱՐՏԱՏՈՄՍԵՐԻ ՇՐՋԱՆԱՌՈՒ ԹՅԱՆ ԻՐԱՎԱԿԱՆ
ԿԱՐԳԱՎՈՐՈՒ ՄԸ ՀԱՅԱՍՏԱՆԻ ՀԱՆՐԱՊԵՏՈՒ ԹՅՈՒՆՈՒ Մ**

ԱՏԵՆԱԽՈՍՈՒ ԹՅՈՒՆ

ԺԲ.00.03-«Մասնավոր իրավունք /քաղաքացիական, առևտրային (կոմերցիոն),միջազգային մասնավոր, ընտանեկան,աշխատանքային,սոցիալական ապահովություն իրավունք /»մասնագիտությունը համար իրավաբանական գիտություններին թեկնածուի աստիճանի հայցման

Գիտական ղեկավար՝ իրավ.գիտ.դոկտոր,
պրոֆեսոր Վ.Դ.Ավետիսյան

ԵՐԵՎԱՆ 2016

ԲՈՎԱՆԴԱԿՈՒ ԹՅՈՒՆ

ՆԵՐԱՃՈՒԹՅՈՒՆ	3
ԳԼՈՒԽ1.ՊԱՐՏԱՏՈՄՍԻՅԱՍԿԱՑՈՒԹՅՈՒՆԸ ԵՎ ԷՈՒԹՅՈՒՆԸ	15
§1.1.Պարտատոմսի հասկացողությունը և իրավական բնույթը	15
§1.2.Պարտատոմսի հատկանիշները և տեսակները	31
§1.3.Պարտատոմսի ձևը և պարտադիր վավերապայմանները	54
ԳԼՈՒԽ2.ՊԱՐՏԱՏՈՄՍԵՐԻ ԹՈՂԱՐԿՈՒՄԸ ԵՎ ՇՐՋԱՆԱԴՈՒԹՅՈՒՆԸ	76
§2.1.Պարտատոմսերի թողարկման կարգը և առանձնահատկությունները	76
§2.2.Պարտատոմսերի առաջարկը և պարտատոմսերի թողարկման ազդագրի իրավական բնույթը	98
§2.3.Պարտատոմսերի տեղաբաշխման հասկացողությունը, կարգը և շրջանառությունը երկրորդային շուկայում	114
§2.4.Պետական պարտատոմսերի թողարկման և շրջանառության առանձնահատկությունները	134
ԳԼՈՒԽ3.ԱԿՏԻՎՆԵՐՈՎԱՊԱՅՈՎՎԱԾ ՊԱՐՏԱՏՈՄՍԵՐԻ ԻՐԱՎԱԿԱՆ ԿԱՐԳԱՎՈՐՈՒՄԸ ՅԱՅԱՍՏԱՆԻ ՀԱՆՐԱՊԵՏՈՒԹՅՈՒՆՈՒՄ	141
§3.1.Ակտիվների արժեթղթավորման էությունը և ակտիվներով ապահովված պարտատոմսերը	141
§3.2.Ապահովված հիփոթեքային պարտատոմսերը և դրանց կիրառման իրավական հիմնախնդիրները	181
ԵԶՐԱԿԱՑՈՒԹՅՈՒՆ	213
ՕԳՏԱԳՈՐԾՎԱԾ ԳՐԱԿԱՆՈՒԹՅԱՆ, ԻՐԱՎԱԿԱՆ ԱԿՏԵՐԻ ԵՎ ՊՐԱԿՏԻԿԱՅԻՆ ՆՅՈՒԹԵՐԻ ՑԱՆԿ	227

Ն Ե Ր Ա Ն ՈՒ Թ Յ ՈՒ Ն

Ատենախոսությունների թեմայի արդիականությունը:
Արժեթղթերի շուկան տնտեսության մեջ հանդիսանում է ամենադինամիկ զարգացող շուկաներից մեկը, որի մեջ իրենց ուրույն դերն ունեն պարտատոմսերը: Պարտատոմսերը ճկուն ֆինանսական գործիքներ են, որոնց միջոցով լրացվում են պետությունների և տեղական ինքնակառավարման մարմինների բյուջեների դեֆիցիտը, մասնավոր իրավաբանական անձինքներ գրավում են ներդրումներ: Դրանք ունեն մի շարք առավելություններ ֆինանսավորման այլ միջոցների նկատմամբ և արդի պայմաններում հանդիսանում են կապիտալի ներգրավման ամենաձեռնտու գործիքներից մեկը: Օրինակ՝ վարկի համեմատությամբ պարտատոմսով ներգրավված միջոցները որպես կանոն ավելի երկարաժամկետ են, դրանց համար վճարվող տոկոսադրույքը ավելի ցածր է և պարտատոմսը ավելի ճկուն է շրջանառվում շուկայում: Ծուկայական տնտեսության անցումը անխուսափելիորեն հանգեցրեց Հայաստանի Հանրապետության պարտատոմսերի շուկայի ծագմանը և աշխուժացմանը: Վերջին տարիներին պարտատոմսերով գործարքների թիվը էականորեն աճման միտում ունի և աստիճանաբար այդ գործիքը հաստատվում է նաև մեր տնտեսությունում: Այդ մասին են վկայում վիճակագրական տվյալները. 2010թ. կարգավորվող շուկայում առևտրին թույլատրված պարտատոմսերի ծավալը կազմում էր 4,4 մլրդ ՀՀ դրամ, 2011թ.-ին՝ 3,5 մլրդ, 2012թ.՝ 2,9 մլրդ, 2013թ.՝ 10,5 մլրդ, 2014թ.՝

14,6 մլրդ, 2015թ.¹ 17,9 մլրդ ՀՀ դրամ¹: Բացի այդ, 2015թ. դեկտեմբերին Հայաստանի Հանրապետության ներքին արժեթղթավորում և թվով հինգ վարկային կազմակերպությունների ակտիվների հիման վրա թողարկվեցին ակտիվներով ապահովված պարտատոմսեր, որոնք վաղուց հանդիսանում են զարգացած երկրների ֆինանսական շուկայի անբաժանելի մասը: Այժմ աշխատանքներ են տարվում նաև ՀՀ կենտրոնական բանկի և «Ազգային հիփոթեքային ընկերություն» ՎՎԿ ՓԲԸ-ի կողմից ապահովված հիփոթեքային պարտատոմսերի թողարկման ուղղությամբ: Պետք է նաև նշել, որ Հայաստանի Հանրապետությունն արդեն երկու անգամ թողարկել է եվրապարտատոմսեր, որոնց միջոցով պետական բյուջեի ֆինանսավորման համար միջոցներ են փոխառվել միջազգային շուկայում:

Շուկայի այս զարգացմանը համահունչ Հայաստանի Հանրապետությունում տեղի չի ունենում օրենսդրական դաշտի զարգացումը և այս ոլորտում գիտական ուսումնասիրությունների ծավալումը: Մասնավորապես՝ կարելի է նշել, որ պարտատոմսերի իրավական կարգավորումը Հայաստանի Հանրապետության օրենսդրությամբ ամբողջական չէ, կրում է հատվածական բնույթ, տրված չեն միջարք հարցերի պատասխաններ, որոնք այսօր արդեն խնդիր են առաջացնում իրավակիրառ պրակտիկայում: Մասնավորապես՝

ՀՀ օրենսդրությամբ որոշված չէ պարտատոմս և փոխառության պայմանագիր հարաբերակցությունը, պարտատոմսի թողարկման և շրջանառության հետ կապված միջարք հարցեր, առկա են կարգավորումների ակտիվներով ապահովված պարտատոմսերի

¹ Տվյալները վերցված են ՀՀ կենտրոնական բանկի կողմից հրապարակված վիճակագրական տվյալներից (տե՛ս <https://www.cba.am/am/SitePages/finstabilityreports.aspx>):

վերաբերյալ, որոնք, սակայն, հաճախուհի են ներքին հակասություններ և շատ դեպքերում անհրաժեշտություն են զգում համաշխարհային շուկայի զարգացման այժմյան միտումներին համապատասխանեցվելու և կատարելագործվելու: Անհրաժեշտ են քննարկել մի շարք տեսական բնույթ կրող հարցեր, օրինակ՝ ոչ թղթային պարտատոմսերի իրավական բնույթի վերաբերյալ՝ հետագայում օրենսդրական կարգավորումները հստակ տվյալ ուղղությամբ տանելու համար:

Յե տազոտություն թեմայի մշակվածություն աստիճանը և տեսական հիմքը:

Պարտատոմսերի իրավական կարգավորումների վերաբերյալ տեսական խորը և համակողմանի ուսումնասիրություն հայկական իրականության մեջ բացակայում է, չնայած՝ որոշ չափով դրանց վերաբերյալ անդրադարձ կա Տ. Կ. Բարսեղյանի, Վ. Դ. Ավետիսյանի, Ս. Գ. Մեղրյանի, Լ. Ռ. Մելիքջանյանի աշխատություններում, որոնք, սակայն, չեն վերաբերում հենց հատուկ պարտատոմսերի համապարփակ ուսումնասիրությանը, այլ անդրադառնում են դրանորոշ հարցերի:

Պարտատոմսերի ցածր դեգրեյնություններին վերաբերող հարցերը ուսումնասիրելիս հետազոտության են ենթարկվել արտասահմանյան, հիմնականում՝ արևմտյան և հետխորհրդային երկրների հեղինակների գիտական աշխատությունները: Մասնավորապես՝ դրանց շարքում կարելի է առանձնացնել Ա. Վ. Գաբրովի, Վ. Ա. Բելովի, Ժ. Վ. Կորշունովայի, Ս. Ա. Սազոնովի, Ե. Ն. Ռեշետիևայի, Վ. Բ. Չովակովի, Ֆ. Ջ. Ֆաբոցիի, Զ. Պ.

Բ եր ի , Ռ . Գր ո ս ս մ ա ն ն ի , Տ . Լ ա ս ս ե ն ի և ա յ լ ո գ ա շ խ ա -
տ ու լ թ յ ու լ ն ն եր ը ²:

Յ ե տ ա գ ո տ ու լ թ յ ա ն օ բ յ ե կ տ ը և առ ար կ ա ն :

Յ ե տ ա գ ո տ ու լ թ յ ա ն օ բ յ ե կ տ ե ն հ ա ն դ ի ս ա ն ու մ
պ ար տ ա տ ո մ ս եր ի թ ո ղ ար կ մ ա ն , տ ե ղ աբ ա շ խ մ ա ն և հ ե տ ա գ ա
շ ը ջ ա ն առ ու լ թ յ ա ն հ ե տ կ ա պ վ ա ծ
ի ր ա վ ա հ ար աբ եր ու լ թ յ ու լ ն ն եր ը , ի ս կ առ ար կ ա ն ե ն
կ ա գ մ ու մ պ ար տ ա տ ո մ ս ը ` ո ր պ ե ս ք ա ղ աբ ա գ ի ա կ ա ն
ի ր ա վ ու լ ն ք ն եր ի օ բ յ ե կ տ , և պ ար տ ա տ ո մ ս եր ի
շ ը ջ ա ն առ ու լ թ յ ա ն ի ր ա վ ա կ ա ն կ ար գ ա վ ո ը մ ա ն
հ ի մ ն ախ ն դ ի ը ն եր ը :

Յ ե տ ա գ ո տ ու լ թ յ ա ն ն պ ա տ ա կ ը և խ ն դ ի ը ն եր ը :

Յ ե տ ա գ ո տ ու լ թ յ ա ն ն պ ա տ ա կ ը պ ար տ ա տ ո մ ս եր ի
ի ր ա վ ա կ ա ն կ ար գ ա վ ո ը մ ա ն հ ե տ կ ա պ վ ա ծ տ ե ս ա կ ա ն և
գ ո թ ն ա կ ա ն հ ի մ ն ախ ն դ ի ը ն եր ի հ ա մ ա կ ո ղ մ ա ն ի
ու ս ու մ ն ա ս ի ը ու լ թ յ ու լ ն ն է և դ ր ա հ ի մ ա ն վ ր ա Յ Յ
օ թ ե ն ս դ ը ու լ թ յ ա ն և ի ր ա վ ա կ ի ը առ պ ր ա կ տ ի կ ա յ ի
կ ա տ ար ե լ ա գ ո թ մ ա ն ն ու ղ ղ վ ա ծ առ ա ջ ար կ ու լ թ յ ու լ ն -
ն եր ի ն եր կ ա յ ա գ ու մ ը : Ն շ վ ա ծ ն պ ա տ ա կ ի հ ա մ ար խ ն դ ի ը
է դ ը վ ե լ .

• պ ար գ ե լ պ ար տ ա տ ո մ ս ի ի ր ա վ ա կ ա ն ք ն ու յ թ , ա յ դ
թ վ ու մ ` ո չ թ ղ թ ա յ ի ն պ ար տ ա տ ո մ ս եր ի
առ ա ն ձ ն ա հ ա տ կ ու լ թ յ ու լ ն ն եր ը ,

• ու ս ու մ ն ա ս ի ը ե լ պ ար տ ա տ ո մ ս եր ի
հ ա տ կ ա ն ի շ ն եր ը և տ ե ս ա կ ն եր ը ,

• մ ա ն ր ա մ ա ս ն ու ս ու մ ն ա ս ի ը ե լ պ ար տ ա տ ո մ ս եր ի
թ ո ղ ար կ մ ա ն , տ ե ղ աբ ա շ խ մ ա ն և հ ե տ ա գ ա
շ ը ջ ա ն առ ու լ թ յ ա ն կ ար գ ը ` վ եր հ ա ն ե լ ո վ ա յ ն
հ ի մ ն ախ ն դ ի ը ն եր ը , ո ը ո ն ք առ կ ա ե ն պ ար տ ա տ ո մ ս եր ի
շ ու կ ա յ ու մ ,

• ա մբ ո ղ ջ ա կ ա ն վ եր լ ու ծ ու լ թ յ ա ն ե ն թ ար կ ե լ
ա կ տ ի վ ն եր ո վ ա պ ա հ ո վ վ ա ծ պ ար տ ա տ ո մ ս եր ը և դ ր ա ն գ
ի ր ա վ ա կ ա ն կ ար գ ա վ ո ը ու մ ը Յ ա յ ա ս տ ա ն ի

²Ավելի մանրամասն տե՛ս օգտագործված գրական ու թ յ ա ն
գ ա ն կ ու մ :

Յանրապետութեան յանձնարարական քննարկելով այն խնդիրները, որոնք խոչընդոտում են այդ գործիքների զարգացմանը:

Յետագոտութեան իրավական և փորձառական հիմքերը: Յետագոտութեան ընթացքում ուսումնասիրվել են պարտատոմսերի վերաբերյալ ՅՅ և միջարքարտասահմանյան երկրների օրենքներ, ՅՅ կենտրոնական բանկի նորմատիվ իրավական ակտերը, միջազգային կազմակերպությունների (օրինակ՝ Եվրոպական միություն) կանոնակարգեր, դիրեկտիվներ: Բացի այդ, հետագոտվել են ՅՅ դատարանների դատական ակտեր, ինչպես նաև այլ պետությունների դատարանների և արբիտրաժների վճիռներ և որոշումներ:

Յետագոտութեան մեթոդաբանական հիմքը: Պայմանավորված հետագոտութեան նպատակով՝ հետագոտութեան ընթացքում կիրառվել են ընդհանուր գիտական՝ ինդուկցիայի, դեդուկցիայի, անալիզի, սինթեզի և այլ մեթոդներ, ինչպես նաև մասնավոր գիտական՝ համակարգակառուցվածքային, իրավահամեմատական մեթոդներ:

Յետագոտութեան գիտական նորոյթը: Պարտատոմսերի իրավական կարգավորման վերաբերյալ հայկական իրավագիտութեան մեջ դեռևս առկա է ամբողջական և համապարփակ հետագոտութեան արդյունքում ստեղծված աշխատանք: Սույն աշխատանքով փորձ է կատարվել ուսումնասիրել պարտատոմսը՝ որպես արժեթուղթ, աշխատանքի թույլատրելի սահմաններում առավելագույնս հետագոտել դրա հետ կապված իրավահարաբերութեան յանձնարարական ակտերը, առաջարկություններ ՅՅ օրենսդրության կատարելագործման համար: Բացի այդ, առաջին անգամ է խորապես ուսումնասիրվում ակտիվներով ապահովված պարտատոմսերի իրավական

կարգավորումը Հայաստանի
Հանրապետությունում՝ մատնանշելով դրա հետ
կապված իրավական խոչընդոտները և կատարելով մի
շարք առաջարկություններ ակտիվներով
ապահովված պարտատոմսերի զարգացման համար:

Ատենախոսությունների գիտական նորոգյալ առաջին
հերթին արտացոլված է պաշտպանությունների կա-
յացվող դրոշմներում և ատենախոսությունների եզրակա-
ցությունների մեջ ամփոփված մի շարք տեսական
մտահանգումներում և գործնական առաջարկներում:

Պաշտպանության ներկայացվող դրոշմները.

1. Հաշվի առնելով պարտատոմսով հավաստվող
իրավահարաբերությունների բնույթի հետ կապված
ՀՀ օրենսդրությունում առկա անհատականությունը և այդ
հարաբերությունների նկատմամբ կիրառելի
իրավունքի անորոշությունը՝ հետազոտությունում
հիմնավորվում է, որ պարտատոմսով դրա թողարկողի
և տիրապետողի միջև ծագում են փոխառության հետ
կապված պարտավորական հարաբերություններ և այդ
հարաբերությունների նկատմամբ պետք է կիրառվեն
ՀՀ օրենսդրությունում առկա փոխառության
վերաբերյալ նորմերը: Առաջարկում ենք, որ
փոխառության վերաբերյալ նորմերը, առաջին
հերթին՝ ՀՀ քաղաքացիական օրենսգրքի³ 46-րդ գլխի
կանոնները, տարածվեն պարտատոմսով հավաստվող
հարաբերությունների նկատմամբ, սակայն
լրացուցիչ կարգով. եթե այլ բան սահմանված չէ
օրենքով կամ պարտատոմսի թողարկման
պայմաններով՝ հաշվի առնելով պարտատոմսի՝
որպես քաղաքացիական իրավունքների
ինքնուրույն օբյեկտի, և փոխառության՝ որպես
քաղաքացիական իրավահարաբերությունների

³ Ընդունվել է 05.05.1998թ., ուժի մեջ է մտել 01.01.1999թ.: Տե՛ս ՀՀ ՊՏ
1998.08.10/17(50), ՀՕ-239, այսուհետև՝ Քաղաքացիական օրենսգրք:

առանձին տեսակի, իրավական կարգավորումների տարբերությունները:

2. Քննարկելով թղթային և ոչ թղթային պարտատոմսերի հարաբերակցությունը և տեսական գրականության մեջ ու օրենսդրական կարգավորման մակարդակում ոչ թղթային պարտատոմսերի իրավական բնույթի ոչ միարժեք ընկալումը՝ գտնում ենք, որ տնտեսական հարաբերությունների և իրավունքի զարգացումը հանգեցրել են առանց նյութական կրիչ ունեցող արժեթղթի՝ որպես իրավաբանական հնարանքի ստեղծմանը, որն էլ իր հերթին հանդիսանում է գույք և որի նկատմամբ անձը կարող է ունենալ իրային իրավունքներ: Այդ կապակցությամբ առաջարկում ենք ՀՀ օրենսդրությամբ հստակ սահմանել այս մոտեցումը և փոփոխել Քաղաքացիական օրենսգրքի այն նորմերը, որոնք տարակարծություններին տեղիք են տալիս:

3. Անհրաժեշտ է վերանայել «Արժեթղթերի շուկայի մասին» ՀՀ օրենքով⁴ նախատեսված պարտատոմսի թողարկման ազդագրում որևէ էական փաստ բաց թողնվելու կամ խեղաթյուրվելու արդյունքում պատճառված վնասի հատուցման ինստիտուտը: Առաջարկվում է նյութական իրավունքի նորմերում կատարել փոփոխություն, որի արդյունքում կփոխվի վնասի և արարքի միջև պատճառահետևանքային կապը ապացուցելու պարտականություն կրող սուբյեկտը՝ ներկայիս կարգավորմամբ ենթադրվող հայցվորի փոխարեն այդ բեռը դնելով պատասխանողի վրա: Այսինքն՝ պետք է գործի այն կանխավարկածը, որ առաջացած վնասները ծագել են ազդագրում սխալի առկայության պատճառով, իսկ եթե պատասխանողը ապացուցում է

⁴ Ընդունվել է 11.10.2007թ., ուժի մեջ է մտել 29.02.2008թ.: Տե՛ս ՀՀ ՊՏ 2007.10.31/53(577) Հոդ. 1098, ՀՕ-195-Ն:

հակառակը, ապա ազատվում է
պատասխանատվությունն ից:

Այնուհետև առաջարկում ենք հստակեցնել վնասի
հատուցման ծավալները: Մասնավորապես՝ այդ
կապակցությամբ անհրաժեշտ է ուժը կորցրած
ճանաչել «Արժեթղթերի շուկայի մասին» ՀՀ օրենքի
13-րդ հոդվածի 1-ին մասը, որը որպես վնասի
հատուցման ձև է սահմանում վնասի համար
պատասխանատու անձի կողմից վնասը կրած անձից
ներանված առաված արժեթղթերի հետզուհետ, այն գնով,
որով վերջինս ձեռք է բերել դրանք: Գտնում ենք, որ
պետք է գործի միայն վնասի լրիվ ծավալով (այդ
թվում՝ բաց թողնված օգուտը) հատուցման
սկզբունքը, որը ամրագրված է նույն օրենքի 12-րդ
հոդվածում:

4. Հայաստանում ակտիվների արժեթղթավորման
և ակտիվներով ապահովված պարտատմսերի հետագա
զարգացման համար անհրաժեշտ է փոփոխել որոշակի
կառուցակարգեր և կատարելագործել այս
պարտատմսերի շրջանառության իրավական
կարգավորումը, մասնավորապես՝

ա) Արժեթղթավորման գործընթացում ակտիվների
փոխանցումը հատուկ կազմավորված
կառուցակարգին (Special Purpose Vehicle) կատարվում է ոչ
միայն պահանջի գիշման, այլ նաև պարտքի
փոխանցման կանոններով, իսկ ներկայիս
իրավակարգավորմամբ պարտքի փոխանցման
յուրաքանչյուր դեպքում պետք է պարտատիրոջ
համաձայնությունը, որը ակտիվների
արժեթղթավորման գործընթացում ստանալը գրեթե
անհնար է և անսպատակահարմար, ուստի առաջարկում
ենք Քաղաքացիական օրենսգրքի 406-րդ հոդվածի 1-ին
կետում նախատեսված բացառությունների շարքում,
որոնք սահմանում են այն դեպքերը, երբ պարտքի
փոխանցման դեպքում անհրաժեշտ է պարտատիրոջ

համաձայնությունը, ավելացնել ակտիվներին արժեթղթավորման դեպքը,

բ) Արժեթղթավորման համար հատուկ կազմավորված կառուցակարգի կազմակերպարավական կարգավիճակը ընտրված է հիմնադրամը, որը համահունչ է դրա եռթյանը ու առևտրային բնույթին: Տեսական և օրենսդրական վերլուծությունների արդյունքում առաջարկում ենք այդ կառուցակարգի համար ընտրել մասնագիտացված ներդրումային \$ոնդի, մասնավորապես՝ արժեթղթավորման \$ոնդի կարգավիճակը, որը կարող է հանդիս գալ և՛ պայմանագրային, և՛ կորպորատիվ \$ոնդի (տվյալ դեպքում՝ բաժնետիրական ընկերություն)ձևով:

գ) ՀՀ-ում արժեթղթավորման գործընթացում հիմնական գործնական խոչընդոտներինց է հատուկ կազմավորված կառուցակարգին ակտիվների փոխանցումից հետո այդ ակտիվների ապահովման միջոցների նկատմամբ իրավունքների գրանցման մեխանիզմը: Բացի ակտիվների խմբի ՀՀ կենտրոնական բանկում գրանցումից, ներկայումս գրանցման ենթակա են նաև ակտիվների ապահովման միջոցների (անշարժ գույք, ավտոմեքենա, այլ շարժական գույք) նկատմամբ գրավի իրավունքները առանձին-առանձին, յուրաքանչյուրը առանձին մարմնի կողմից: Առաջարկվում է ակտիվների խմբի գրանցման հետմեկտեղ գրանցված համարել նաև այդ ակտիվների ապահովման միջոցների նկատմամբ իրավունքները և ՀՀ կենտրոնական բանկում ստեղծել միասնական տեխնիկաժրագրային հենք, որը թույլ կտա ՀՀ կենտրոնական բանկին ակտիվների խմբի գրանցումից հետո ակտիվների ապահովման միջոցների վերաբերյալ տվյալները փոխանցել համապատասխան մարմիններին, որոնք էլ անմիջապես, առանց յուրաքանչյուր գույքի համար

առանձին դիմումի, կգրանցի հատուկ կազմավորված կառուցակարգի գրավի իրավունքը այդ գույքերի նկատմամբ:

5. Կատարված հետազոտության արդյունքում հիմնավորվել է, որ ապահովված հիփոթեքային պարտատոմսերով գումարների վերադարձնելի ության մեխանիզմը պատշաճ կարգով ներդրված չէ ՀՀ-ում: Ուսումնասիրելով մի շարք երկրների փորձը՝ առաջարկում ենք ներդնել մեր մոդելը հետևյալ հիմնական գծերով. թողարկողի լիցենզիան ուժը կորցրած կամ անվավեր ճանաչվելու, թողարկողի անվճարունակ ության կամ սնանկ ության դեպքում որպես հիմնական սկզբունք պետք է սահմանվի պարտատոմսերը ձեռք բերած անձի նկատմամբ պարտավոր ությունների կատարման շարունակական ության ապահովման սկզբունքը: Ապահովված հիփոթեքային պարտատոմսերի գծով պարտավոր ությունների և դրանց ապահովման միջոցների կառավարման համար նշանակված հիփոթեքային կառավարիչը կարող է դադարեցնել պարտատոմսերի սեփականատերերի նկատմամբ պարտավոր ությունների կատարումը միայն երկու դեպքում՝

1. եթե ՀՀ կենտրոնական բանկի թույլ տվող ամբակտիվները և հիփոթեքային պարտատոմսերի գծով պարտավոր ությունները փոխանցվել են մեկ այլ թողարկողի, կամ

2. իրականացվում է ակտիվներով գրավի առարկա համարվող անշարժ գույքի իրացում, որն էլ թույլատրելի է միայն, եթե ապահովման միջոց հանդիսացող ակտիվները բավարար չեն պարտատոմսերի գծով չմարված պարտավոր ությունների կատարման համար՝ հաշվի

առ ն ե լ ո վ «Ապահ ո վ վ ա ծ հ ի փ ո թ ե ք ա յ ի ն պար տատ ո մ ս եր ի մ աս ի ն»³ օր ե ն ք ո վ⁵ ն ախատե ս վ ա ծ չ ա փ ա ն ի շ ն եր ը :

Բ ա գ ի ա յ դ , ա պ ա հ ո վ վ ա ծ հ ի փ ո թ ե ք ա յ ի ն պար տատ ո մ ս եր ո վ պար տա վ ո թ յ ո լ ն ն եր ի ա պ ա հ ո վ մ ա ն մ ի ջ ո գ ն եր ի իր ա գ ո լ մ ի գ հ ե տ ո , ե թ ե չ ե ն ք ա վ ար ար վ ե լ ա պ ա հ ո վ վ ա ծ հ ի փ ո թ ե ք ա յ ի ն պար տատ ո մ ս եր ի ս ե փ ա կ ա ն ա տ եր եր ի պ ա հ ա ն ջ ն եր ը , ա պ ա ն ր ա ն ք թ ո դ ար կ ո դ ի ա յ լ գ ո լ յ ք ի ն կ ա տ մ ա մ ք պ ե տ ք Է ո լ ն ե ն ա ն ա յ լ պար տատ եր եր ի հ ե տ հ ա վ աս ար հ ի մ ո լ ն ք ն եր ո վ (pari passu) պ ա հ ա ն ջ ի իր ա վ ո լ ն ք , ա յ լ ո չ ն եր կ ա յ ի ս կ ար գ ա վ ո թ մ ա մ ք գ ո թ ծ ո դ առ ա ջ ն ա հ եր թ ք ա վ ար ար մ ա ն իր ա վ ո լ ն ք ը :

Յ ե տ ա գ ո տ ո լ թ յ ա ն տ ե ս ա կ ա ն և գ ո թ ն ա կ ա ն ն շ ա ն ա կ ո լ թ յ ո լ ն ը : Կ ա տ ար վ ա ծ հ ե տ ա գ ո տ ո լ թ յ ա ն տ ե ս ա կ ա ն ն շ ա ն ա կ ո լ թ յ ո լ ն ն ա մ ե ն ի գ առ ա ջ դ ր ս ն ո թ վ ո լ մ Է ն ր ա ն ո վ , ո թ ա յ ն հ ա ն դ ի ս ա ն ո լ մ Է պար տատ ո մ ս եր ի իր ա վ ա կ ա ն կ ար գ ա վ ո թ մ ա ն , վ եր հ ա ն վ ա ծ խ ն դ ի թ ն եր ի և դ ր ա ն ց լ ո լ ծ ո լ մ ն եր ի վ եր ա ք եր յ ա լ հ ա մ ա կ ո դ մ ա ն ի ա շ խ ա տ ո լ թ յ ո լ ն , ո թ ը կ ար ո դ Է հ ի մ ք դ առ ն ա լ հ ե տ ա գ ա գ ի տ ա կ ա ն հ ե տ ա գ ո տ ո լ թ յ ո լ ն ն եր ի հ ա մ ար և օ գ տ ա գ ո թ վ ե լ ո լ ս ո լ մ ն ա կ ա ն դ ա ս ը ն թ ա գ ն եր ո լ մ , ո թ ո ն ց առ ար կ ա ն առ ն չ վ ո լ մ Է պար տատ ո մ ս եր ի իր ա վ ա կ ա ն կ ար գ ա վ ո թ ո լ մ ն եր ի ն : Ա տ ե ն ա խ ո ս ո լ թ յ ա ն գ ո թ ն ա կ ա ն ն շ ա ն ա կ ո լ թ յ ո լ ն ը կ ա յ ա ն ո լ մ Է դ ր ա ն ո լ մ ար տ ա հ ա յ տ վ ա ծ առ ա ջ ար կ ն եր ը և ե գր ա հ ա ն գ ո լ մ ն եր ը կ յ ա ն ք ի կ ո չ ե լ ո վ` օ գ տ ա գ ո թ ե լ ո վ դ ր ա ն ք Յ Յ օր ե ն ս դ թ ո լ թ յ ա ն կ ա տ ար ե լ ա գ ո թ մ ա ն և օր ե ն ք ի մ ի ա տ ե ս ա կ կ իր առ ո լ թ յ ա ն ա պ ա հ ո վ մ ա ն հ ա մ ար :

Յ ե տ ա գ ո տ ո լ թ յ ա ն ար դ յ ո լ ն ք ն եր ի փ ո թ ար կ ո լ մ ը : Ա տ ե ն ա խ ո ս ո լ թ յ ո լ ն ը պ ա տր ա ս տ վ ե լ Է Ե Պ Յ ք ա դ ա ք ա գ ի ա կ ա ն իր ա վ ո լ ն ք ի ա մ ք ի ո ն ո լ մ : Յ ե դ ի ն ա կ ը ա տ ե ն ա խ ո ս ո լ թ յ ա ն հ ի մ ն ա կ ա ն մ աս եր ի շ ար ա դ թ մ ա ն

⁵ Ը ն դ ո լ ն վ ե լ Է 26.05.2008թ ., ո լ ժ ի մ ե ջ Է մ տ ե լ 12.07.2008 թ .: Տ ե ´ ս Յ Յ Պ Տ 2008.07.02/41(631)Յ ո դ .675,Յ Օ -97-Ն :

ընթացքում մշտապես կապ է պահպանել իր գիտական ղեկավարի, ինչպես նաև ամբիոնի անդամների հետ, և տարբեր առանցքային դրույթներ ատենախոսությունների մեջ ամրագրվել են նախապես համաձայնեցնելուց հետո: Բացի այդ, հեղինակը գործնական քննարկումներ է ունեցել ակտիվներով ապահովված պարտատոմս թողարկող կազմակերպության իրավաբանների, ՀՀ կենտրոնական բանկի ներկայացուցիչների և այլոց հետ:

Ատենախոսությունները նաև արտացոլող գաղափարների շուրջ հեղինակը հանդես է եկել գիտական ելույթներով, և դրանք արտացոլվել են տպագրված գիտական հոդվածներում, որոնք լույս են տեսել տարբեր ամսագրերում:

Ատենախոսություն

կառուցվածքը:

Ատենախոսությունը բաղկացած է ներածությունից, 3 գլուխներից, դրանցում ընդգրկված 9 պարագրաֆներից, եզրակացությունից և օգտագործված իրավական ակտերի, գրականության և պրակտիկայի նյութերի ցանկից:

Գ Լ ՈՒ Խ 1. Պ Ա Ր Տ Ա Տ Ո Մ Ս Ի Յ Ա Ս Կ Ա Ց ՈՒ Թ Յ ՈՒ Ն Ը Ե Վ Է ՈՒ Թ Յ ՈՒ Ն Ը

§ 1.1. Պարտատոմսի հասկացողությունը և իրավական բնույթը

Քաղաքացիական շրջանառության մեջ արժեթղթերը՝ որպես քաղաքացիական հարաբերությունների օբյեկտներ, ունեն մի շարք տնտեսական և իրավական գործառնություններ և ներկայիս տնտեսությունը հնարավոր չէ պատկերացնել առանց արժեթղթերի: Դրանց դերը կախված տեսակից կարող է տարբեր լինել. սկսած փոխառնության հետ կապված հարաբերությունների միջնորդավորումից (պարտատոմս, մուրհակ) մինչև ապրանքաշրջանառության աջակցողությունը (պահեստային վկայագիր, կոնոսամենտ և այլն) և կապիտալի ներգրավումը (բաժնետոմս, ներդրումային ֆոնդի փայ և այլն): Արժեթուղթը կարող է հավաստել ինչպես պարտավորական իրավունքներ, այնպես էլ կորպորատիվ և իրային իրավունքներ⁶:

Պարտատոմսը ներդրումային (ինվեստիցիոն) արժեթուղթ է, որի հիմնական նպատակը թողարկողի համար փոխառնումիջոցների ներգրավումն է, իսկ ներդրողի համար՝ տոկոսների կամ գույքային այլ համարժեքի տեսքով շահույթի ստացումը⁷: ՀՀ քաղաքացիական օրենսգրքի 154-րդ հոդվածի համաձայն՝ *պարտատոմս է համարվում այն արժեթուղթը, որը հավաստում է դրա տիրապետողի իրավունքը՝ դրանում նախատեսված ժամկետում*

⁶ Տե՛ս Суханов Е. А., Российское гражданское право: Учебник: В 2 т. Т. I: Отв. ред. Е. А. Суханов.-4-е изд., стереотип. – Москва: Статут, 2015, էջ 322:

⁷ Տե՛ս Корчагин Ю. А. Рынок ценных бумаг. – 2-е изд., доп. и перераб. – Ростов-на-Дону: Феникс, 2008. – էջ 42:

պարտատոմս թողարկած անձից ստանալ պարտատոմսի անվանական արժեքը կամ գույքային այլ համարժեք: Պարտատոմսը դրատիրապետողին իրավունք է տալիս նաև ստանալ պարտատոմսի անվանական արժեքից տոկոս կամ այլ գույքային իրավունքներ: Քաղաքացիական օրենսգրքի՝ պարտատոմսի հասկացողությոնը իր մեջ պարունակում է պարտատոմսի հատուկ ներդրողի հիմնական գույքային իրավունքները՝ ստանալ պարտատոմսի անվանական արժեքը (կամ գույքային այլ համարժեք), ինչպես նաև անվանական արժեքից տոկոս կամ այլ գույքային իրավունք: Համանման հասկացողությոն է սահմանում նաև «Բաժնետիրական ընկերությունների մասին» ՀՀ օրենքը⁸: Պարտատոմսի անվանական արժեքը (principal) այն գումարն է, որը թողարկողը պարտք է վերցնում ներդրողից⁹, և որի նկատմամբ են հաշվարկվում որպես եկամուտ վճարվող տոկոսները: Ավելի պարզ ասած՝ պարտատոմսի անվանական արժեքն այն գումարն է, որը սահմանված է պարտատոմսի թողարկման որոշմամբ և, որպես կանոն, տրամադրվում է պարտատոմսի սեփականատիրոջը դրամարման ժամանակ: Ընդ որում՝ պարտադիր չէ, որ պարտատոմսը վաճառվի անվանական արժեքի գնով. այն կարող է վաճառվել և՛ դրանից ցածր գնով (դիսկոնտի դեպքում), և՛ դրանից բարձր գնով, սակայն ամեն դեպքում տոկոսները հաշվարկվում են անվանական արժեքի նկատմամբ և վերջնական պարտատոմսի մարում տեղի է ունենում անվանական արժեքով: Պարտատոմսի հասկացողությամբ սահմանված է նաև, որ պարտատոմսը տիրապետողը կարող է անվանական

⁸ Տե՛ս «Բաժնետիրական ընկերությունների մասին» ՀՀ օրենքի 40-րդ հոդվածի 2-րդ մաս: Օրենքը ընդունվել է 25.09.2001թ., ուժի մեջ է մտել 06.12.2001թ.: Տե՛ս ՀՀ ՊՏ 2001.11.06/34(166) Հոդ. 831, ՀՕ-232:

⁹ Տե՛ս Берзона Н. И., Рынок ценных бумаг:- Учебник для бакалавров.- 3-е изд., Москва, Издательство Юрайт, 2013, էջ 114:

արժեքի փոխարեն ստանալ թողարկողից գույքային
այլ համարժեք: Գույքային այլ համարժեքի օրինակ
կարող է լինել Ռուսաստանում գործող ոսկե
սերտիֆիկատները, որոնք հանդիսանում են պետական
պարտատոմսեր և պարտատոմսի մարման դեպքում
ներդրողը ստանում է պետական ստանդարտացված
ձևով ակտոր ¹⁰: Գույքային այլ համարժեքի հետ գործ
ունենք նաև բաժնետոմսի փոխարկվող
պարտատոմսերի դեպքում, երբ պարտատոմսի
թողարկման պայմաններով նախատեսված է, որ դրանք
կարող են փոխարկվել թողարկող ընկերության
բաժնետոմսերի: Արդյունքում պարտատոմսի
սեփականատերը ստանում է ոչ թե պարտատոմսի
անվանական արժեքը, այլ դրան համարժեք
ընկերության բաժնետոմս: Գույքային այլ
համարժեքով մարման պայմանով պարտատոմսեր են
թողարկվել նաև ԽՍՀՄ կողմից, օրինակ՝ 1990թ. ԽՍՀՄ
կողմից թողարկվել են պարտատոմսեր, որոնց
մարումը տեղի էր ունենալու որոշակի
ապրանքներով՝ ավտոմեքենա, մոտոցիկլետ,
հեռուստացույց, սառնարան և այլն ¹¹:

Բացի անվանական արժեքից, պարտատոմսի
սեփականատերը իրավունք ունի ստանալ նաև
անվանական արժեքից տոկոս կամ այլ գույքային
իրավունքներ: Տոկոսը կամ այլ գույքային
իրավունքը հենց այն օգուտն է, որը հիմնականում
շահագրգռում է ներդրողին գնել այդ պարտատոմսը:
Տոկոսները կարող են լինել ֆիքսված կամ լողացող,
որոնց մասին ավելի մանրամասն կխոսվի հաջորդ
պարագրաֆում: Պարտատոմսի սեփականատերը, բացի
տոկոսից, կարող է ունենալ նաև այլ գույքային

¹⁰ Տե՛ս Постановление Правительства РФ от 27.07.1998 N 861 "О Генеральных условиях эмиссии и обращения государственных облигаций, погашаемых золотом" (https://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_19637/04e5083825bea0ac15e3822d85bb52be4ffa0d3f/)

¹¹ Տե՛ս Постановление Совмина СССР от 21.12.1989 N 1119 (ред. от 07.07.1990) "О выпуске государственных целевых беспроцентных займов" (http://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_32361/):

իրավունքներ, որոնք պայմանավորված են թողարկվող պարտատոմսի տեսակից և թողարկման պայմաններից: Օրինակ՝ գեղջատոկոսային (դիսկոնտային) պարտատոմսերի դեպքում ներդրողը չի ստանում տոկոսներ, այլ պարտատոմսը գնում է անվանական արժեքից ցածր գնով, իսկ պարտատոմսի մարման ժամանակ ստանում է անվանական արժեքը¹²:

Քաղաքացիական օրենսգիրքը սահմանափակվում է միայն պարտատոմսում ներդրում կատարած անձանց գույքային իրավունքներ ունենալու հնարավորություն նախատեսամբ՝ անտեսելով վերջիններիս ոչ գույքային իրավունքները: Պարտատոմսերի սեփականատերերը մի շարք դեպքերում ունեն նաև ոչ գույքային իրավունքներ: Օրինակ՝ «Ապահովված հիփոթեքային պարտատոմսերի մասին» ՀՀ օրենքի 13-րդ հոդվածը սահմանում է, որ թողարկողը պարտավոր է կազմել, Կենտրոնական բանկ ներկայացնել և իր ինտերնետային տնային էջում հրապարակել այդ օրենքով սահմանված կարգով հիփոթեքային պարտատոմսերի թողարկման առնչությամբ կազմված եռամսյակային հաշվետվություններ, որոնցում պարտադիր ներառվող տեղեկությունները սահմանվում են օրենքով: Այս դեպքում պարտատոմսերի վերաբերյալ տեղեկություններ ստանալու իրավունքը պարտատոմսերում ներդրում կատարած անձանց իրավունքն է, որից էլ կարող է կախված լինել վերջիններիս հետագա գործողությունները. վաճառել պարտատոմսերը կամ օգտվել պարտատոմսերի ընձեռած այլ իրավունքներից: Պետք է ընդգծել, որ մի շարք երկրների օրենսդրություններ պարտատոմսերի սեփականատերերին, բացի գույքային

¹² Տե՛ս Այուպов А.А., Иванов М.Е., Белобородова М.А.. Рынок ценных бумаг: учебное пособие - Казань: "Отечество", 2013 - էջ 29:

իրավունքներին, ընդունում են նաև ոչ գոլթային
իրավունքներ: Այսպես՝ Անգլիայում
պարտատոմսերի սեփականատերերը իրավունք ունեն
ստանալ թողարկողի հաշվապահական հաշվեկշիռը,
իսկ արտակարգ դեպքերում նույնիսկ կարող են
ստանալ ընկերության քարձրագույն կառավարման
մարմնում քվեարկություն իրավունք, Բելգիայում՝
մասնակցել բաժնետերերի ժողովին և ստանալ
տեղեկատվություն ժողովի վերաբերյալ,
Իսպանիայում և Ծվեյցարիայում՝ ներկայացուցչի
միջոցով մասնակցել ընկերության կառավարման
մարմինների աշխատանքին՝ խորհրդակցական ձայնի
իրավունքով¹³, Ռուսաստանում՝ պարտատոմսի
սեփականատերերը իրավունք ունեն գումարել
պարտատոմսերի սեփականատերերի ժողով, որը
կայացնում է մի շարք որոշումներ կապված
պարտատոմսերի սեփականատերերի իրավունքների
հետ, ինչպես նաև նախատեսված է պարտատոմսերի
սեփականատերերի ներկայացուցչի ինստիտուտը,
որին 2016թ. հունիսի 1-ից թողարկողը պարտավոր է
ներգրավել օրենքով նախատեսված դեպքերում¹⁴:
Այսպիսով՝ օրենքով կամ պարտատոմսի թողարկման
պայմաններով պարտատոմսերի սեփականատերերի
համար կարող են նախատեսվել մի շարք ոչ
գոլթային իրավունքներ, ուստի գտնում ենք, որ
պարտատոմսի հասկացությունը սահմանելիս
անհրաժեշտ է նաև ընդգծել, որ բացի գոլթային
իրավունքներից պարտատոմսերի սեփականատերերը
կարող են ունենալ նաև ոչ գոլթային
իրավունքներ, այլապես առկա կարգավորումից
բխում է, որ պարտատոմսերով կարող են հավաստվել
միայն գոլթային իրավունքներ: Յետևաբար՝

¹³ Տե՛ս Մայֆատ А.В. Гражданско-правовые конструкции инвестирования: монография, Москва - Волтерс Клувер, 2006. Էջեր 75-76:

¹⁴ Տե՛ս Федеральный закон от 22.04.1996 N 39-ФЗ (ред. от 30.12.2015) "О рынке ценных бумаг", գլուխ 6.1 (https://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_10148/):

առաջարկում ենք փոփոխել Քաղաքացիական օրենսգրքի 154-րդ հոդվածի 1-ին մասի 2-րդ նախադասությունը հետևյալ կերպ. «Պարտատոմսը դրա տիրապետողին իրավունք է տալիս նաև ստանալ պարտատոմսի անվանական արժեքից տոկոս կամ այլ գույքային իրավունքներ, ինչպես նաև օրենքով կամ պարտատոմսի թողարկման պայմաններով նախատեսված դեպքերում՝ նաև ոչ գույքային իրավունքներ»: Նույն կերպ պետք է փոփոխել նաև «Բաժնետիրական ընկերությունների մասին» ՀՀ օրենքի 40-րդ հոդվածի 2-րդ մասի երկրորդ նախադասությունը, որը այժմ սահմանում է. «Պարտատոմսը դրա տիրապետողին իրավունք է տալիս նաև ստանալ պարտատոմսի անվանական արժեքից տոկոսադրույք կամ այլ գույքային իրավունքներ՝ Ընկերության սահմանած ժամկետներում»: Այստեղ սահմանված «Ընկերության սահմանած ժամկետներում» բառերը թյուրըմբռնումների տեղիք է տալիս, քանի որ տոկոսը կամ այլ գույքային իրավունքները ոչ թե Ընկերություն է սահմանում և կարող է փոփոխել երբեք անկանա, այլ սահմանվում են պարտատոմսի թողարկման որոշմամբ և դրա առաջարկի համաձայն ընդունվում են ներդրողի կողմից, ուստի այդ նշումը որևէ կերպ չի հստակեցնում իրավիճակը, այլ միայն տարակարծությունների տեղիք է տալիս, ուստի գտնում ենք, որ այդ բառերը պետք է հանվեն: Այսպիսով՝ «Բաժնետիրական ընկերությունների մասին» ՀՀ օրենքի 40-րդ հոդվածի 2-րդ մասի երկրորդ նախադասությունը նույնպես առաջարկում ենք փոփոխել և սահմանել հետևյալ կերպ. «Պարտատոմսը դրա տիրապետողին իրավունք է տալիս նաև ստանալ պարտատոմսի անվանական արժեքից տոկոս կամ այլ գույքային իրավունքներ, ինչպես նաև օրենքով կամ պարտատոմսի թողարկման պայմաններով

նախատեսված դեպքերում՝ նաև ոչ գոլթային իրավունքներ»:

Պարտատոմսը իրենից ներկայացնում է փոխառումի շոցների ներգրավման գործիք: Այլ կերպասած՝ պարտատոմսը արժեթուղթ է, որով հավաստվում են փոխառության պայմանավորված հարաբերություններ՝ արժեթուղթը տիրապետողի և այն թողարկող անձի միջև¹⁵: Բայց արդյոք պարտատոմսը հավաստում է փոխառության առկայություն փաստը, կամ այլ կերպասած՝ քաղաքացիական օրենսգրքով սահմանված փոխառության գլխի կանոնները կիրառելի են պարտատոմսերի նկատմամբ, թե ոչ: Այս հարցի պատասխանը ՀՀ օրենսդրության միանշանակ տրված չէ: Քաղաքացիական օրենսգրքը չի սահմանում, որ պարտատոմսի սեփականատիրոջ և թողարկողի միջև հարաբերությունների նկատմամբ կիրառելի են փոխառության հարաբերությունները կարգավորող գլուխ 46-ի կանոնները: Սակայն քաղաքացիական օրենսգրքը մի շարք դեպքերում սահմանում է նորմեր, որոնցից բխում է, որ պարտատոմսերով հավաստվում են փոխառության հետ կապված հարաբերություններ: Այսպես՝ քաղաքացիական օրենսգրքի 885-րդ հոդվածի 3-րդ մասի համաձայն՝ պետական փոխառության պայմանագիրը կնքվում է փոխառուի թողարկած *պետական այն պարտատոմսերը կամ պետական այլ արժեթղթերը փոխատուի կողմից ձեռք բերելու միջոցով*, որոնք հավաստում են դրամական միջոցները, այլ գոլթային իրավունքները փոխառության թողարկման պայմաններով նախատեսված ժամկետներում փոխառուից ստանալու փոխատուի իրավունքը: Բացի այդ՝ քաղաքացիական

¹⁵ Տե՛ս Դավթյան Ս.Մ. Արժեթղթերով գործառնություններ, Երևան: Տիգրան Մեծ, 2003.- էջ 56:

օրենսգրքի 886.1-րդ հոդվածը սահմանում է, որ փոխառու թյան պայմանագրով, այդ թվում՝ պարտատոմսերի թողարկման և վաճառքի պայմաններով, կարող է նախատեսվել, որ փոխառուի լուծարման դեպքում փոխատուի պահանջները ենթակա են բավարարման փոխառուի մյուս բոլոր պարտատերերի պահանջները բավարարվելուց հետո (ստորադաս փոխառու թյուն): Այս երկու նորմերը թույլ են տալիս եզրակացնել, որ ամեն դեպքում Քաղաքացիական օրենսգրքը ճանաչում է այն փաստը, որ պարտատոմսով հավաստվում են փոխառու թյան հետ կապված հարաբերություններ: Արդյո՞ք այս ամենը բավարար է, որպեսզի պարտատոմսի սեփականատիրոջ և թողարկողի միջև հարաբերություններում կիրառվեն փոխառու թյան վերաբերյալ նորմերը: Այլ կերպ ասած՝ պարտատոմսը թողարկողի և դրա գնորդի միջև հարաբերություններում պետք է կիրառվեն փոխառու թյան այնպիսի կանոններ, ինչպիսիք են, օրինակ, փոխառու թյան տոկոսներին վերաբերող կանոնները (Քաղաքացիական օրենսգրքի 879-րդ հոդված), փոխառու թյան պայմանագրի խախտելու (Քաղաքացիական օրենսգրքի 881-րդ հոդված) կամ փոխառուի պարտավորությունն ապահովման կորստի հետևանքների վերաբերյալ նորմերը (Քաղաքացիական օրենսգրքի 883-րդ հոդված) և այլն: Օրինակ՝ Քաղաքացիական օրենսգրքի 881-րդ հոդվածի համաձայն՝ եթե փոխառու թյան պայմանագրով նախատեսված է փոխառու թյունը վերադարձնել մաս առ մաս (տարաժամկետ), ապա փոխառուի կողմից փոխառու թյան հերթական մասը վերադարձնելու համար որոշված ժամկետը խախտելու դեպքում փոխատուն իրավունք ունի պահանջել վերադարձնելու փոխառու թյան մնացած ամբողջ գումարը՝ հասանելիք տոկոսների հետ միասին: Այս

կանոնը կիրառելով՝ արդյո՞ք հնարավոր է վաղաժամկետ պահանջել պարտատոմսի անվանական արժեքը և հասանելիք տոկոսներ, եթե թողարկողը խախտում է արժեկտրոնային պարբերական վճարները վճարելու պարտականությունը:

Այս խնդրի կապակցությամբ՝ ՀՀ կենտրոնական բանկի խորհուրդը 2012թ. հունիսի 12-ին թիվ 5 պարզաբանմամբ¹⁶ պատասխանելով այն հարցին, թե արդյո՞ք կարող են թողարկվել ՀՀ-ում կարգավորվող շուկային թույլատրված կամ թույլատրման ենթակա արտարժույթով արտահայտված պարտատոմսեր, ինչպես նաև դրանց դիմաց արտարժույթով իրականացվել վճարումներ, նշել է, որ պարտատոմսերի տեղաբաշխումն իրենից ներկայացնում է փոխառություններ գրավման ձև և ՀՀ ԿԲ խորհուրդը *արժույթային կարգավորման տեսանկյունից տարբերությունն է չի դնում պարտատոմսերի և փոխառությունների միջև և պարտատոմսերի համար կիրառելի է համարում «Արժույթային վերահսկողություն և արժույթային կարգավորման մասին» ՀՀ օրենքով¹⁷ փոխառությունների համար նախատեսված կարգավորումները: ՀՀ կենտրոնական բանկի խորհուրդը գտել է, որ միայն կարգավորվող շուկայում առևտրին թույլատրված կամ ազդագրի («Արժեթղթերի շուկայի մասին» ՀՀ օրենքի համաձայն ազդագրի հրապարակման պահանջից բացառությունների և/կամ ոչ հրապարակային թողարկման դեպքում՝ թողարկման պայմանների) համաձայն՝ կարգավորվող շուկայում առևտրին թույլատրման ենթակա պարտատոմսերի արտահայտումը արտարժույթով (ներառյալ՝*

¹⁶ Տե՛ս <https://www.cba.am/AM/lagovernmentalclarificationscouncil/parz%205.pdf>:

¹⁷ Ընդունվել է 24.11.2004թ., ուժի մեջ է մտել 28.06.2005թ.: Տե՛ս ՀՀ ՊՏ 2004.12.28/72(371) Հոդ. 1456 ՀՕ-135-Ն:

անվանական արժեքի նախատեսումը), այդ պարտատոմսերի ձեռքբերման ժամանակ վճարումները և այդ պարտատոմսերի մարումը կարող են կատարվել արտարժույթով, իսկ մնացած պարտատոմսերը՝ ոչ: Ընդ որում՝ արտարժույթով արտահայտված պարտատոմսերի թողարկման, տեղաբաշխման, շրջանառության և մարման հետ կապված հարաբերությունների նկատմամբ կիրառվում են փոխառությունների (վարկերի) համար «Արժույթային վերահսկողության և արժույթային կարգավորման մասին» ՀՀ օրենքով նախատեսված կանոնները: Այստեղ ցանկանում ենք փոքր-ինչ չհամաձայնել ՀՀ ԿԲ դիրքորոշման հետ այն մասով, որ արտարժույթով կարող են արտահայտվել *միայն* կարգավորվող շուկայում առևտրին թույլատրման ենթակա պարտատոմսերը: Այդ հանգամանքը պատճառաբանված է վերահսկողական գործառնությունների իրականացման անհրաժեշտությամբ, ինչպես նաև այն հանգամանքով, որ սպառողական փոխառությունները կարող են տրվել միայն ՀՀ դրամով: Սպառողական փոխառությունների մասով պետք է չհամաձայնել, քանի որ պարտատոմսով հնարավոր է տրամադրել սպառողական փոխառություն, քանի որ փոխառուն տվյալ դեպքում հանդիսանում է թողարկողը, որպիսին, ինչպես քննարկվում է սույն աշխատանքի երկրորդ գլխում, կարող են հանդես գալ միայն իրավաբանական անձինք, ուստի սպառողական նպատակը այստեղ կիրառելի է: Ինչ վերաբերում է վերահսկողական գործառնությունների արդյունավետության պատճառով այսպիսի մոտեցում դրսևորելուն, ապագտնում ենք, որ եթե պարտատոմսով միջնորդավորվող հարաբերությունները իրենց բնույթով դիտվում են որպես փոխառական հարաբերություններ և

դրանց նկատմամբ կիրառելի են փոխառություն
կանոնները, ապա չի կարելի միայն վերահսկողական
նպատակներինց ելնելով որոշակի տեսակի
պարտատոմսերի նկատմամբ չկիրառել փոխառության
հարաբերությունները:

Այսպիսով՝ ՀՀ կենտրոնական բանկը գտել է, որ
պարտատոմսը փոխառության ներգրավման ձև է նորա
թողարկման, տեղաբաշխման, շրջանառության և
մարման հետ կապված հարաբերություններին
նկատմամբ կիրառելի են կոնկրետ օրենքով
նախատեսված փոխառության վերաբերյալ
կանոնները: Ի հակառակ դեպք նշվածին՝ ՀՀ վճռաբեկ
դատարանը 2014թ. մայիսի 8-ին թիվ ԵԱՔԴ/1459/02/10
քաղաքացիական գործով արտահայտել է հետևյալ
դիրքորոշումը. «հետապնդվող նպատակի առումով
ինչպես փոխառությունը, այնպես էլ պարտատոմսը
փոխառումից ներգրավվման ձևեր են:
Մասնավորապես՝ թե փոխառության պայմանագրի, և
թե պարտատոմսի պարագայում խոսքը գնում է
ապրանքային շրջանառության մի մասնակցի կողմից
մյուսին հատուցմամբ և վերադարձնելով պայմանով
դրամ կամ այլ գույք տալով մասին: Այդուհանդերձ,
պետք է փաստել, որ ապրանքային շրջանառության
մասնակցների միջև փոխառության տնտեսական
ընդհանրության առկայության պայմաններում
տարբեր են փոխառության պայմանագրի և
պարտատոմսի իրավական ձևակերպումները և
կարգավորումները: Այսպես, օրինակ, եթե
փոխառության պայմանագիրը կնքվում է
իրավահարաբերության կողմերի միջև, ապա
պարտատոմսը թողարկում է էմիտենտը, ընդ որում,
եթե փոխառության պայմանագրի կողմերը՝
փոխատու և փոխառու, հայտնի են իսկաբանե, ապա
պարտատոմսի դեպքում երբեմն հայտնի չէ, թե ով է
լինելով դրա տիրապետողը, եթե փոխառության

պայմանագիրը կնքվում է հասարակ գրավոր ձևով, ապա օրենքով սահմանված են պարտատոմսի՝ որոշակի պարտադիր վավերապայմաններ և այլն: *Յետևաբար, փոխառու թյան պայմանագիրը և պարտատոմսը չեն կարող նույնացվել քաղաքացիաիրավական կարգավորման էական տարբերությունների պատճառով*¹⁸: Այսպիսով՝ ՅՅ վճռաբեկ դատարանը գտել է, որ թեև պարտատոմսը և փոխառու թյան պայմանագիրը համարվում են փոխառումիջոցների ներգրավման ձևեր, այնուամենայնիվ՝ դրանք չեն կարող նույնացվել քաղաքացիաիրավական կարգավորման էական տարբերությունների պատճառով:

Տարբեր երկրների օրենսդրությունները նույնպես չեն հստակեցնում պարտատոմսը ամեն դեպքում հանդիսանում է փոխառու թյան հավաստում, թե ոչ: Օրինակ՝ Գերմանիայի օրենսդրությամբ պարտատոմսը ճանաչվում է որպես փաստաթուղթ, որի թողարկողը պարտավորվել է վճարել փաստաթղթում խոստացված գումարը այն տիրապետողին¹⁹: Ֆրանսիայի առևտրային օրենսգրքի համաձայն պարտատոմսերը շրջանառության ենթակա արժեթղթեր են, որոնք մեկ թողարկման ներքո տրամադրում են նույն պարտավորական իրավունքները նույն անվանական արժեքի նկատմամբ²⁰:

Սակայն Ռուսաստանում գործող քաղաքացիական օրենսգրքի 816-րդ հոդվածը սահմանում է, որ

¹⁸ Տե՛ս ՅՅ վճռաբեկ դատարանի 2014թ. մայիսի 8-ին կայացված որոշումը թիվ էԱԲԴ/1459/02/10 քաղաքացիական գործով՝ ըստ Նարինե Նալբանդյանի հայցի ընդդեմ «Իտարկո Քոնսյուրաբշն» ՓԲԸ-ի, երրորդ անձինք Յրաչ-Ներսես Կապրիելյանի, Վարդան Սիրմաքեսսի՝ 04.08.2010 թվականի ընդհանուր ժողովի որոշումն անվավեր ճանաչելու պահանջի մասին:

¹⁹ Տե՛ս Գերմանիայի քաղաքացիական օրենսգիրքի հրապարակված, 2 հունվարի 2002, հոդված 793

(http://www.gesetze-im-internet.de/englisch_bgb/englisch_bgb.html#p3405):

²⁰ Տե՛ս Ֆրանսիայի առևտրային օրենսգիրք, հոդված L. 228-38, (<https://www.legifrance.gouv.fr/Traductions/en-English/Legifrance-translations>):

օրենքով կամ այլ իրավական ակտերով նախատեսված դեպքերում, փոխառու թյան պայմանագիրը կարող է կնքվել պարտատոմսի թողարկման և վաճառքի եղանակով: *Պարտատոմս թողարկողի և այն տիրապետողի միջև հարաբերությունները կարգավորվում են փոխառու թյան պարագրաֆի նորմերով, որքանով այլ բան սահմանված չէ օրենքով կամ օրենքով սահմանված կարգով*²¹:

Քաղաքացիական օրենսգրքի 877-րդ հոդվածի 1-ին մասի համաձայն՝ փոխառու թյան պայմանագրով մեկ կողմը (փոխատու) մյուս կողմի (փոխառուի) սեփականու թյանն է հանձնում դրամ կամ տեսակային հատկանիշով որոշվող այլ գույք, իսկ փոխառուն պարտավորվում է փոխատուին վերադարձնել միևնույն գումարի դրամ (փոխառու թյան գումարը) կամ փոխատուից ստացված գույքին հավասար քանակի և նույն տեսակի ու որակի գույք: Քաղաքացիական օրենսգրքի 878-րդ հոդվածը սահմանում է, որ փոխառու թյան պայմանագիրը կնքվում է գրավոր: Ի հավաստումն փոխառու թյան պայմանագրի և դրա պայմանների՝ կարող է ներկայացվել փոխառուի տված ստացականը կամ փոխատուի կողմից փոխառուին որոշակի դրամական գումար կամ որոշակի քանակի գույք տալը հավաստող այլ փաստաթուղթ: Տվյալ դեպքում պարտատոմսի վաճառքի պայմանագրով մեկ կողմը (գնորդը) մյուս կողմին (թողարկողին) տրամադրում է որոշակի գումար հետագայում պարտատոմսի անվանական արժեքը և (կամ) տոկոս կամ գույքային այլ համարժեք ստանալու պայմանով: Իսկ փոխառու թյան կանոնների համաձայն փոխառուին որոշակի դրամական գումար տալը կարող է հավաստվել ցանկացած փաստաթղթով, ինչը այս դեպքում կարող է հանդիսանալ պարտատոմսը:

²¹ Տե՛ս ՌԴ քաղաքացիական օրենսգրք (մաս 2) 26.01.1996 N 14-Փ3 (<http://base.consultant.ru/cons/cgi/online.cgi?req=doc;base=LAW;n=182037>):

Գրականություն մեջ նույնպես առկա է այն կարծիքը, որ պարտատոմսը, ինչպես նաև մոլորիակը, կարող են հանդիսանալ այն փաստաթղթերը, որոնք հավաստում են փոխառության հարաբերության ներհանրապես առկայությունը²²: Քաղաքացիական օրենսգրքի 146-րդ հոդվածի համաձայն՝ արժեթուղթը, սահմանված ձևի և պարտադիր վավերապայմանների պահպանմամբ, գույքային իրավունքները հավաստող փաստաթուղթ է: Փաստաթուղթը արժեթուղթ է համարվում ոչ թե նրան վերապահված բնական հատկությունների ուժով, այլ որ նրանում ամրագրված են որոշակի գույքային իրավունքներ՝ դրամական գումար ստանալու իրավունք, ապրանք ստանալու իրավունք, այլ արժեթղթերի նկատմամբ իրավունքներ և այլն²³: Այսինքն՝ պարտատոմսի՝ որպես արժեթղթի, էությունն է հանդիսանում գույքային, տվյալ դեպքում՝ պարտավորական, իրավունքներ հավաստելը: Ուստի գտնում ենք, որ պարտատոմսը պետք է հանդիսանա փոխառության հարաբերության և փոխառության պայմանագրի առկայության փաստը հավաստող փաստաթուղթ: Սակայն այս դեպքում տարբեր է փոխառության հարաբերության ներհանրապես հիմքը: Ինչպես գրում է Օ. Վ. Իշուտինսան պարտատոմսով հավաստված փոխառության պարտավորությունը ծագում է արժեթղթի առուվաճառքի պայմանագրի կնքելու, ոչ թե

²² Տե՛ս Տ. Բարսեղյան, Ա. Յակոբյան, Գ. Ղարախանյան, Ս. Մեղրյան Յայաստանի Յանրապետության քաղաքացիական իրավունք: Երկրորդ մաս. Երկրորդ հրատարակություն, փոփոխություններով և լրացումներով.- Երևանի պետ. համալս. - Երևան: ԵՊՀ հրատ., 2008- էջ 402: Տե՛ս նաև Մեղրյան Ս. Գ., Վարկային և հաշվարկային հարաբերության ներհանրապես առկայության կարգավորումը, Երևան, ԵՊՀ հրատ., 2000, էջեր 18-19:

²³ Տե՛ս Մելիքջանյան Լ. Ռ., Արժեթղթերի բնութագրիչ հատկանիշները, Պետություն և իրավունք, Երևան, 2012, թիվ 1-2(55-56), էջ 19:

փոխառու թյան պայմանագրի արդյունքում²⁴: Իսկ Ե.Բ. Ռադչենկոն նշում է, որ պետական պարտատոմսի առուվաճառքի պայմանագիրը դրա առաջնային տեղաբաշխման ժամանակ պետք է համարել փոխառու թյան պայմանագրի հատուկ տարատեսակ և դրա կնքման ժամանակ պետք է կիրառել քաղաքացիական օրենսգրքի փոխառու թյան վերաբերյալ կանոնները²⁵: Գտնում ենք, որ պարտատոմսի առուվաճառքի պայմանագրի նկատմամբ չի կարելի կիրառել փոխառու թյան պայմանագրի կանոնները, քանի որ դրանք իրենց բնույթով էականորեն տարբեր նշանակություն և կարգավորում ունեն, փոխառու թյան հարաբերությունները բխում են հենց պարտատոմսի էությունից, դրա գործառույթներից: Փոխառու թյան հարաբերությունները այս դեպքում առաջանում են պարտատոմսի առուվաճառքի արդյունքում²⁶: Այս պարագրաֆում չքննարկելով այն տեսությունները, թե ինչն է հանդիսանում արժեթղթից բխող իրավունքների ծագման փաստը (որը կքննարկվի սույն աշխատության երկրորդ գլխում), նշենք, որ փոխառու թյան հարաբերությունները կարող են կարգավորել միայն թողարկողի և պարտատոմս ձեռք բերած անձի հարաբերությունները՝ կապված գումարի և տոկոսների փոխառու թյան և վերադարձման հետ, բայց ոչ պարտատոմսի գնման հետ կապված հարաբերությունները:

Այսպիսով՝ գտնում ենք, որ պարտատոմսի թողարկողի և դրա տիրապետողի միջև առաջացող հարաբերությունների նկատմամբ պետք է կիրառվեն փոխառու թյան վերաբերյալ կանոնները: Սակայն այդ

²⁴ Տե՛ս Իշուտինա Օ.Վ. Государственные и муниципальные ценные бумаги: Вопросы правовой идентификации: Автореф. дисс. ... канд. юрид. наук. Екатеринбург, 2004 (электронная версия):

²⁵ Տե՛ս Րադչենկո Ե. Բ. Государственные ценные бумаги России И США: Автореф. дис. ...канд. юрид. наук. Москва, 2003 (электронная версия):

²⁶ Տե՛ս Աշիտկովա Կ. Վ., Բուտ Ն. Դ., Վիկտորով Ի. Ս., Յվյազինցև Դ. Ա., Խասնուտինով Կ. Ի. Рынок ценных бумаг: правовое регулирование. – Москва: Олма-Пресс, 2002. – էջ 60:

կանոնները պետք է կիրառվեն պարտատոմսերից բխող հարաբերություններին կատմամբ միայն լրացուցիչ կարգով. եթե այլ բան սահմանված չէ օրենքով և պարտատոմսի թողարկման պայմաններով, քանի որ պարտատոմսերը ունեն իրենց կարգավորման առանձնահատկությունները և պետք է առաջնություն տրվեն այդ հատուկ կարգավորումներին, որոնց բացակայության պայմաններում նոր միայն կիրառվեն փոխառությունը վերաբերող կանոնները: Օրինակ՝ «Ապահովված հիփոթեքային պարտատոմսերի մասին» ՀՀ օրենքի 8-րդ հոդվածի համաձայն, եթե ապահովված հիփոթեքային պարտատոմսերի ապահովման միջոց հանդիսացող ակտիվները դուրս են գրվում ապահովման միջոցների ռեզիստից, ապա թողարկողը պարտավոր է նույն աշխատանքային օրվա ընթացքում փոխարինել այդ ակտիվները այլ ակտիվներով, իսկ Քաղաքացիական օրենսգրքի 883-րդ հոդվածի համաձայն՝ փոխառության գումարը վերադարձնելու ապահովման կորստի կամ դրա պայմանների վատթարացման այնպիսի հանգամանքներում, որոնց համար փոխատուն պատասխանատվություն չի կրում, վերջինս իրավունք ունի փոխառուից պահանջել վաղաժամկետ վերադարձնելու փոխառության գումարը և վճարելու հասանելիք տոկոսները, եթե այլ բան նախատեսված չէ պայմանագրով: Այս դեպքում ակնհայտ է, որ պետք է գերակայություն տալ «Ապահովված հիփոթեքային պարտատոմսերի մասին» ՀՀ օրենքով նախատեսված կարգավորման և փոխառության համար սահմանված ընդհանուր նորմերը պետք չէ կիրառել:

Հիմք ընդունելով վերոգրյալը՝ առաջարկում ենք Քաղաքացիական օրենսգրքով կարգավորել այս հարցը՝ սահմանելով, որ պարտատոմսով հավաստվում

են կողմերի միջև փոխառու թյան հարաբերությունների առկայությունը և դրահետ կապված հարաբերություններում կիրառվում են փոխառու թյան հետ կապված Քաղաքացիական օրենսգրքի նորմերը, եթե այլ բան նախատեսված չէ օրենքով կամ պարտատմսի թողարկման պայմաններով: Այսպես՝ Քաղաքացիական օրենսգրքի 154-րդ հոդվածը առաջարկում ենք ւրացնել 3-րդ մասով և շարադրել հետևյալ կերպ. «3. Պարտատոմսով հավաստվում է այն թողարկողի և տիրապետողի միջև փոխառու թյան հարաբերությունները և դրանց նկատմամբ կիրառվում են սույն օրենսգրքի 46 գլխի՝ փոխառու թյան մասին կանոնները, եթե այլ բան սահմանված չէ օրենքով կամ պարտատոմսի թողարկման պայմաններով:»

§12. Պարտատոմսի հատկանիշները և տեսակները

Պարտատոմսի հատկանիշները այն հիմնական բնութագրիչ գծերն են, որոնք բնութագրում են պարտատոմսը՝ որպես արժեթուղթ, և որոնց առկայության դեպքում միայն կարող ենք խոսել պարտատոմսի առկայության մասին: Պարտատոմսի հատկանիշները վերհանելու համար անհրաժեշտ է քննարկել ընդհանրապես արժեթղթի հատկանիշները և միևնույն ժամանակ ուսումնասիրել պարտատոմսի առանձնահատուկ տարբերակիչ գծերը: Այսպիսով՝ Քաղաքացիական օրենսգրքի 146-րդ հոդվածի համաձայն՝ արժեթուղթը, սահմանված ձևի և պարտադիր վավերապայմանների պահպանմամբ, գույքային իրավունքները հավաստող փաստաթուղթ է, որի իրականացումը կամ փոխանցումը հնարավոր է միայն այն ներկայացնելիս: Գրականության մեջ տարբեր հեղինակներ առանձնացնում են արժեթղթերի տարբեր հատկանիշներ:

Լ. Ռ. Մելիքջանյանը, առանձնացնելով այն էական հատկանիշները, որոնք անհրաժեշտ և բավարար են փաստաթուղթը արժեթուղթ որակելու համար, նշում է, որ ցանկացած արժեթուղթ վավերացնում է սուբյեկտիվ քաղաքացիական իրավունքներ, դրանով հավաստվող իրավունքների իրականացումը հնարավոր է նրա ներկայացմամբ, օժտված է հանրային արժանահավատությունով, համապատասխանում է արժեթղթերի թվին դասվելու օրինական հիմքերին (դրանցից է համարվում օրենքով կամ այլ իրավական ակտերով), օժտված է շրջանառունակությամբ²⁷:

Վ. Մ. Գորդոնը որպես արժեթղթերի հատկանիշներ նշում է իրավունքի արտահայտված լինելը փաստաթուղթում, իրավունքը տիրապետողի լեգիտիմացիան, արժեթղթի ներկայացվելը, պարտավորություն վերացարկված (աբստրակտ) լինելը (արժեթղթով հավաստված իրավունքը կախված չէ դրատրման հիմքից), արժեթղթով հավաստվող իրավունքների ինքնավար լինելը (օրինական հիմքով արժեթուղթը տիրապետող անձի իրավունքների իրականացումը անկախ է դրանախորդ տիրապետողների իրավունքներից)²⁸:

Մ. Ե. Լազունրիսան և Լ. Ե. Կրաշեննիկովան առանձնացնում են արժեթղթի երեք հատկանիշ՝ առանձնացված փաստաթուղթ հանդիսանալը, սուբյեկտիվ քաղաքացիական իրավունք պարունակելը և ներկայացվելը՝ այդ իրավունքներից օգտվելու համար²⁹:

²⁷ Տե՛ս Մելիքջանյան Լ. Ռ., Արժեթղթերի բնութագրիչ հատկանիշները, Պետություն և իրավունք, Երևան, 2012, թիվ 1-2(55-56), էջ 19
²⁸ Տե՛ս Գորդոն В.М. Система советского торгового права: Обзор действующего законодательства по внутренней торговле. Юридическое издательство Н. К. Ю. УССР, Харьков, 1924, էջեր 36-37:
²⁹ Տե՛ս Լաзурина М. Е., Крашенинникова Л. Е. К определению ценных бумаг // Очерки по торговому праву. Сб. научн. трудов. Вып. 1. Ярославль, 1994. էջեր 66-67:

Վ. Ա. Բեկովը նշում է, որ արժեթղթերը պետք է ունենան հետևյալ հատկանիշները՝ փաստաթղթայնություն, սահմանված ձևի նամակատասխանություն, պարտատիրոջ գույքային իրավունքների և պարտապանի պարտականությունների հավաստում, փոխադարձ կապ «փաստաթղթի նկատմամբ իրավունքի» «փաստաթղթից բխող իրավունքի» միջև, շրջանառու նակությունը, փաստաթղթի հանրային հավաստիությունը (այսինքն՝ օրենքով նախատեսված կարգով հատուկ գրանցամատյանում արժեթղթերով հավաստված իրավունքների ամրագրված լինելը բավարար է դրանց իրականացման և փոխանցման համար), օրենսդրությամբ փաստաթուղթը որպես արժեթուղթ ճանաչելը³⁰:

Ա. Վ. Գաբովը արժեթղթերի բոլոր հատկանիշները բաժանում է ձևական և բովանդակային հատկանիշների: Յեղիականը նշում է, որ միակ և հիմնական ձևական հատկանիշ է հանդիսանում օրենսդրությամբ արժեթուղթը որպես այդպիսին ճանաչելը: Բովանդակային հատկանիշներից Ա. Վ. Գաբովը առանձնացնում է՝ փաստաթղթայնությունը, հանրային հավաստիությունը, պարտավորության վերացարկված լինելը, փոխադարձ կապը «փաստաթղթի նկատմամբ իրավունքի» «փաստաթղթից բխող իրավունքի» միջև, ներկայացնելը, շրջանառու նակությունը, արժեթղթով գույքային և ոչ գույքային իրավունքների հավաստվելը³¹:

Մեր կարծիքով, պարտատոմսին՝ որպես արժեթղթի բնորոշ են հետևյալ հատկանիշները. 1. պարտատոմսը պետք է համակատասխանի օրենքով սահմանված ձևի նվավերապայմաններին, 2. պարտատոմսով հավաստվում

³⁰Տե՛ս Белов В. А. Ценные бумаги в Российском гражданском праве – Москва, Учебно-консультационный центр "ЮрИнфоР", 1996. Էջեր 22-41:

³¹Տե՛ս Габов А. В. Ценные бумаги: вопросы теории и правового регулирования рынка. Москва: Статут, 2011, Էջեր 137-206:

են գ ու յ ք այ ի ն , ի ն չ պ ե ս ն ա ն ո Ր ո շ դ ե պ ք ե Ր ու մ ո չ գ ու յ ք այ ի ն ի Ր ա վ ու լ ն ք ն ե Ր , 3. հ ա ն Ր ա յ ի ն հ ա վ ա ս տ ի ու թ յ ու լ ն ը , 4. փ ո խ ա դ ա Ր ձ կ ա պ « ա Ր ժ ե թ ղ թ ի ն կ ա տ մ ա մ ք ի Ր ա վ ու լ ն ք ի » « ա Ր ժ ե թ ղ թ ի ց ք խ ո ղ ի Ր ա վ ու լ ն ք ի » մ ի ջ ն , 5. պ ա Ր տ ա տ ո մ ս ը առ ա ջ ա ն ու մ է թ ո ղ ա Ր կ ու մ ո վ , ը ն դ ո Ր ու մ ` մ ի ն ն ու լ յ ն թ ո ղ ա Ր կ մ ա ն շ Ր ջ ա ն ա կ ն ե Ր ու մ պ ա Ր տ ա տ ո մ ս ե Ր ը ու լ ն ե ն ն ու լ յ ն ա ն վ ա ն ա կ ա ն ա Ր ժ ե ք ը և ժ ա մ կ ե տ ն ե Ր ը , 6. պ ա Ր տ ա տ ո մ ս ը կ ա Ր ո ղ է հ ա մ ա Ր վ ե լ ա յ դ պ ի ս ի ն մ ի ա յ ն , ե թ ե ճ ա ն ա չ վ ա ծ է Հ Հ օ Ր ե ն ս դ Ր ու թ յ ա մ ք : Հ ա կ ի Ր ճ ա ն դ Ր ա դ առ ն ա ն ք յ ու Ր ա ք ա ն չ յ ու Ր հ ա տ կ ա ն ի շ ի ն :

Պ ա Ր տ ա տ ո մ ս ը պ ե տ ք է հ ա մ ա պ ա տ ա ս խ ա ն ի օ Ր ե ն ք ո վ ս ա հ մ ա ն վ ա ծ ձ և ի ն և վ ա վ ե Ր ա պ ա յ մ ա ն ն ե Ր ի ն : Ք ա ղ ա ք ա ց ի ա կ ա ն օ Ր ե ն ս գ Ր ք ի 147-ր դ հ ո դ վ ա ծ ի հ ա մ ա ձ ա յ ն ա Ր ժ ե թ ղ թ ե Ր ո վ հ ա վ ա ս տ վ ո ղ ի Ր ա վ ու լ ն ք ն ե Ր ի տ ե ս ա կ ն ե Ր ը , ա Ր ժ ե թ ղ թ ե Ր ի պ ա Ր տ ա դ ի Ր վ ա վ ե Ր ա պ ա յ մ ա ն ն ե Ր ը , ա Ր ժ ե թ ղ թ ի ձ և ի ն առ ա ջ ա դ Ր վ ո ղ և ա յ լ ա ն հ Ր ա ժ ե շ տ պ ա հ ա ն ջ ն ե Ր ը ո Ր ո շ վ ու մ է ն ա Ր ժ ե թ ղ թ ե Ր ի մ ա ս ի ն օ Ր ե ն ք ն ե Ր ո վ կ ա մ դ Ր ա ն ց ո վ ս ա հ մ ա ն վ ա ծ կ ա Ր գ ո վ : Ա Ր ժ ե թ ղ թ ի պ ա Ր տ ա դ ի Ր վ ա վ ե Ր ա պ ա յ մ ա ն ն ե Ր ի ք ա ց ա կ ա յ ու թ յ ու լ ն ը կ ա մ դ Ր ա ա ն հ ա մ ա պ ա տ ա ս խ ա ն ու թ յ ու լ ն ն ա Ր ժ ե թ ղ թ ի հ ա մ ա Ր ս ա հ մ ա ն վ ա ծ ձ և ի ն ա յ ն դ ա Ր ձ ն ու մ է առ ո չ ի ն չ : Ու ս տ ի ա Ր ժ ե թ ղ թ ի ձ և ը կ ա մ վ ա վ ե Ր ա պ ա յ մ ա ն ն ե Ր ը չ պ ա հ պ ա ն ե լ ը հ ա ն գ ե ց ն ու մ է դ Ր ա առ ո չ ն չ ու թ յ ա ն : Պ ա Ր տ ա տ ո մ ս ի ձ և ի և վ ա վ ե Ր ա պ ա յ մ ա ն ն ե Ր ի մ ա ս ի ն ա վ ե լ ի մ ա ն Ր ա մ ա ս ն կ խ ո ս վ ի հ ա ջ ո Ր դ պ ա Ր ա գ Ր ա \$ ու մ :

Պ ա Ր տ ա տ ո մ ս ո վ հ ա վ ա ս տ վ ու մ է ն գ ու յ ք այ ի ն ս ու թ յ ե կ տ ի վ ի Ր ա վ ու լ ն ք ն ե Ր : Առ ա ն ձ ի ն դ ե պ ք ե Ր ու մ դ Ր ա ն ց ո վ կ ա Ր ո ղ է ն հ ա վ ա ս տ վ ե լ ն ա ն ո չ գ ու յ ք այ ի ն ի Ր ա վ ու լ ն ք ն ե Ր (ա յ ս հ ա տ կ ա ն ի շ ի մ ա ս ի ն մ ա ն Ր ա մ ա ս ն խ ո ս վ ե լ է ս ու լ յ ն ա շ խ ա տ ու թ յ ա ն առ ա ջ ի ն պ ա Ր ա գ Ր ա \$ ու մ):

Պ ա Ր տ ա տ ո մ ս ե Ր ը օ ժ տ վ ա ծ է ն հ ա ն Ր ա յ ի ն հ ա վ ա ս տ ի ու թ յ ա մ ք , ա յ լ կ ե Ր պ ա ս ա ծ ի Ր ա վ ա չ ա փ ու թ յ ա ն

կան խավար կածով: Քաղաքացիական օրենսգրքի 146-րդ հոդվածի 2-րդ մասի համաձայն՝ օրենքով նախատեսված դեպքերում և կարգով՝ արժեթղթով հավաստված իրավունքների իրականացման և փոխանցման համար բավարար են հատուկ գրանցամատյանում (սովորական կամ համակարգչային) դրանց ամրագրման մասին ապացույցները: Այդ կապակցությամբ Ն. Օ. Ներսեսյանը նշում է. «Պարտապանը, կատարելով պարտավորությունը պարտատոմսը տիրապետողի առջև, ազատվում է հետագա պատասխանատվությունից, եթե անգամ պարզվում է, որ պարտատոմս տիրապետողը այդ փաստաթուղթը ստացել էր ոչ սեփականատիրոջից: Պարտատոմսի սեփականատերը կարող է միայն հայց հարուցել իր իրավունքները խախտող անձի նկատմամբ»³²: Այսինքն՝ պարտատոմսը հենց ինքնին տիրապետելը անձին տալիս է իրավունք՝ կատարում պահանջելու, նա պարտավոր չէ ապացուցելու դրա տիրապետման հիմքերը: Այդպիսով հանրային հավաստիության հատկանիշը ընդգրկում և արտացոլում է նաև գրականության մեջ հիշատակվող պարտատոմսով նախատեսված պարտավորության վերացարկված (աբստրակտ) լինելու հատկանիշը³³, որի էությունը կայանում է նրանում, որ պարտատոմսից ծագող պարտավորությունը անկախ և ինքնավար է այն առևտրային գործարքից, որից ծագել է այդ պարտավորությունը: Այդ կապակցությամբ՝ Քաղաքացիական օրենսգրքի 150-րդ հոդվածի 2-րդ մասը սահմանում է՝ արժեթղթով հավաստված պարտավորությունների կատարումից պարտավորության հիմքի բացակայության կամ դրա

³²Տե՛ս Нерсесов Н. О. О бумагах на предъявителя с точки зрения гражданского права. Университетская типография - Москва., 1889 էջ 6:

³³Տե՛ս Сазонов С. А. Правовое регулирование облигаций и их обращения на рынке ценных бумаг России, Дисс. ... к.ю.н., Москва - 2007, էջեր 62-63:

անվավերություն վկայակոչմամբ հրաժարվել չի թույլատրվում:

Պարտատոմսերին՝ որպես արժեթղթերի, հատուկ է փոխադարձ անքակտելի կապը «արժեթղթի նկատմամբ իրավունքի» «արժեթղթից բխող իրավունքի» միջև: Այս հատկանիշի էությունը կայանում է նրանում, որ արժեթղթի սեփականատերը հանդիսանում է հենց այն անձը, ով տիրապետում է դրանից բխող իրավունքներին: Բացի այդ, հնարավոր է փոխանցել «արժեթղթի նկատմամբ իրավունքը» առանց դրա հետ փոխանցելու «արժեթղթից բխող իրավունքը» և ընդհանրապես:

Պարտատոմսի հաջորդ հատկանիշը թողարկումով ստեղծվելն է, ընդ որում՝ միևնույն թողարկման շրջանակներում պարտատոմսերը ունեն նույն անվանական արժեքը և մարման ժամկետները: «Արժեթղթերի շուկայի մասին» ՀՀ օրենքի 3-րդ հոդվածի համաձայն՝ արժեթուղթ թողարկելն անձի գործողությունների ամբողջությունն է՝ ուղղված նույն դասի արժեթղթերի համախմբի առաջացմանը: Մեկ թողարկման մեջ մտնող յուրաքանչյուր պարտատոմս չունի որևէ առանձնահատուկ հատկանիշ, այն մեկն է մնացած բոլոր նույն որակական տվյալներով պարտատոմսերից: Դրանում է հենց այն էական տարբերությունը էմիսիոն արժեթղթերի ոչ էմիսիոններից, որոնցից յուրաքանչյուրը իրենից ներկայացնում է եզակի ֆինանսական գործիք³⁴: Այդ կապակցությամբ պետք է հստակեցնել, որ էմիսիոն արժեթուղթը կարող է դիտարկվել որպես առանձին օբյեկտ ընդհանուր իրավունքների համախմբում, որը պարունակում է մեկ թողարկումը, սակայն հենց ինքնին իրավունքները, որոնք կազմում են այդ

³⁴Տե՛ս Степанов Д. Вопросы теории и практики эмиссионных ценных бумаг// Хозяйство и право. 2002. № 3. Էջ 77:

համախմբի բաղկացուցիչ մասը, չեն կարող բաժանվել իրարից³⁵:

Պարտատոմսը կարող է համարվել արժեթուղթ, միայն եթե ՀՀ օրենսդրությամբ այն ճանաչված է որպես այդպիսին: «Արժեթղթերի շուկայի մասին» ՀՀ օրենքի 3-րդ հոդվածով սահմանված է, որ արժեթղթեր են համարվում քաղաքացիական օրենսգրքով, ինչպես նաև այլ օրենքներով սահմանված արժեթղթերը: Այսինքն՝ Հայաստանի Հանրապետությունը հանդիսանում է այն երկրներից, որտեղ արժեթուղթ կարող է ճանաչվել փաստաթուղթը միայն եթե դա սահմանված է օրենքով: Ընդ որում՝ նույն հոդվածով սահմանված է, որ արժեթղթերն են համարվում պարտատոմսերը և պարտքային այլ արժեթղթերը, քաղաքացիական օրենսգրքով հրամայական շուկայի գործիքների, իսկ այնուհետև սահմանված է, որ դրական շուկայի գործիքները նույնպես համարվում են արժեթղթեր: Օրենքը որպես դրամական շուկայի գործիքներ է առանձնացրել մինչև մեկ տարի մարման ժամկետ ունեցող պարտքային արժեթղթերը, այդ թվում՝ կարճաժամկետ պարտատոմսերը, բանկային վկայագրերը և այլ կարճաժամկետ պարտքային արժեթղթերը: Սրանք հիմնականում համաշխարհային պրակտիկայում տարածում ստացած կարճաժամկետ պարտքային արժեթղթերն են՝ կորպորատիվ կարճաժամկետ պարտատոմսեր (commercial papers)³⁶, կարճաժամկետ պետական պարտատոմսեր (Treasury bills)³⁷ և այլն: Դրամական շուկայի գործիքները առանձնացվում են, որովհետև դրանք շրջանառվում են դրամական շուկայում, իսկ մեկ տարուց ավելի

³⁵ Տե՛ս Шевченко Г. Н. Эмиссионные ценные бумаги: понятие, эмиссия, обращение, Москва: Статут, 2006, էջ 21:

³⁶ Տե՛ս Charles W. Calomiris, Charles P. Himmelberg, Paul Wachtel, Commercial paper, corporate finance, and the business cycle: microeconomic perspective, 1995 - Elsevier Science B.V., Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy, North-Holland - էջեր 203-250:

³⁷ Տե՛ս Nyawata O. Treasury Bills and/or Central Bank Bills for Absorbing Surplus Liquidity: The Main Considerations, IMF Working Paper Monetary and Capital Markets Departments, WP/12/40 January 2012, էջեր 4-10:

պարտքային արժեթղթերը՝ կապիտալի շուկայում³⁸: Օրենքով օգտագործված այլ պարտքային արժեթղթի օրինակ կարող է հանդիսանալ ավանդային կամ բանկային սերտիֆիկատը³⁹:

Այլ երկրների օրենսդրություններով արժեթղթի՝ որպես այդպիսին օրենքով ճանաչված լինելու պարտադիր պահանջը կարգավորվում է տարբեր կերպ: Այսպես՝ ԱՄՆ օրենսդրությամբ տրվում է արժեթղթի սահմանումը, որը շատ լայն սահմանում և հնարավորություն է տալիս իրավակիրառ մարմնին որոշել տվյալ փաստաթուղթը հանդիսանում է արժեթուղթ, թե ոչ⁴⁰: Այդպիսի մոտեցում է որդեգրվել նաև մի շարք այլ երկրներում, օրինակ՝ Մեծ Բրիտանիա, Սինգապուր, Յնդկաստան⁴¹: Ռուսաստանում արժեթուղթ է ճանաչվում այն փաստաթուղթը, որը այդպիսին է ճանաչվել օրենքով կամ օրենքով սահմանված կարգով⁴²:

Պարտատոմսերի տեսակները բազմազան են: Դրանց դասակարգումը ունի ոչ միայն տեսական, այլև կարևոր գործնական նշանակություն, քանի որ տարբեր տեսակի պարտատոմսերի նկատմամբ կիրառվում են տարբեր իրավակարգավորումներ: Ներկայացնենք հիմնական դասակարգման չափանիշները և պարտատոմսերի տեսակները:

1. Պարտատոմսերը կարող են լինել *ըստ ներկայացնողի* (պարտատոմսով հավաստված իրավունքները պատկանում են պարտատոմս

³⁸ Տե՛ս Մխիթարյան Ս. Համառոտ տեղեկություններ արժեթղթերի շուկայի և ակտիվների ներդրումային կառավարման վերաբերյալ, Կենսաթոշակային համակարգի իրագրման կենտրոն - Երևան, 2014 - էջ 15:

³⁹ Տե՛ս նույն տեղում, էջ 42:

⁴⁰ Արժեթղթի սահմանումը տե՛ս Securities Act Of 1933 (<http://www.sec.gov/about/laws/sa33.pdf>):

⁴¹ Տե՛ս Габов А. В. Ценные бумаги: вопросы теории и правового регулирования рынка. Москва: Статут, 2011, էջեր 201-202:

⁴² Տե՛ս Федеральный закон от 22.04.1996 N 39-ФЗ (ред. от 30.12.2015) "О рынке ценных бумаг", հոդված 142, մաս 2 (https://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_10148/):

ն երկայացնողին) և *անվանակատ* (պարտատոմսերով հավաստված իրավունքները պատկանում են պարտատոմսում նշված անձին): Օրդերային պարտատոմսեր գոյություն ունենալ չեն կարող: «Փողերի լվացման և ահաբեկչության ֆինանսավորման դեմ պայքարի մասին» ՅՅՕՐԵՆՔԻ⁴³ 15-րդ հոդվածի 1-ին մասի 3-րդ կետը սահմանում է, որ Յայաստանի Յանրապետությունում արգելվում է բացել, թողարկել, տրամադրել կամ սպասարկել ըստ ներկայացնողի արժեթղթեր: Այսինքն՝ ՅՅ-ում ըստ ներկայացնողի արժեթղթերի, այդ թվում՝ ըստ ներկայացնողի պարտատոմսերի թողարկումը արգելվում է: Այս նորմը ընդունվել է փողերի լվացման և ահաբեկչության դեմ պայքարի քաղաքականության շրջանակներում՝ հաշվի առնելով այն հանգամանքը, որ ըստ ներկայացնողի արժեթղթերի շրջանառության նկատմամբ վերահսկողությունը շատ դժվար է և դրանցով նախատեսված իրավունքները կարելի է փոխանցել ուղղակիորեն ըստ ներկայացնողի արժեթղթերի մեկ այլ անձի հանձնելով: Պետք է նշել, որ Փողերի լվացման դեմ ֆինանսական միջոցառումների աշխատանքային խումբը (FATF), որը հանդիսանում է փողերի լվացման և ահաբեկչության ֆինանսավորման դեմ պայքարի միջկառավարական կազմակերպություն⁴⁴, 2013թ. փետրվարին ընդունել է «ՖԱԹՖ-ի հանձնարարականներին տեսնիկական համապատասխանության և ՓԼ/ԱՖ դեմ պայքարի համակարգերի արդյունավետության գնահատման համար մեթոդաբանություն»⁴⁵, որի 24.11-րդ կետը նախատեսում է պարտականություն այն երկրների համար, որտեղ թույլատրվում է թողարկել ըստ

⁴³ Ընդունվել է 26.05.2008թ., ուժի մեջ է մտել 31.08.2008թ.: Տե՛ս ՅՅՊՏ 2008.07.02/41(631)ՅՈՒ.658,ՅՕ-80-Ն:

⁴⁴ Տե՛ս <http://www.fatf-gafi.org/about/>:

⁴⁵ Տե՛ս [https://www.cba.am/Storage/AM/downloads/FDK/InternationalInstruments/fatf_methodology_\(2013\)_arm.pdf](https://www.cba.am/Storage/AM/downloads/FDK/InternationalInstruments/fatf_methodology_(2013)_arm.pdf):

ն երկայ աց ն ողի ք աժ ն ե տո մ ս եր , կ իր առ ե լ
 հ ամ ապատաս խան մ ե խան ի գ մ ն եր դ ր ա ն ք
 ս ա հ մ ա ն ա փ ա կ ե լ ու հ ամ ար , օ թ ի ն ա կ ` դ ր ա ն ց
 թ ող ար կ ու մ ը ար գ ե լ ե լ ո վ , ա պ ա ն յ ու թ ա կ ա ն ա ց ն ե լ ո վ ,
 շ ը ջ ա ն առ ու թ յ ու ն ը ս ա հ մ ա ն ա փ ա կ ե լ ո վ և ա յ լ ն : Ի ս կ
 ն ու յ ն փ ա ս տ ա թ ղ թ ի 32.1 կ ե տ ը ս ա հ մ ա ն ու մ է , ո թ ը ս տ
 ն երկայ աց ն ողի փ ո խ ա ն ց ե լ ի գ ո թ ծ ի ք ն եր ը , ո թ պ ի ս ի ք
 ե ն հ ա ն դ ի ս ա ն ու մ ճ ա ն ա պ ար հ ո թ դ ա կ ա ն չ ե կ եր ,
 հ ա ս ար ա կ մ ու թ հ ա կ ն եր , դ թ ամ ա կ ա ն հ ա ն ձ ն ար ար ա գ թ եր ,
 պ ե տ ք է ե ն թ ար կ վ ե ն ն եր գ ն ա և ար տ ա գ ն ա
 ա ն դ թ ս ա հ մ ա ն ա յ ի ն հ ս կ մ ա ն : Ը ս տ ն երկայ աց ն ողի
 պ ար տ ա տ ո մ ս եր ի կ իր առ ու թ յ ա ն ար գ ե լ ք ի կ ամ
 ս ա հ մ ա ն ա փ ա կ մ ա ն վ եր ա ք եր յ ա լ ն շ ու մ առ կ ա չ է : Բ ա ց ի
 ա յ դ ` Յ Յ - ու մ \$ ի գ ի կ ա կ ա ն ա ն ձ ի ն ք ը ս տ
 ն երկայ աց ն ողի ար ժ ե թ ղ թ եր ի , բ ա ց առ ու թ յ ամ բ
 ճ ա ն ա պ ար հ ա յ ի ն չ ե կ եր ի ` Մ ա ք ս ա յ ի ն մ ի ու թ յ ա ն
 մ ա ք ս ա յ ի ն ս ա հ մ ա ն ո վ ն եր մ ու ծ մ ա ն կ ամ ար տ ա հ ա ն մ ա ն
 դ ե պ ք ու մ պ ար տ ա վ ո թ ե ն մ ի ն չ և մ ա ք ս ա յ ի ն
 հ ս կ ող ու թ յ ա ն ն երկայ աց ն ե լ ը դ ր ա ն ք գ թ ա վ ո թ
 կ եր պ ո վ հ ա յ տ ար ար ա գ թ ե լ ` ու ղ ն ո թ ա յ ի ն մ ա ք ս ա յ ի ն
 հ ա յ տ ար ար ա գ ի թ ն երկայ աց ն ե լ ու մ ի ջ ո ց ո վ ⁴⁶:
 Ա յ ս ի ն ք ն ` Յ ա յ ա ս տ ա ն ի Յ ա ն թ ա պ ե տ ու թ յ ու ն ը
 ո թ դ ե գ թ ե լ է ամ ե ն ա խ ի ս տ մ ո տ ե ց ու մ ը , ար գ ե լ ե լ է
 բ ո լ ո թ տ ե ս ա կ ի ը ս տ ն երկայ աց ն ողի ար ժ ե թ ղ թ եր ի
 թ ող ար կ ու մ ը Յ Յ տ ար ա ծ ք ու մ , ի ս կ ա յ լ եր կ թ ն եր ի ց Յ Յ
 ն եր մ ու ծ մ ա ն դ ե պ ք ու մ ա յ դ պ ի ս ի ար ժ ե թ ղ թ եր ը
 ե ն թ ա կ ա ե ն հ ա յ տ ար ար ա գ թ մ ա ն : Գ տ ն ու մ ե ն ք , ո թ
 ա յ ս պ ի ս ի մ ո տ ե ց ու մ ը չ ի կ ար ող հ ի մ ն ա վ ո թ վ ա ծ
 լ ի ն ե լ , ք ա ն ի ո թ տ ն տ ե ս ա կ ա ն տ ե ս ա ն կ յ ու ն ի ց
 ար ժ ե թ ղ թ եր ի մ ի գ գ ա լ ի մ ա ս չ ե ն թ ող ար կ վ ու մ
 Յ ա յ ա ս տ ա ն ու մ : Ա ն վ տ ա ն գ ու թ յ ա ն տ ե ս ա ն կ յ ու ն ի ց

⁴⁶ Տե՛ս ՅՅ ԿԲ խորհրդի կողմից 29.07.2005թ. ընդունված
 «Արժույթային արժեքների փոխադրման, առաքման, ներմուծման,
 արտահանման եվ հայտարարագրման» կարգը հաստատելու և
 Յայաստանի Յանրապետության կենտրոնական բանկի խորհրդի
 1998 թվականի օգոստոսի 26-ի թիվ 173 որոշումն ու ժը կորցրած
 ճանաչելու մասին» թիվ 386-Ն որոշման Յավելված 1-ի 2.2-րդ կետ:

հասկանալի է, որ եթե չկա ըստ ներկայացնողի արժեթուղթ, ուստի չկա նաև դրա հետ կապված գեղծարարություն և այլ վտանգներ, սակայն չենք կարծում, որ ըստ ներկայացնողի արժեթղթերը որպես ֆինանսական գործիք սպառել են իրենց և դրանցից պետք է ամբողջապես հրաժարվել: Գտնում ենք, որ համապատասխան անվտանգության մեխանիզմներ պետք է ներդրվեն և վերացվի արգելքը ըստ ներկայացնողի պարտատոմս թողարկելու համար:

2. Ըստ թողարկողի պարտատոմսերը լինում են՝ *պետական, մոնոօրիգիպալ և կորպորատիվ*: Պետական պարտատոմսերը պետական պարտքի ներգրավման ձևերից են, որոնցով պետությունը իրականացնում է իր բյուջեի ֆինանսավորում: Մոնոօրիգիպալ պարտատոմսերը տեղական ինքնակառավարման մարմնի կողմից պարտատոմսերի թողարկումն է: «Տեղական ինքնակառավարման մասին» ՀՀ օրենքի⁴⁷ 57-րդ հոդվածի 6-րդ մասի համաձայն՝ համայնքի բյուջեի դեֆիցիտի ֆինանսավորման աղբյուրներ են հանդիսանում վարկերի և փոխատվությունների ձևով ներգրավված միջոցներ, այդ թվում՝ տեղական ինքնակառավարման մարմնի ներքին թողարկած պարտատոմսերի տեղաբաշխումից ստացված միջոցներ: Վերը նշված օրենքը սահմանում է, որ տեղական ինքնակառավարման մարմնի ներքին կողմից պարտատոմսեր թողարկելու և տեղաբաշխելու կարգը սահմանում է կառավարությունը, որը, սակայն, մինչ օրս չի ընդունել այդպիսի կարգ: Հայաստանում չեն կիրառվում մոնոօրիգիպալ պարտատոմսերը, այնինչ համաշխարհային պրակտիկայում դրանք լայն տարածում են ստացել և շատ արդյունավետ են: Մոնոօրիգիպալ պարտատոմսերով ներգրավված միջոցները հիմնականում օգտագործվում են տվյալ

⁴⁷ Ընդունվել է 07.05.2002թ., ուժի մեջ է մտել 21.06.2002թ.: Տե՛ս ՀՀ ՊՏ 2002.06.21/21(196) Հոդ. 473, ՀՕ-337:

համայնքի կարիքների բավարարմանը, ուստի տվյալ համայնքի ներդրողները կրկնակի շահագրգռված են ներդրում կատարել ու այդ պարտատոմսերում, քանի որ և՛ ստանում են եկամուտ, և՛ նպաստում են իրենց քաղաքի կամ մարզի զարգացմանը: Ցանկանում են քհակիրճ ներկայացնել ԱՄՆ մուլտիցրիպալ պարտատոմսերի կիրառման փորձը: ԱՄՆ-ում հիմնականում առկա են մուլտիցրիպալ պարտատոմսերի երկու տեսակներ՝ հարկերից վերադարձվող պարտատոմսեր (tax-backed bonds), որոնք իրենց հերթին բաժանվում են մի քանի ենթատեսակների, և եկամտային պարտատոմսեր (revenue bonds)⁴⁸: Հարկերից վերադարձվող պարտատոմսերի տոկոսագումարները վճարվում են և պարտատոմսերը մարվում են տվյալ համայնքի հարկերի հաշվին և ապահովված են թողարկողի՝ համայնքի նկատմամբ «լիակատար հավատով և վստահությամբ» (“full faith and credit”): Այս պարտատոմսերից ներգրավված միջոցները ուղղվում են համայնքի բյուջեի \$ինանսավորմանը, դեֆիցիտի ծածկմանը: Եկամտային պարտատոմսերից ներգրավված միջոցները ուղղվում են տարբեր ծրագրերի \$ինանսավորմանը և ապահովված են այդպիսի ծրագրերից ստացվող վճարների, տուրքերի, վարձավճարների հոսքով: Այդպիսի ծրագրեր են հանդիսանում տրանսպորտային ենթակառուցվածքների, այդ թվում՝ օդանավակայանների, ուսումնական հաստատությունների, հիվանդանոցների, բազմաբնակարան շենքերի կառուցումը, սոցիալական ապահովության աջակցությունը, ուսանողական վարկերի \$ինանսավորումը, շրջակա միջավայրի պահպանության ծրագրերի \$ինանսավորումը և այլն: ԱՄՆ մուլտիցրիպալ պարտատոմսերի գրավչության կարևոր միջոցներից

⁴⁸ Տե՛ս Frank J. Fabozzi, *Bond Markets, Analysis, And Strategies*, eight edition – Pearson, Boston - 2013, էջ 173:

Ե նաև հարկերից ազատված լինելու ճկուն մեխանիզմների նախատեսումը՝ կախված այն հանգամանքից, թե ներդրողը գտնվում է տվյալ համայնքում, թե ոչ: ԱՄՆ մոլենիցիպալ պարտատոմսերի շուկան համարվում է ամենամեծը աշխարհում և 2011թ. տվյալներով այդտեղ տեղաբաշխված պարտատոմսերով տրված փոխառության գումարը գնահատվում է 3,7 տրիլիոն ԱՄՆ դոլար⁴⁹:

Գտնում ենք, որ արդեն ժամանակն է Յայաստանում նույնպես զարկ տալ մոլենիցիպալ պարտատոմսերի զարգացմանը՝ դրանով նպաստելով նաև համայնքների համաչափ զարգացմանը: Կարծում ենք՝ գրագետ հարկային քաղաքականության ներդրման, նպատակային պարտատոմսերի ստեղծման և դրանց վերահսկման արդյունավետ մեխանիզմների կիրառման դեպքում Յայաստանում նույնպես համայնքի բնակիչները և կազմակերպությունները ներդրում կկատարեն մոլենիցիպալ պարտատոմսերում՝ նպաստելով իրենց իսկ համայնքի խնդիրների լուծմանը և միաժամանակ եկամուտ ստանալով:

Կորպորատիվ պարտատոմսերը մասնավոր իրավաբանական անձանց կողմից թողարկված պարտատոմսերն են: Ընդ որում՝ գրականության մեջ առկա է տեսակետ, որ կորպորատիվ պարտատոմս է համարվում միայն փոխարկելի պարտատոմսը⁵⁰, սակայն այս տերմինը լայնորեն ընդունված է համաշխարհային պրակտիկայում և կիրառվում է

⁴⁹ Տե՛ս <https://www.sec.gov/news/studies/2012/munireport073112.pdf>:

⁵⁰ Տե՛ս Ավետիսյան Վ. Դ. Կորպորատիվ իրավաբանական շուկայի արդի հիմնահարցերը Յայաստանի Հանրապետությունում (տնտեսական ընկերությունների օրինակով) - Երևան: ԵՊՀ հրատ., 2013 - էջ 158:

որպես մասնավոր իրավաբանական անձանց կողմից թողարկված պարտատոմսերի հասկացություն⁵¹:

3. Ըստ ժամկետայնության պարտատոմսերը լինում են *կարճաժամկետ* (մինչև մեկ տարի), որը կոչվում է նաև դրամական շուկայի գործիք, *միջնաժամկետ* (մեկից մինչև հինգ տարի) և *երկարաժամկետ* (հինգից մինչև երեսուն տարի ժամկետով): Յամաշխարհային պրակտիկայում գոյություն ունեն նաև անժամկետ պարտատոմսեր, որոնք չունեն մարման ժամկետ: Այդ պարտատոմսերը հիմնականում հետկանչելի են, սակայն դրանք կարելի է հետկանչել միայն թողարկումից հետո որոշակի ժամանակահատվածից հետո (օրինակ՝ հինգ տարուց հետո): Անժամկետ պարտատոմսերը տարածված են Մեծ Բրիտանիայում, թողարկվում են Անգլիայի Բանկի կողմից և կոչվում են կոնսուլներ⁵²:

4. Պարտատոմսերը լինում են *ապահովված և չապահովված*: Չապահովված են այն պարտատոմսերը, որոնց թողարկողը պատասխանատու է պարտատոմսերով նախատեսված պարտավորությունների կատարման համար միայն իր ողջ գույքով և պարտավորության ապահովման միջոցներ առկա չեն: Ապահովված պարտատոմսերը, բացի թողարկողի կողմից իր ողջ գույքով պատասխանատվությունից, պարունակում են նաև ներդրողի կողմից կատարված ներդրումը և դրա օգուտները ստանալու լրացուցիչ ապահովման միջոցներ: Պարտատոմսերի ապահովման միջոցներ են հանդիսանում գրավը, երաշխավորությունը, երաշխիքը: Որպես գրավ կարող են հանդիսանալ անշարժ և շարժական գույք, այդ թվում՝ ակտիվներ: Ակտիվներով ապահովված պարտատոմսերը կազմում

⁵¹ Տե՛ս Frank J. Fabozzi, Bond Markets, Analysis, And Strategies, eight edition – Pearson, Boston - 2013, գլուխ 7, էջեր 142-172:
⁵² Տե՛ս Dempster M. A.H., Medova E. A., Villaverde M. Long-term interest rates and consol bond valuation, 2010 Macmillan Publishers Ltd. Journal of Asset Management Vol. 11, 2/3, էջեր 125-126:

Են համաշխարհային պարտատոմսերի շուկայի զգալի մասը, որոնք ներդրվել են նաև Հայաստանի Հանրապետությանը: Այստեղ առաջարկում ենք որպես ակտիվներով ապահովված պարտատոմսեր առանձնացնել ակտիվների արժեթղթավորման արդյունքում թողարկված ակտիվներով ապահովված պարտատոմսերը (Asset-backed security) և ապահովված հիփոթեքային պարտատոմսերը (Covered bond), քանի որ հենց դրանք են ներդրվել Հայաստանում և դրանք են ակտիվներով ապահովված այն հիմնական պարտատոմսերը, որոնք կիրառվում են արտասահմանյան երկրներում: Ակտիվներով ապահովված պարտատոմսերը համարվում են համեմատաբար նոր \$ինանսական գործիք Հայաստանի Հանրապետության համար և դրանց կիրառումը կարող է մեծ մասշտաբների հասնել, քանի որ կան դրատնտեսական և իրավական նախադրյալները: Այստեսակի պարտատոմսերը մանրամասն կքննարկենք սույն աշխատության 3-րդ գլխում:

5. Ըստ հատուկ ելի ության եղանակի պարտատոմսերը լինում են՝ *տոկոսային կամ գեղջատոկոսային (դիսկոնտային կամ գրոկոնտային)*: Տոկոսային են այն պարտատոմսերը, որոնց համար նախատեսված է տոկոսի հատուկում պարտատոմսի գոյության ընթացքում, իսկ գեղջատոկոսային պարտատոմսերի դեպքում տոկոսը գեղջվում է պարտատոմսի գնի հաշվին. պարտատոմսը վաճառվում է ներդրողին անվանական արժեքից ցածր գնով, իսկ մարվում է անվանական արժեքի գնով: Բացի այս, գոյություն ունեն նաև այս երկու հատկանիշները միավորող պարտատոմսեր, որոնք կոչվում են մեծ գեղջատոկոսով պարտատոմս (deep discount bond), և որոնց դեպքում պարտատոմսը վաճառվում է անվանական արժեքից ցածր գնով և պարտատոմսի

սեփականատերը մինչև մարումը ստանում է արժեկտրոնային տոկոսներ: Առաջին մեծ գեղջատոկոսով պարտատոմսերը թողարկվեցին 1981թ. մարտին ԱՄՆ-ում «Մարտին Մարիետտա» Կորպորացիայի կողմից⁵³: Տոկոսային պարտատոմսերը իրենց հերթին բաժանվում են *ֆիքսված* տոկոսադրույքով պարտատոմսերի, որոնցով սահմանված տոկոսադրույքը հստակ սահմանված թիվ է և չի փոփոխվում, և *լողացող* տոկոսադրույքով պարտատոմսերի, որոնցով սահմանված չէ տոկոս, այլ միայն դրա որոշման բանաձև: Պարտատոմսերի տոկոսները վճարվում են արժեկտրոնների (կուպոնների) հիման վրա: Լողացող տոկոսադրույքով պարտատոմսերի դեպքում տոկոսադրույքը հաշվի է առնվում հիմք ընդունելով ուղենշային գործակիցը, որին գումարվում է պարտատոմսի համար սահմանված հավելյալ բազիսային նիշերը (basis points): Որպես ուղենշային գործակից աշխարհում ամենաշատը օգտագործվում է Լոնդոնյան միջբանկային առաջարկվող գործակիցը (London Interbank Offered Rate կամ LIBOR), որով ամենաբարձր վարկանիշ ունեցող բանկերը վերցնում են փոխառութայիններ մեկը մյուսից⁵⁴: Որպես գործակից օգտագործվում են նաև այլ չափանիշներ՝ Ստանդարտ և Փոփոք 500-ի վերադարձի գործակիցը կամ գնաճի տոկոսը և այլն⁵⁵:

Պարտատոմսերի նորագույն տեսակ է համարվում բացասական տոկոսադրույքով պարտատոմսը: Դա նշանակում է, որ պարտատոմսով սահմանված տոկոսադրույքը փոքր է գրոյից, կամ այլ կերպասած

⁵³ Տե՛ս Silver A. Original Issue Deep Discount Bonds, Federal Reserve Bank of New York, Quarterly Review/Winter, 1981-1982, էջ 18:

⁵⁴ Տե՛ս Hou D., Skeie D. LIBOR: Origins, Economics, Crisis, Scandal, and Reform, Federal Reserve Bank of New York Staff Reports, no. 667 March 2014 - էջեր 1-15:

⁵⁵ Տե՛ս Frank J. Fabozzi, Bond Markets, Analysis, And Strategies, eight edition - Pearson, Boston - 2013, էջ 5:

պարտատոմս ձեռք բերողը ներդրման արդյունքում ստանում է ավելի քիչ գումար, քան ներդրել է: Առաջին հայացքից, սաանհնար է թվում, քանի որ անձը չի կարող ներդրում անել՝ հետագայում ավելի քիչ գումար ստանալու ակնկալիքով, սակայն պարզվում է, որ դահնարավոր է: Եվրոպական որոշ երկրներում և ճապոնիայում ֆինանսական ոչ բնականոն երևույթների պատճառով առևտրային բանկերը սկսեցին շատ գումար կուտակել իրենց երկրների կենտրոնական բանկերի հաշիվներում, այդպիսով չներդնելով դրանք այլ գործիքներում, քանի որ դրամական շուկայի տոկոսադրույթները շատ ցածր էին և կենտրոնական բանկի դեպոզիտը ապահով տեղ էր իրենց գումարը պահպանելու համար⁵⁶: Այս տենդենցին հակադրելու համար մի շարք բանկեր, այդ թվում՝ Եվրոպական կենտրոնական բանկը (առաջին անգամ կիրառեց 2014թ. հունիսին), Դանիայի ազգային բանկը, Շվեդիայի Ռիկսբանկը և Շվեյցարիայի ազգային բանկը սկսեցին իրենց հաշվում առևտրային բանկերի կողմից գումարներ պահելու համար տոկոսագումար վճարելու փոխարեն գանձել տույժեր⁵⁷: Դրան գուցա հենց այդ բանկերը թողարկեցին բացասական տոկոսադրույթով պարտատոմսեր, որոնցով ներդրողները ավելի քիչ վնաս էին կրում, քան վերը նշված տույժերը վճարելու դեպքում: Այսպիսով՝ ստեղծվեց բացասական տոկոսադրույթով պարտատոմսը, որտեղ գումարները ներդնելով բանկերը կամ այլ կազմակերպությունները կարող են ավելի քիչ վնաս կրել, քան այլ տեղում այդ գումարները պահելու համար:

⁵⁶ Տե՛ս Arteta C. and Stocker M. ,Negative interest rates in Europe: A Glance at Their Causes and Implications, Global Economic Prospects, World Bank Group – Washington, June 2015, էջ 13-14:

⁵⁷ Տես նույն տեղում, էջ 13:

6. Պարտատոմսերը լինում են ամորտիզացիոն և ոչ ամորտիզացիոն: Ամորտիզացիոն պարտատոմսերը այն պարտատոմսերն են, որոնց անվանական արժեքը վճարվում է ոչ թե ամբողջապես պարտատոմսի մարման օրը, այլ վճարվում է պարբերաբար, մաս-մաս, հիմնականում տոկոսների վճարման հետ մեկտեղ: Ոչ ամորտիզացիոն են այն պարտատոմսերը, որոնց անվանական արժեքը մարվում է պարտատոմսի մարման օրը՝ պարտատոմսում նշված ժամկետի վերջում:

7. Շատ տարածված են այն պարտատոմսերը, որոնք թողարկողին կամ տիրապետողին տրամադրում են այս կամ այն հատուկ իրավունքը, այդ թվում՝ նաև ածանցյալ գործիքի միջոցով: Այսպիսի հատուկ իրավունքներից է *գնման (քոլ օպցիոն կամ call option)* և *վաճառքի (փոլ թ օպցիոն կամ put option)* օպցիոնները: Գնման օպցիոնի դեպքում թողարկողը իրավունք ունի մինչև մարման ժամկետը հետգնել թողարկված պարտատոմսեր՝ վճարելով անվանական արժեքը, ինչպես նաև որոշ դեպքերում՝ պարգևավճար: Սամեծ առավել ություն է տալիս թողարկողներին՝ նվազեցնել իրենց ռիսկերը, և փոխառումիջոցների շուկայական տոկոսադրույքի նվազման դեպքում հետգնել պարտատոմսերը և թողարկել նոր պարտատոմսեր՝ արդեն ցածր տոկոսադրույքով: Վաճառքի օպցիոնի դեպքում արդեն պարտատոմսը տիրապետողը իրավունք ունի մինչև պարտատոմսի մարման օրը թողարկողին ներկայացնել իր պարտատոմսը մարման՝ պարտատոմսի անվանական արժեքով: Այդ գործիքը հնարավորություն է տալիս պարտատոմսում ներդրում կատարող անձանց գործել շուկայի զարգացմանը համահունչ և փոխառումիջոցների տոկոսների բարձրացման դեպքում

Ներկայացնել պարտատոմսը մարման և գնել նորը՝ արդեն ավելի բարձր եկամտաբերությամբ:

Պարտատոմսերը լինում են նաև *փոխարկվող*: Փոխարկվող են այն պարտատոմսերը, որոնք իրավունք են տալիս պարտատոմսի սեփականատիրոջը փոխարկել դրանք թողարկողի բաժնետոմսերի հետ: Համաշխարհային պրակտիկայում կան նաև փոխարկվող պարտատոմսերի տեսակներ, որոնք իրավունք են տալիս դրանց տիրապետողին պարտատոմսերը փոխարկել այլ ընկերության բաժնետոմսերի հետ⁵⁸ կամ նույն թողարկողի այլ պարտատոմսերի հետ⁵⁹:

8. Պարտատոմսերը լինում են *ներպետական և միջազգային շուկաներում շրջանառվող*: Ներպետական շուկան կոնկրետ պետության պարտատոմսերի շուկան է, որը անվանվում է նաև ազգային պարտատոմսերի շուկա: Ներպետական շուկան, իր հերթին, բաղկացած է տեղական պարտատոմսերի շուկայից և արտասահմանյան պարտատոմսերի շուկայից: Տեղական պարտատոմսերի շուկայում թողարկվում և տեղաբաշխվում են այն պարտատոմսերը, որի թողարկողը հանդիսանում է տվյալ պետության ռեզիդենտ: Ներպետական արտասահմանյան շուկայում շրջանառվում են այն պարտատոմսերը, որոնք տվյալ կոնկրետ պետության տարածքում թողարկվում են այդ պետության ռեզիդենտ չհանդիսացող կազմակերպչությունների կողմից: Վերջիններիս կողմից թողարկված պարտատոմսերը պրակտիկայում լայն տարածում

⁵⁸ Նույն տեղում, էջ 419:

⁵⁹ Տե՛ս "Положение о стандартах эмиссии ценных бумаг, порядке государственной регистрации выпуска (дополнительного выпуска) эмиссионных ценных бумаг, государственной регистрации отчетов об итогах выпуска (дополнительного выпуска) эмиссионных ценных бумаг и регистрации проспектов ценных бумаг" утв. Банком России 11.08.2014 N 428-П, գլուխներ 45 և 46 (<http://base.consultant.ru/cons/cgi/online.cgi?req=doc;base=LAW;n=189140;fld=134;dst=1000000001,0;md=0.9044398788696364>)

ու ն ե ն և տարբեր երկրներում ստացել են առանձնահատուկ անվանումներ: Օրինակ՝ ԱՄՆ-ում դրանք կոչվում են «Յանկի պարտատոմսեր», Ճապոնիայում՝ «Սամուրայ պարտատոմսեր», Մեծ Բրիտանիայում՝ «Բոլլիդոգ պարտատոմսեր», Նիդեռլանդներում՝ «Դեմբրանտ պարտատոմսեր», Իսպանիայում՝ «Մատադոր պարտատոմսեր»⁶⁰:

Բացի ներպետական շուկայից պարտատոմսերը շրջանառվում են նաև միջազգային շուկայում, որը շատ հաճախ անվանվում է օձորային կամ եվրապարտատոմսերի շուկա: Այստեղ շրջանառվող պարտատոմսերը առաջնային տեղաբաշխման ժամանակ առաջարկվում են մեկից ավելի երկրների ներդրողների, թողարկվում են որևէ երկրի իրավական ենթակայությունից դուրս և ոչ այն արժույթով, որի ռեզիդենտ է հանդիսանում թողարկողը, ինչպես նաև դրանք հիմնականում հանդիսանում են ըստ ներկայացնողի պարտատոմսեր⁶¹: Եվրապարտատոմսերը կարող են թողարկվել տարբեր արժույթներով, որոնցից ամենաշատ կիրառվողը դոլարն է (Eurodollar bonds): Եվրապարտատոմսերը ցուցակվում են որևէ երկրի \$ոնդային բորսայում, հիմնականում՝ Լոնդոնի, Ցյուրիխի կամ Լյուքսեմբուրգի, սակայն դրանց վաճառքի հիմնական մասը բաժին է ընկնում այդ երկրից դուրս գտնվող ներդրողներին: Եվրապարտատոմսերը սահմանելիս հայտնի տնտեսագետ Ուիլյամ Շարպը նշում է, որ եվրապարտատոմս հասկացությունը լայն առումով վերագրվում է այն պարտատոմսին, որը շրջանառվում է ինչպես թողարկողի երկրի, այնպես

⁶⁰ Տե՛ս Frank J. Fabozzi, Bond Markets, Analysis, And Strategies, eight editition – Pearson, Boston - 2013, էջեր 189-190:
⁶¹ Տե՛ս նույն տեղում:

Էլ այն երկրի սահմաններին գ դ ու ր ս , ո Ր ի ար ժ ու յ թ ո վ սահմանված է պարտատոմսը ⁶²:

Հայաստանի Հանրապետությունը արդեն իրականացրել է եվրապարտատոմսերի թողարկումներ կ ու ան գ ամ : Առաջին թողարկումը տեղի է ունեցել 2013 թվականի սեպտեմբերի 19-ին : Թողարկման ծավալը կազմել էր 700 մլն դոլար , մարման ժամկետը՝ 7 տարի , եկամտաբերությունը՝ 6 տոկոս : Երկրորդ անգամ Հայաստանը 2015թ. մարտի 19-ին տեղաբաշխել է 500 մլն դոլարի եվրապարտատոմսերը , ո Ր ի մարման ժամկետը 10 տարի է , տեղաբաշխման եկամտաբերությունը՝ 7.5 տոկոս ⁶³ : Բացի Հայաստանի Հանրապետությունից՝ ո Ր պես ս ու վ եր են թողարկողի , 2015 թվականի հոկտեմբերի 22-ին «Արդշինբանկ» ՓԲԸ առաջինը Հայաստանի մասնավոր հատվածում թողարկել է 100 միլիոն ԱՄՆ դոլարի եվրապարտատոմսեր ⁶⁴:

9. Ըստ եկամտաբերության (yield bonds) պարտատոմսերը ենթարկվում են վարկանիշավորման : Վարկանիշի հիմքում ընդգրկվում է պարտատոմսի հոսալիություն , այսինքն՝ ներդրված միջոցների ապահովության չափանիշը : Մեծ կորպորացիաները հաճախ ունենում են համապատասխան բաժիններ , ո Ր ո ն ք զբաղված են պարտատոմսի ռիսկայնության ուսումնասիրությամբ : Բացի այդ , կան նաև վարկանիշային կազմակերպություններ , ո Ր ո ն ք ու ս ու մ ն աս իր ել ո վ ա յ ս կ ամ ա յ ն պարտատոմսի և դրա թողարկողի տվյալները , շնորհիվ են վարկանիշային պարտատոմսի և (կամ) դրա թողարկողին : Կան երեք համաշխարհային ճանաչում ունեցող վարկանիշավորման կազմակերպություններ , ո Ր ո ն ց

⁶² Տե՛ս Մարտի Փ. Մ., Ալեքսանդր Գ. Դժ., Բեյլի Դժ. Վ. «Инвестиции»: Пер. с. англ. – Москва: ИНФРА-М, 2015 – XII, էջ 410:

⁶³ Տե՛ս <http://www.ambanks.am/hy/2015/03/26/85947/> :

⁶⁴ Տե՛ս <http://ashib.am/node/15781> :

կողմից տրված վարկանիշը համարվում է տվյալ պարտատոմսի հոլսալիոթյան գնահատման էական չափանիշ: Դրանք են Մուդիիս Ինվեսթորս Սերվիսը (Moody's Investors Service), Ստանդարտ և Փոլրզ Կորպորացիան (Standard & Poor's Corporation) և Ֆիթչ Ռեյթինգսը (Fitch Ratings)⁶⁵: Մուդիիս Ինվեսթորս Սերվիսի կողմից ամենահոլսալի պարտատոմսերը գնահատվում են Aaa, իսկ մյուս երկու գործակալները ներկայումս կողմից AAA գործակցով, հոլսալիոթամբ հաջորդ գործակիցներն են համապատասխանաբար Aa1 և AA+, և այդպես շարունակ: Ստորև աղյուսակով ներկայացվում է վարկանիշային գործակալները կողմից տրվող բոլոր վարկանիշները.

⁶⁵ Տե՛ս նաև Николаевна А. Л. Рейтинг ценных бумаг: Основы теории и практика - Дисс. ... к.э.н., Москва 2002, էջ 4:

Աղյուցակ 1. Վարկանիշային գործակալները

Moody's		S&P		Fitch		
Երկարաժամկետ	Կարճաժամկետ	Երկարաժամկետ	Կարճաժամկետ	Երկարաժամկետ	Կարճաժամկետ	-
Aaa	P-1	AAA	A-1+	AAA	A1+	(Prime)
Aa1		AA+		AA+		
Aa2		AA		AA		
Aa3		AA-	AA-			
A1		A+	A+	A1	A1	Միջին րավարկանիշ (Upper Medium grade)
A2	A	A				
A3	P-2	A-	A-2	A-	A2	Միջին ցավարկանիշ (Lower Medium grade)
Baa1		BBB+		BBB+		
Baa2	P-3	BBB	A-3	BBB	A3	Միջին ցավարկանիշ (Lower Medium grade)
Baa3		BBB-		BBB-		
Ba1	Not Prime	BB+	B	BB+	B	Ոչ ներդրումավարկանիշ սպեկուլյատիվ (Non Investment grade speculative)
Ba2		BB		BB		
Ba3		BB-		BB-		
B1		B+		B+		
B2		B	B			
B3		B-	B-			
Caa		CCC	C	CCC	C	C
Ca	CC	Extremely speculative				
C	C	Դեֆոլտով կանգնման փոքր հեռանկար default with little prospect for discovery				
/		D	/	DDD	/	Դեֆոլտ (In default)

Ավելացնենք, որ Հայաստանի Հանրապետության վարկանիշը վերջին եվրապարտատոմսերի թողարկման ժամանակ գնահատվել է Moody's-ի կողմից՝ «Ba3», իսկ Fitch-ի կողմից՝ «B+» մակարդակով⁶⁶: Նույն

⁶⁶ Տե՛ս <http://www.ambanks.am/hy/2015/03/23/85793/>:

վարկանիշներն է ստացել նաև «Արդշիներանկը»՝ եվրապարտատոմսեր թողարկելիս: Ցավոք, ՀՀ-ում թողարկվող և տեղաբաշխվող պարտատոմսեր և դրանց թողարկողները մեծամասամբ չեն վարկանիշավորվում վերը նշված միջազգային հեղինակավոր կազմակերպությունների կողմից, ինչը նրանց հնարավորությունն կտար ավելի ու ավելի ճանաչելի և հուսալի դառնալ միջազգային մակարդակում:

Ամփոփելով՝ կարելի նշել, որ պարտատոմսերի տեսակները բազմազան են և դրանց բոլորի ներկայացումը չի կարող տեղավորվել սույն աշխատության շրջանակներում, այնուամենայնիվ, փորձ է կատարվել ներկայացնել հիմնական դասակարգումները, որոնք էական են նաև Հայաստանի Հանրապետության պարտատոմսերի շուկայի համար:

§13. Պարտատոմսի ձևը և պարտադիր վավերապայմանները

Արժեթուղթը, սահմանված ձևի և պարտադիր վավերապայմանների պահպանմամբ, գույքային իրավունքները հավաստող փաստաթուղթ է: Ընդ որում՝ Քաղաքացիական օրենսգրքի համաձայն՝ արժեթղթի պարտադիր վավերապայմանների բացակայությունը կամ դրան համապատասխանությունը արժեթղթի համար սահմանված ձևին այն դարձնում է առնչինչ (հոդված 147, մաս 2), իսկ արժեթղթերի պարտադիր վավերապայմանները և արժեթղթի ձևին առաջադրվող պահանջները որոշվում են արժեթղթերի մասին օրենքներով կամ դրանցով սահմանված կարգով (հոդված 147, մաս 1): Իսկ ինչ պետք է հասկանալ արժեթղթի, մասնավորապես՝ պարտատոմսի ձև և

վավերապայմաններ ասելով: Քաղաքացիական օրենսգիրքը չի պատասխանում այս հարցին, սակայն այդ մասին նշում է պարունակում «Արժեթղթերի շուկայի մասին» ՀՀ օրենքը, որի 3-րդ հոդվածը սահմանում է արժեթուղթը հետևյալ կերպ՝ արժեթղթեր են համարվում Քաղաքացիական օրենսգրքով, ինչպես նաև այլ օրենքներով սահմանված արժեթղթերը (անկախ դրա ձևից՝ թղթային կամ ոչ թղթային): Ուստի որպես արժեթղթի ձև ասելով հասկանում են դրանց ամրագրման ձևը՝ թղթային, թե այլ կրիչի վրա: Այլ կրիչի վրա ամրագրելու իրավական հնարավորությունը նախատեսված է նաև Քաղաքացիական օրենսգրքով, որի 152-րդ հոդվածի 1-ին մասը սահմանում է, որ օրենքով նախատեսված դեպքերում կամ օրենքով սահմանված կարգով հատուկ թույլտվություն (լիցենզիա) ստացած անձը կարող է անվանական կամ օրդերային արժեթղթով հավաստված իրավունքներն ամրագրել՝ ներառյալ ոչ փաստաթղթային (էլեկտրոնային հաշվիչ տեխնիկայի օգնությամբ և այլն) ձևով: «Արժեթղթերի շուկայի մասին» 2007թ. ընդունված ՀՀ օրենքը, ի տարբերության նախորդ «Արժեթղթերի կարգավորման մասին» ՀՀ օրենքի⁶⁷, «ոչ փաստաթղթային» եզրույթի փոխարեն օգտագործում է «ոչ թղթային» եզրույթը: Մեր կարծիքով ոչ փաստաթղթային արժեթղթի էությունը, որը կքննարկվի այս պարագրաֆում, ավելի համահունչ է «ոչ թղթային» եզրույթը, քանի որ ՀՀ օրենսդրությամբ արժեթուղթը ինքնին փաստաթուղթ է և «ոչ փաստաթղթային» փաստաթուղթ ասելիս արդեն իսկ տրամաբանական հակասության ենթ հանգում: Ուստի սույն աշխատանքում կօգտագործվի «ոչ թղթային» եզրույթը:

⁶⁷ Ընդունվել է 06.07.2000թ., ուժի մեջ է մտել 01.08.2000թ., ուժը կորցրել է 29.02.2008թ.: Տե՛ս ՀՀ ՊՏ 2000.08.01/17(115) ՀՕ-82:

«Արժեթղթերի շուկայի մասին» ՀՀ օրենքի 7-րդ հոդվածը սահմանում է, որ թղթային ձև ունեցող արժեթղթերը, որոնք պետք է հրապարակայնորեն առաջարկվեն հանրությանը կամ թույլատրվեն կարգավորվող շուկայում առևտրին, Կենտրոնական բանկի նորմատիվ իրավական ակտերով և Կենտրոնական դեպոզիտարիայի կանոններով սահմանված կարգով և դեպքերում Կենտրոնական դեպոզիտարիայի կողմից վերածվում են ոչ թղթային ձևի (ապանյութակալանացում) կամ իմոբիլիզացում են մինչև արժեթղթերի հրապարակային տեղաբաշխման գործընթացը սկսելը կամ մինչև արժեթղթերի՝ կարգավորվող շուկայում առևտրին թույլ տվող ժամանակահատվածի 37-րդ և 38-րդ գլուխներով սահմանված է⁶⁸, որ ՀՀ տարածքում արգելվում է փաստաթղթային արժեթղթերի շրջանառությունը, բացառությամբ այն արժեթղթերի, որոնք հրապարակայնորեն չեն վաճառվել և, իսկ Ֆոնդային բորսայում արգելվում է որևէ փաստաթղթային արժեթուղթ գրանցել և ցուցակել կամ այլ կերպ թույլատրել տվյալ ֆոնդային բորսայի միջոցների օգտագործմամբ նման արժեթղթերով գործարքներ իրականացնել, ինչպես նաև նման գործարք գրանցել:

Ստացվում է, որ կարգավորվող շուկայում առևտրին թույլատրված և (կամ) հրապարակայնորեն առաջարկվող բոլոր պարտատոմսերը ՀՀ-ում

⁶⁸ Ընդունվել է 05.12.2006թ., ուժի մեջ է մտել 02.04.2007թ.: Տե՛ս ՀՀԳՏ 2007.03.23/9.1 Հոդ. 153.1, N713-Ն:

⁶⁹ Արժեթղթերի շուկայի կարգավորման կանոնադրությունը դեռևս հղում է տալիս 2000թ. հունիսի 6-ին ընդունված և 2007թ. հոկտեմբերի 10-ին ուժը կորցրած «Արժեթղթերի շուկայի կարգավորման մասին» ՀՀ օրենքին: Այստեղ պետք է կատարել համապատասխան փոփոխություններ և հղումները ուղղել գործող «Արժեթղթերի շուկայի մասին» ՀՀ օրենքին:

թողարկվում և տեղաբաշխվում են բացառապես ոչ թղթային ձևով: Ոչ թղթային ձևով թողարկման ենթակա չեն ըստ ներկայացնողի պարտատոմսերը, որոնց թողարկումը, ինչպես քննարկվեց սույն աշխատանքի 2-րդ պարագրաֆում, առանց այդ էլ արգելված է ՀՀ-ում «Փողերի և վաճառման և ահաբեկչության ֆինանսավորման դեմ պայքարի մասին» ՀՀ օրենքի 15-րդ հոդվածի 1-ին մասի 3-րդ կետի ուժով: Այսինքն՝ թղթային ձևով ՀՀ-ում կարող են թողարկվել միայն ոչ հրապարակային առաջարկի հիման վրա տեղաբաշխվող և կարգավորվող շուկայում չվաճառվող պարտատոմսերը, որոնց վերաբերյալ առկա չէ հստակ վիճակագրություն, որոնք, սակայն, մեծ թիվ չեն կազմում ընդհանուր շրջանառության մեջ: Ուստի ոչ թղթային պարտատոմսերը կազմում են առկա պարտատոմսերի գերակշիռ մեծամասնությունը և անհրաժեշտ ենք համարում քննարկել ոչ թղթային արժեթղթերի, այդ թվում նաև՝ պարտատոմսերի, իրավական բնույթի հետ կապված իրավական գրականության մեջ և ՀՀ օրենսդրությամբ առկա ոչ միանշանակ ընկալումը և ներկայացնել մեր տեսակետը այդ հարցի շուրջ:

Սկզբնապես արժեթուղթը ստեղծվել է թղթի ձևով և հանդիսացել է գրավոր ապացույց դատական քննության ժամանակ⁷⁰: Տնտեսական հարաբերություններին և տեխնոլոգիաների զարգացումը, անընդմեջ ավելի բարդ ֆինանսական գործիքների ներմուծումը հանգեցրին արժեթղթի «ապանյունակականացման», այսինքն՝ թղթային կրիչներին արժեթղթով հավաստվող իրավունքների տեղափոխումը այլ կրիչների վրա: Այդ գործընթացը սկիզբ առավ ԱՄՆ-ում 1966 թվականին, երբ Դաշնային պահուստային համակարգը սկսեց գանձապետական

⁷⁰ Տե՛ս Ագարկով М.М.. Учение о ценных бумагах - Москва: Финансовое издательство НКФ СССР, 1927, էջ 2:

արժեթղթերի ապանյութականացման գործընթացը ⁷¹: Արժեթղթերի ապանյութականացման ընթացքը պայմանավորված էր մի շարք պատճառներով՝ թելադրված ֆինանսական շուկայի արագ զարգացմամբ: Նախ, ապանյութականացմանը հանգեցրեց ֆոնդային բորսայում գործարքների թվի ավելացումը իսկ ոչ թղթային արժեթղթերով գործարքների իրականացումը շատ ավելի արագ կարող է տեղի ունենալ, քան թղթային արժեթղթերով: Բացի այդ, ոչ մատչելի ձևաթղթերը արժեթղթերի շրջանառությունը ավելի թանկացնում են, ուստի և առաջացնում են հավելյալ ծախսեր, որոնք ազդում են արժեթղթի գնի վրա: Այս բարդությունները, սակայն, առաջանում են մասսայական տարածում ունեցող ներդրումային արժեթղթերի կապակցությամբ, սակայն ոչ երբեք անհատական այնպիսի արժեթղթերի նկատմամբ, ինչպիսիք են չեկընմուրհակը ⁷²:

Տեսական գրականության մեջ բազմաթիվ քննարկումների առիթ է հանդիսացել վեճը կապված ոչ թղթային արժեթղթերի իրավական էություն հետ: Մասնագետների մի մասը կարծում է, որ ոչ թղթային արժեթղթերը չեն կարող հանդիսանալ «գույք», և որպես այդպիսին նրանց նկատմամբ չի կարող կիրառվել իրային իրավունքը ⁷³: Մյուս տեսակետի համաձայն՝ ոչ թղթային արժեթղթերը համարվում են արժեթուղթ, դրանով իսկ հանդիսանում են գույք, և դրանց նկատմամբ անձը ունի սեփականության

⁷¹ Տե՛ս Garbade K. D. Origins of the Federal Reserve Book-Entry System, Federal Reserve Bank of New York Economic Policy Review, December 2004, էջեր 33-50:

⁷² Տե՛ս Суханов Е. А., Российское гражданское право: Учебник: В 2 т. Т. I: Общая часть/ Отв. ред. Е. А. Суханов.-4-е изд., стереотип. - Москва: Статут, 2015, էջ 329:

⁷³ Տե՛ս Лебедев К. К., Защита прав обладателей бездокументарных ценных бумаг (материально- и процессуально-правовые аспекты разрешения споров, связанных с отчуждением бездокументарных ценных бумаг, Москва: Волтерс Клувер, 2007, էջեր 4-6:

իրավունքն և կարող են կիրառվել իրային իրավունքները ⁷⁴:

Այսպես՝ արժեթղթերը քաղաքացիական օրենսգրքի 132-րդ հոդվածի համաձայն հանդիսանում են քաղաքացիական իրավունքների օբյեկտ, ընդ որում՝ դրանք ընդգրկվում են գույքի շարքում ⁷⁵: Ոչ թղթային արժեթղթերի իր հանդիսանալը վիճարկող գիտնականները գտնում են, որ իրը իրենից նյութական արժեք է ներկայացնում, որի օգտագործումը հնարավոր է մինչև այն պահը, քանի դեռ այն պահպանում է իր նյութական ուժը, ուստի, ըստ այս տեսաբանների, իրեր կարող են հանդիսանալ միայն թղթային արժեթղթերը, որոնք թողարկվում են հատուկ վավերապայմաններով թողարկված թղթային կրիչների վրա: Այս կապակցությամբ Ս. Գ. Մեդրյանը նշում է, որ եթե ավանդական արժեթուղթը դասվում է իրերի թվին, ապա «ոչ թղթային արժեթուղթը» կորցնում է իրի հատկությունները՝ վերածվելով պահանջի իրավունքի ամրագրման ձևի ⁷⁶:

Ոչ թղթային արժեթղթերը նույնիսկ պայմանականորեն չեն կարող հանդես գալ որպես իրեր, հետևաբար չեն կարող հանդիսանալ

⁷⁴ Տե՛ս Բուшев А. Ю., Виндикация бездокументарных ценных бумаг: теория и судебно-арбитражная практика. Журнал Теория и Практика, Арбитражные споры N 2 (22)/ 2003, էջեր 87–109, Демушкина Е. Безналичные ценные бумаги— фикция или реальность// Журнал “Рынок ценных бумаг”. 1996. № 18 էջեր 68-72, № 19. էջեր 22-26, № 20 էջեր 68-69, Коршунова Ж.В. Правовой режим безбумажных ценных бумаг // Актуальные проблемы науки и практики коммерческого права: Сб. научных трудов. Вып.3. СПб., 2000. էջեր 49-60, Лысихин И. Давайте разберемся в дефинициях // Журнал “Рынок ценных бумаг”. 1996. № 17. էջեր 37-40, Степанов Д. Вопросы теории и практики эмиссионных ценных бумаг // Хозяйство и право. 2002. №3. էջեր 64 - 80:

⁷⁵ ՀՀ քաղաքացիական օրենսգրքը օգտագործել է «գույք» հասկացությունը, սակայն, ինչպես նշում է պրոֆեսոր Ս. Բարսեղյանը, գույքը հավաքական հասկացություն է, որն իր մեջ ներառում է իր կամ իրերի համակցություն, նյութական արժեքներ, գույքային իրավունքներ, պարտականություններ, այդ թվում՝ բացառիկ իրավունքներ, ուստի ավելի նպատակահարմար է օգտագործել դեռևս հռոմեական իրավունքից եկող «իր» եզրույթը (տե՛ս Բարսեղյան Ս. Կ., Հայաստանի Հանրապետության քաղաքացիական իրավունք: Առաջին մաս. (երրորդ հրատարակություն)-երևանի պետ. համալս. - Երևան: Երևանի համալս. հրատ., 2006թ. - էջ 179):

⁷⁶ Տե՛ս Ս. Գ. Մեդրյան, Ոչ փաստաթղթային արժեթղթեր, իրավագիտություն հարցեր, Երևան, 2000, թիվ 34, էջ 61:

սեփականությունը իրավունքի և այլ իրային իրավունքներն օբյեկտներ, իսկ դրանց նկատմամբ իրավունքները չեն կարող պաշտպանվել վինդիկացիոն հայցի շրջանակներում⁷⁷: Ե. Ա. Սուխանովը նշում է, որ իրենց «նչփաստաթղթայինությունամբ» այդ արժեթղթերը չեն հանդիսանում արժեթղթեր իրենց իրական նշանակությունամբ: Այդպիսի արժեթղթերը հեղինակը անվանում է «էֆեկտներ», օգտագործելով Եվրոպական խորհրդարանի և Ֆինանսական գործիքների շուկայի խորհրդի 21.04.2004թ. թիվ 2004/39/EG դիրեկտիվում ներդրումային արժեթղթերի նկատմամբ լայնորեն օգտագործվող հասկացությունը (Markets in Financial Instruments Directive, MiFID)⁷⁸, և ընդգծում է, որ այս դեպքում խոսքը գնում է քաղաքացիական իրավունքների այլ օբյեկտի մասին (ценные права), որը թեև իրականացնում է արժեթղթերի համանման տնտեսական գործառնություններ, սակայն դրանց նկատմամբ կիրառելի է այլ իրավական կարգավորում⁷⁹: Վ. Ա. Բելովը գտնում է, որ ոչ թղթային արժեթղթերի հետ կապված հիմնական խնդիրը կայանում է նրա հակասություն մեջ արժեթղթերի ընդհանուր տեսություն և տրամաբանություն և ողջամտության կանոնների հետ⁸⁰: Նման մոտեցման կողմնակիցների մի մասը գտնում է, որ ոչ թղթային արժեթղթերի նկատմամբ ծագում են միայն պարտավորական իրավունքներ⁸¹, իսկ հեղինակների մյուս մասը

⁷⁷ Տե՛ս Лебедев К. К., Защита прав обладателей бездокументарных ценных бумаг (материально- и процессуально-правовые аспекты разрешения споров, связанных с отчуждением бездокументарных ценных бумаг, Москва: Волтерс Клувер, 2007, էջ 4:

⁷⁸ Տե՛ս <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?qid=1398325978410&uri=CELEX:02004L0039-20110104> :

⁷⁹ Տե՛ս Суханов Е. А., Российское гражданское право: Учебник: В 2 т. Т. I: Общая часть/ Отв. ред. Е. А. Суханов.-4-е изд., стереотип. – Москва: Статут, 2015, էջ 330:

⁸⁰ Տե՛ս Белов В.А. Ценные бумаги в российском гражданском праве / Под ред. проф. Е.А. Суханова: Вступит. ст. проф. Е.А. Суханова. Москва, 1996. էջ 128. Հեղինակը նույն տեսակետն է արտահայտել նաև իր հաջորդ հրատարակումներում՝ Белов В.А. 1) Бездокументарные ценные бумаги. - 3-е изд. - Москва: ЦентрЮрИнфоП, 2003, էջեր 80-93, 2) Еще раз о проблеме бездокументарных ценных бумаг// Правоведение. - 2008, N2, էջեր 211-231:

⁸¹ Տե՛ս Богустов А. А., Сравнительно-правовой анализ категорий «документарная ценная бумага» и «бездокументарная ценная бумага», Проблемы гражданского права и процесса: сборник научных статей.-Гродно: ГрГУ, 2012, էջեր 31-34:

գտնում է, որ այս դեպքում ոչ թղթային արժեթղթերի նկատմամբ ծագում են բացառիկ իրավունքներ, որոնք չլինելով իրային իրավունքներ, ապահովում են դրանց իրավատերերի իրավունքների ճանաչումը և պաշտպանությունը բոլոր այլ երրորդ անձանցից, որոնք իրավունք չունեն խախտել այս իրավունքների իրացումը⁸²: Ընդ որում՝ նշված «բացառիկ իրավունքները» հեղինակները փորձում են նմանեցնել ինտելեկտուալ սեփականության նկատմամբ ծագող իրավունքներին և նշում են, որ բացառիկ իրավունքներով են կարգավորվում ոչ միայն մտավոր գործունեության արդյունքների և դրանց հավասարեցված այլ օբյեկտների նկատմամբ առաջացող հարաբերությունները, այլ և քաղաքացիական իրավունքները, որոնք չեն արտացոլվում թղթային ձևով⁸³: Սակայն նույն մոտեցման կողմնակիցներից Ե.Ն.Ռեշետինան նշում է, որ մտավոր սեփականության և ոչ թղթային արժեթղթերի նմանությունը միայն դրսևորվում է արտաքնապես, քանի որ եթե մտավոր սեփականության դեպքում առկա է սուբյեկտիվ կապ դրանք ստեղծող անձի և մտավոր գործունեության արդյունքի միջև, ապա ոչ թղթային արժեթղթերը չունեն բացառիկության հատկանիշը, դրանք չեն ամրագրում առաջին իրավատիրոջ բացառիկ իրավունքներ, այլ կապ են ստեղծում դրանք թողարկողի հետ, որը չի կարող հանդիսանալ ֆիզիկական անձ⁸⁴:

Հակառակ մոտեցման համաձայն «ոչ թղթային» արժեթղթերի դեպքում թղթային կրիչի բացակայությունը հանդիսանում է միայն ամրագրման ձևի առանձնահատկություն և միայն այդ

⁸² Տե՛ս Лебедев К. К., Защита прав обладателей бездокументарных ценных бумаг (материально- и процессуально-правовые аспекты разрешения споров, связанных с отчуждением бездокументарных ценных бумаг, Москва: Волтерс Клувер, 2007, էջ 4:

⁸³ Տե՛ս նույն տեղում:

⁸⁴ Տե՛ս Решетина. Е. Н. Правовая природа корпоративных эмиссионных ценных бумаг. Москва 2005, էջ 45:

հանգամանքը չի կարող արժեթղթին գրկել իր
 իրավական կարգավիճակից⁸⁵: Նման մոտեցումը
 ներկայիս իրավակարգավորման պայմաններում
 առավել արդարացված է թվում: Նախ, ՀՀ
 օրենսդրությամբ ոչ թղթային արժեթղթերը
 հավասարեցված են թղթայիններին և դրանց
 նկատմամբ կիրառելի է թղթային արժեթղթերի համար
 սահմանված կանոնները, եթե այլ բան չի բխում նման
 ամրագրման առանձնահատկությունից: Ճիշտ է, այս
 դեպքում ևս ՀՀ օրենսդրությամբ որոշ դեպքերում
 ոչ հստակ նախադասություններ են ձևակերպված,
 որոնք կարող են տարընթերցումների տեղիք տալ,
 օրինակ՝ Քաղաքացիական օրենսգրքի 152-րդ հոդվածի
 1-ին մասի 2-րդ նախադասությունը սահմանում է.
*«Իրավունքներն ամրագրելու այդ ձևի (ոչ
 փաստաթղթային) նկատմամբ կիրառվում են
 արժեթղթերի համար սահմանված կանոնները, եթե
 այլ բան չի բխում նման ամրագրման
 առանձնահատկություններից»*: Նման կարգավորման
 տառացի մեկնաբանությունից կարող է բխել, որ
 իրավունքների ամրագրման այդ ձևը չի
 հանդիսանում արժեթուղթ, քանի որ ըստ այդ
 ձևակերպման ամրագրման ձևի նկատմամբ կիրառվում
 են արժեթղթերի կանոնները, բայց չէ որ այդ ձևը
 ինքնին արժեթուղթ է և դրան կատմամբ արդեն իսկ
 կիրառվում են արժեթղթերի կանոնները: Կամ
 Քաղաքացիական օրենսգրքի 955-րդ հոդվածի
 համաձայն. «Հավատարմագրային կառավարման
 օբյեկտ կարող են լինել անշարժ գույքի առանձին
 տեսակներ, *արժեթղթեր, ոչ փաստաթղթային
 արժեթղթերով հավաստված իրավունքներ*, բացառիկ

⁸⁵Տե՛ս Բушев А. Ю., Виндикация бездокументарных ценных бумаг: теория и судебно-арбитражная практика. Журнал
 Теория и Практика, Арбитражные споры N 2 (22)/ 2003, էջեր 87-109, Демушкина Е. Безналичные ценные бумаги—
 фикция или реальность// Журнал “Рынок ценных бумаг”. 1996. № 18 էջեր 68-72, № 19. էջեր 22-26, № 20
 էջեր 68-69,

իրավունքներն այլ գույք:» Այս դեպքում նույնպես հոդվածի շարադրումը թյուրըմբռնումներն է տալիս, այսպես՝ եթե ոչ թղթային արժեթուղթը նույնպես արժեթուղթ է, անտեղի է տարանջատել արժեթղթերը և ոչ փաստաթղթային արժեթղթերով հավաստված իրավունքները: Այս հարցի վերջնական պատասխանը տվել է «Արժեթղթերի շուկայի մասին» ԶՅ օրենքը, որի 3-րդ հոդվածի համաձայն. « (...) արժեթղթեր են համարվում Զայաստանի Զանրապետության քաղաքացիական օրենսգրքով, ինչպես նաև այլ օրենքներով սահմանված արժեթղթերը (անկախ դրա ձևից՝ թղթային կամ ոչ թղթային), (...): Այսպիսով՝ մեր օրենսդրության համաձայն թղթային և ոչ թղթային տարանջատումը համարվում է գուտ իրավունքների ամրագրման ձևի առանձնահատկություն: Նման մոտեցումը գերիշխող է աշխարհի շատ երկրների օրենսդրություններում: Օրինակ՝ Մեծ Բրիտանիայում 2001 թվականին ընդունված «Ոչ թղթային արժեթղթերի կանոնակարգը» նախատեսում է, որ Կանոնակարգի նպատակն է աջակցել, որ արժեթղթի նկատմամբ տիտղոսը հնարավոր լինի ներկայացնել և փոխանցել այլ կերպ, քան գրավոր փաստաթուղթն է, և ստեղծել հավելյալ հնարավորություններ՝ օգտագործելով էլեկտրոնային (համակարգչի վրա հիմնված) համակարգը»⁸⁶: Ընդ որում՝ արժեթղթի նյութական կրիչ ունենալու հանգամանքը միայն վերաբերում է արժեթղթի ձևին և կանոնակարգը հնարավորություն է ընձեռում ինչպես թղթային արժեթուղթը ապանյութականացնել (dematerialisation), այնպես էլ ոչ թղթային արժեթղթերը վերածել թղթայինի (rematerialisation)⁸⁷: Ի տալիս օրենսդրությամբ

⁸⁶ Տե՛ս The Uncertificated Securities Regulations 2001, Companies No. 3755, Էջ 3 http://www.legislation.gov.uk/uksi/2001/3755/pdfs/uksi_20013755_en.pdf):
⁸⁷ Տե՛ս նույն տեղում, Էջեր 22-24:

նախատեսված է, որ ֆինանսական գործիքները, որոնք պետք է մասնակցեն կարգավորվող շուկայում առևտրին չպետք է հանդես գան փաստաթղթային ձևով⁸⁸: Դանիայի կենտրոնական դեպոզիտարիայում գրանցված արժեթղթերը ապանյութականացված են և ստացել են համընդհանուր ճանաչում ստացած անվանում՝ «գրքում ներառված արժեթղթեր» (book-entry securities)⁸⁹: Ռուսաստանում գործող «Արժեթղթերի շուկայի մասին» օրենքի համաձայն՝ անվանական էմիսիոն արժեթղթերը պետք է թողարկվեն միայն ոչ թղթային ձևով, բացառությամբ օրենքով նախատեսված դեպքերի⁹⁰: Այդպիսի բացառություն նախատեսված է միայն պետական և մոնոպոլիստիկ անվանական արժեթղթերի վերաբերյալ⁹¹: Ընդ որում՝ Ռուսաստանում գործում էր արժեթղթի հասկացության ՅՅ քաղաքացիական օրենսգրքի 146-րդ հոդվածում կիրառվող տարբերակը, սակայն 02.07.2013թ. ՌԴ քաղաքացիական օրենսգրքի փոփոխությունների սահմանված ցերկոն հասկացություններում էլ թղթային, իսկ մյուսը ոչ թղթային արժեթղթերի համար: Այսպես՝ փաստաթղթային արժեթղթեր են հանդիսանում այն փաստաթղթերը, որոնք համապատասխանում են օրենքով սահմանված պահանջներին և հավաստում են պարտավորական և այլ իրավունքներ, որոնց իրականացումը կամ փոխանցումը հնարավոր է միայն այդ փաստաթղթերը ներկայացնելիս, իսկ ոչ փաստաթղթային արժեթղթեր են հանդիսանում այն պարտավորական և այլ

⁸⁸ Տե՛ս Legislative Decree No. 58 Of 24 February 1998 Consolidated Law On Finance Pursuant To Articles 8 and 21 Of Law No. 52 of 6 February 1996, հոդված 83-bis (http://www.consob.it/mainen/documenti/english/laws/fr_decree58_1998.htm#sdfnote1sym):

⁸⁹ Տե՛ս Note On Statutory Dematerialisation Across The European Union, էջ 3: http://ec.europa.eu/internal_market/financial-markets/docs/certainty/background/30_8_5_martinez-calcerrada_en.pdf

⁹⁰ Տե՛ս Федеральный закон от 22.04.1996 N 39-ФЗ (ред. от 30.12.2015) "О рынке ценных бумаг", գլուխ 6.1 (https://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_10148/):

⁹¹ Տե՛ս Федеральный закон Российской Федерации "Об особенностях эмиссии и обращения государственных и муниципальных ценных бумаг", 29.07.1998, N 136-ФЗ, հոդված 4 (<http://base.consultant.ru/cons/cgi/online.cgi?req=doc;base=LAW;n=131175;fld=134;dst=16;rnd=189271.6128952340222895;;ts=01892716302369614131749>):

իրավունքները, որոնք օրենքով սահմանված կարգով ամրագրված են թողարկողի թողարկման կամ այլ որոշմամբ, և որոնց իրականացումը և փոխանցումը հնարավոր է քաղաքացիական օրենսգրքի 149-րդ հոդվածով սահմանված կարգով ⁹²:

Այսպիսով՝ մենք նույնպես գտնում ենք, որ ոչ թղթային արժեթղթերը համարվում են արժեթղթեր, որի ուժով նաև քաղաքացիական իրավունքների օբյեկտներ են. գույք, որի նկատմամբ ծագում են իրային, մասնավորապես՝ սեփականության, գրավի իրավունքներ: Քաղաքացիական իրավունքի 163-րդ հոդվածի համաձայն՝ սեփականության իրավունքը քաղաքացիական իրավունքի սուբյեկտի՝ օրենքով և այլ իրավական ակտերով ճանաչված ու պահպանվող իրավունքն է՝ իր հայեցողությամբ տիրապետելու, օգտագործելու և տնօրինելու իրեն պատկանող գույքը: Տվյալ դեպքում, ինչպես վերը նշվեց, քաղաքացիական օրենսգրքի 132-րդ հոդվածի համաձայն՝ գույք է համարվում նաև արժեթուղթը, ուստի արժեթղթի, մասնավորապես նաև՝ ոչ թղթային արժեթղթերի նկատմամբ նույնպես ծագում է սեփականության իրավունք: Ընդ որում՝ ՅՅ վճռաբեկ դատարանը իր մի շարք որոշումներում վերահաստատում է Մարդու իրավունքների եվրոպական դատարանի մեկնաբանությունը սեփականության վերաբերյալ և նշում է, որ «սեփականություն» հասկացությունը բովանդակում է ոչ միայն ֆիզիկական բարիքների սեփականությունը, այլ և սեփականություն կարող են համարվել որոշ գույքային այլ իրավունքներ և շահեր, ինչպես նաև անվիճելի և կատարման ենթակա պահանջի իրավունքը ⁹³: Վերը նշվածի համաձայն

⁹² Տե՛ս ՌԴ քաղաքացիական օրենսգրք (մաս 2) 26.01.1996 N 14-Փ3 (<http://base.consultant.ru/cons/cgi/online.cgi?req=doc;base=LAW;n=182037>):

⁹³ Տե՛ս ՅՅ վճռաբեկ դատարանի 2010թ. դեկտեմբերի 3-ի թիվ ՎԴ/5086/05/09, ՎԴ/5087/05/09, ՎԴ/5088/05/09 վարչական գործերով կայացրած

ս Ե փ ա կ ան ո ւ թ յ ան ի ր ա վ ո ւ ն ք ի շ ր ջ ան ա կ ն ե ր ը ք ա վ ա կ ան ա չ ա փ ը ն դ ւ ա յ ն վ ո ւ մ Ե ն և ո ր պ Ե ս ս Ե փ ա կ ան ո ւ թ յ ո ւ ն կ ար ո ղ Ե ճ ա ն ա չ վ Ե ւ և պ ա շ տ պ ան վ Ե ւ ա յ ն պ ի ս ի պ ա հ ան ջ ը , ո ր ի կ ա տ ար մ ան Ե ն թ ա կ ա ւ ի ն Ե ւ ը ի ր ա վ ա ք ան ո ր Ե ն հ ս տ ա կ Ե ց վ ա ծ Ե : Ն մ ան պ ա յ մ ան ն Ե ր ո ւ մ ա ճ ար կ ա յ ա զ ո ւ ր կ Ե դ ա ճ ն ո ւ մ ա յ ն փ ա ս տ ար կ ը , ո ր ս Ե փ ա կ ան ո ւ թ յ ան ի ր ա վ ո ւ ն ք ի հ ա մ ար պ ար տ ա դ ի ր ա ն հ ր ա ժ Ե շ տ Ե ն յ ո ւ թ ա կ ան , գ ո յ ո ւ թ յ ո ւ ն ո ւ ն Ե ց ո ղ ի ր ի ա ճ կ ա յ ո ւ թ յ ո ւ ն ը : Լ . Ռ . Մ Ե ւ ի ք ջ ան յ ան ը , հ ա մ ա ձ ա յ ն Ե ւ ո վ ա յ ս տ Ե ս ա կ Ե տ ի հ Ե տ , ն շ ո ւ մ Ե , ո ր ար ժ Ե թ ղ թ Ե ր ը , ծ ա գ մ մ ք և գ ար գ ա ց մ մ ք պ ա յ մ ան ա վ ո ր վ ա ծ ւ ի ն Ե ւ ո վ ի ր Ե ն ց պ ար տ ա դ ի ր փ ա ս տ ա թ ղ թ ա յ ի ն ար տ ա հ ա յ տ վ ա ծ ո ւ թ յ ան հ Ե տ , չ Ե ն կ ար ո ղ հ ա մ ա պ ա տ ա ս խ ան Ե ւ ժ մ ան ա կ ա կ ի ց գ ի տ ա տ Ե խ ն ի կ ա կ ան պ ա հ ան ջ ն Ե ր ի ն , ո ւ ս տ ի ար ժ Ե թ ղ թ Ե ր ը ն ո ւ յ ն պ Ե ս պ ա տ մ ա կ ան գ ար գ ա ց մ մ ան հ Ե տ ն ան ք ո վ Ե ն թ ա կ ա Ե ն փ ո փ ո խ ո ւ թ յ ո ւ ն ն Ե ր ի ⁹⁴: Ա յ ս տ Ե ղ ար դ ի ա կ ան Ե ն ա ն մ Ե ջ ք Ե ր Ե ւ Ռ Ե ն Ե Ս ա վ ա տ յ Ե ի մ ի տ ք ը ա յ ն մ ա ս ի ն , ո ր ո չ ա վ ան դ ա կ ան , ո չ ն յ ո ւ թ ա կ ան գ ո ւ յ ք ի (бестелесное имущество) ա ճ ա ջ ա ց մ մ ան հ Ե տ մ Ե կ տ Ե ղ «ս Ե փ ա կ ան ո ւ թ յ ան ի ր ա վ ո ւ ն ք ի » ս կ գ ք ն ա կ ան ն շ ան ա կ ո ւ թ յ ո ւ ն ը ը ն դ ւ ա յ ն վ Ե ց : Ա յ դ պ ի ս ո վ փ ո ր ձ Ե կ ա տ ար վ ո ւ մ ց ո ւ յ ց տ ա ւ ի ր ա վ ո ւ ն ք ն Ե ր ի ա յ ն հ ա մ ա կ ց ո ւ թ յ ո ւ ն ը և ա մ ք ո ղ ջ ա կ ան ո ւ թ յ ո ւ ն ը , ո ր ն ա ն ձ ն ո ւ ն ի ա յ դ պ ի ս ի գ ո ւ յ ք ի ն կ ա տ մ մ ք ⁹⁵:

Բ ա ց ի ա յ դ , «Ա ր ժ Ե թ ղ թ Ե ր ի շ ո ւ կ ա յ ի մ ա ս ի ն » Յ Յ օ ր Ե ն ք ը ք ա գ մ ի ց ս կ ի ր ա ճ ո ւ մ Ե ար ժ Ե թ ղ թ Ե ր ի ս Ե փ ա կ ան ա տ Ե ր հ ա ս կ ա ց ո ւ թ յ ո ւ ն ը և ո ր Ե տ ար ա ն ջ ա տ ո ւ մ ա ճ կ ա չ Ե թ ղ թ ա յ ի ն կ ա մ ո չ թ ղ թ ա յ ի ն ար ժ Ե թ ղ թ Ե ր ի վ Ե ր ա ք Ե ր յ ա ւ : Ի ս կ ի ն չ վ Ե ր ա ք Ե ր ո ւ մ Ե ո չ թ ղ թ ա յ ի ն ար ժ Ե թ ղ թ Ե ր ի ն կ ա տ մ մ ք գ ր ա վ ի

ո ր ո շ ո ւ մ ն Ե ր ը , 2012 թ վ ա կ ան ի հ ո կ տ Ե մ ք Ե ր ի 19-ի թ ի վ Ե Ծ Դ /0177/02/11 ք ա ղ ա ք ա ց ի ա կ ան գ ո ր ծ ո վ կ ա յ ա ց ր ա ծ ո ր ո շ ո ւ մ ը :

⁹⁴Տ Ե ' ս Մ Ե ւ ի ք ջ ան յ ան Լ . Ռ ., Ա ր ժ Ե թ ղ թ Ե ր ի ք ն ո ւ թ ա գ ի չ հ ա տ կ ան ի շ ն Ե ր ը , Պ Ե տ ո ւ թ յ ո ւ ն և ի ր ա վ ո ւ ն ք , Ե ր ն ա ն , 2012, թ ի վ 1-2(55-56), Ե ջ 23:

⁹⁵Տ Ե ' ս Саватье Р. Теория обязательств/ Пер. с фр. Р. О. Халфиной. Издательство «Прогресс» Москва 1972 - Ե ջ 90:

իրավունքին, ապա քաղաքացիական օրենսգրքի 235-րդ հոդվածը ուղղակիորեն նշում է, որ ոչ փաստաթղթային ձևով թողարկված արժեթղթերի գրավի իրավունքը ծագում է իրավունքների գրառում կատարող անձի մոտ համապատասխան գրառում կատարելու պահից:

Այսպիսով՝ մեր կարծիքով նույնպես ոչ թղթային արժեթղթերը, այդ թվում՝ նաև ոչ թղթային պարտատոմսերը պետք է ունենան գույքի կարգավիճակ և դրանց նկատմամբ պետք է տարածվեն իրային իրավունքի նորմերը: Հակառակ պարագայում պետք է կասկածի տակ դնել ոչ միայն ոչ թղթային արժեթղթերի քաղաքացիական իրավունքների օբյեկտ լինելու հանգամանքը, այլ նաև թղթային դասական արժեթղթերինը, քանի որ դրանք ոչ այլ ինչ են, քան որոշակի գույքային իրավունքների հավաստում, ուղղակի թղթային ձևով: Այդ պատճառով է Ի. Ն. Բուտինան նշում, որ դասական արժեթղթերի վրա իրային իրավունքների տարածումը, օգտագործելով նրա փաստաթղթային հիմք ունենալը, ոչ այլ ինչ է, քան մեկ այլ «իրավաբանական-տեխնիկական հնարքի կիրառում»⁹⁶: Ուստի ոչ թղթային արժեթղթերը իրավական հնարանք համարելը չի կարող թղթային արժեթղթերից իրենց բնույթով տարբեր համարելու չափանիշ հանդիսանալ: Այստեղ կարելի է ասել գործ ունենք «վիրտուալ» արժեթղթերի հետ, որոնք բոլորի կողմից ճանաչվում է, դրանք ամրագրված են կազմակերպությունների կանոնադրությունների (բաժնետոմսեր) կամ թողարկման մասին որոշումներում, դրանց վերաբերյալ իրավունքները հիքսված են արժեթղթերի ռեեստրի վարումը և պահառություն

⁹⁶ С т ' и Бутина И.Н., *Акции как ценные бумаги и гражданско-правовая защита прав и законных интересов их владельцев: Автореферат дисс. ... к. ю. н.: Москва - 2007, էջ 7:*

իրականացնող անձի կողմից, դրանց վերաբերյալ կնքվում են առուվաճառքի և այլ պայմանագրեր, դրանք ընձեռում են մի շարք գույքային և ոչ գույքային իրավունքներ, սակայն դրանք հնարավոր չէ ցույց տալ կամ շոշափել: Ոչ թղթային արժեթղթերը իրավական հնարանք համարելը կարելի է դիտարկել իրավաբանական ֆիկցիայի տեսուության շրջանակներում, որի համաձայն գոյություն չունեցող հանգամանքը դիտարկվում է իբրև գոյություն ունեցող և ընդունվում է բոլորի կողմից⁹⁷: Այս տեսությունը իր զարգացումը ստացավ Ֆ. Կ. Սավանյիի կողմից 19-րդ դարի սկզբին իրավաբանական անձանց էությունը բացահայտելու հետևանքով⁹⁸: Սահենց նոր, ոչ նյութական, այսպես կոչված «ոչ մարմնական» գույքն է, որը, մեր կարծիքով, պետք է համարվի իր և կարգավորվի իրային իրավունքի նորմերով:

Ինչպես նշվեց, մեր օրենսդրությամբ ամբողջովին ընդունվում է ոչ թղթային արժեթղթերի միանմանությունը թղթայինների հետ (բացառությամբ նման ամրագրումից բխող առանձնահատկություններից), սակայն առկա են որոշ դրույթներ որտեղ պետք է հստակեցվի այդ մոտեցումը: Ինչպես վերը նշվեց, Քաղաքացիական օրենսգրքի 152-րդ հոդվածի 1-ին մասի 2-րդ նախադասությունը, ինչպես նաև գույքի հավատարմագրային կառավարման վերաբերյալ Քաղաքացիական օրենսգրքի գլխի նորմերում անհրաժեշտ է կատարել հստակեցումներ: Նախ. առաջարկում ենք Քաղաքացիական օրենսգրքի 152-րդ հոդվածի 1-ին մասի 2-րդ նախադասությունը շարադրել հետևյալ խմբագրությամբ՝

«Իրավունքներն ամրագրելու այդ ձևի նկատմամբ

⁹⁷Տե՛ս Танимов О.В. Развитие юридических фикций в эпоху Нового времени // Право. Журнал Высшей школы экономики. 2014. № 4, էջ 4:

⁹⁸Տե՛ս նույն տեղում, էջեր 5-9:

կիրառվում են **թղթային ձևով թողարկված** արժեթղթերի համար սահմանված կանոնները, եթե այլ բան չի բխում նման ամրագրման առանձնահատկություններից»: Իսկ ինչ վերաբերում է գույքի հավատարմագրային կառավարման գլխին, ապա առաջարկում ենք Քաղաքացիական օրենսգրքի 955-րդ հոդվածից հանել «*նչ փաստաթղթային արժեթղթերով հավաստված իրավունքներ*» բառերը, քանի որ մինչ այդ նշված է, որ հավատարմագրային կառավարման օբյեկտ կարող են լինել արժեթղթերը: Առաջարկում ենք հանել նաև օրենսգրքի 967-րդ հոդվածի 4-րդ մասը, որի համաձայն՝ *Սույն հոդվածի կանոնները համապատասխանաբար կիրառվում են նաև չ փաստաթղթային արժեթղթերով հավաստված իրավունքների նկատմամբ (հոդված 152)*, քանի որ հոդվածը վերաբերում է արժեթղթերին, որը ներառում է նաև չ թղթային արժեթղթերը և դրանցով հավաստված իրավունքները: Առաջարկում ենք նաև միասնականացնել Քաղաքացիական օրենսգրքի կողմից կիրառվող «*նչ փաստաթղթային*» և «*Արժեթղթերի շուկայի մասին*» ՀՀ օրենքի կողմից կիրառվող «*նչ թղթային*» հասկացությունները: Ինչպես արդեն վերևում հիշատակվել է, մեր կողմից նախապատվություն է տրվում «*նչ թղթային*» եզրին, քանի որ «*նչ փաստաթղթային*» փաստաթղթի դեպքում, որպիսիս է արժեթուղթը, հանգում ենք տրամաբանական հակասության:

Ինչ վերաբերում է պարտատոմսի վավերապայմաններին, ապա պետք է նշել, որ Քաղաքացիական օրենսգրքը այս դեպքում էլ չի սահմանում, թե ինչ պետք է հասկանալ վավերապայմաններ ասելով: Վավերապայմաններ ասելով՝ սովորաբար նկատի ունենք այն տեղեկությունները, որոնք անհատականացնում են տվյալ արժեթուղթը, ինչպես նաև այն չափանիշները,

որոնց հետ իրավաստեղծ մարմինը կապել է տվյալ փաստաթղթի՝ որպես արժեթուղթ, հանդես գալու հնարավորությունը: Այստեղ նորից պետք է առանձնացնել թղթային և ոչ թղթային պարտատոմսերի վավերապայմանները: «Բաժնետիրական ընկերությունների մասին» ՀՀ օրենքի 40-րդ հոդվածի 5-րդ մասի համաձայն՝ պարտատոմսը պատրաստվում է տպագրական եղանակով և պետք է պարունակի հետևյալ տեղեկությունները՝ ա) «Պարտատոմս» անվանումը և հերթական համարը. բ) ընկերության պետական գրանցման տվյալները, լրիվ ֆիրմային անվանումը և գտնվելու վայրը. գ) կանոնադրական կապիտալի չափը. դ) թողարկման ժամկետը. ե) պարտատոմսի անվանական արժեքը. զ) այդ տեսակի պարտատոմսերի թողարկված քանակը և գումարային անվանական արժեքի չափը. է) պարտատոմսերի մարման ժամկետը, մարվող գումարը և վճարվող տոկոսադրույքները կամ դրանց հաշվարկման կարգը, տոկոսադրույքների վճարման կարգը. ը) անվանական պարտատոմսերի համար՝ պարտատոմսի սեփականատիրոջ լրիվ անվանումը (\$իզիկական անձանց համար՝ անունը). թ) խորհրդի նախագահի և գլխավոր հաշվապահի կամ ֆինանսական հարցերով գբաղվող տնօրենի ստորագրությունը (կամ ֆաքսիմիլային վերարտադրությունը). ժ) պարտատոմսի ձևը և դրա հետ կապված իրավունքները, այդ թվում՝ փոխարկվող պարտատոմսերի համար՝ ընկերության բաժնետոմսերի փոխարկման իրավունքը. ժա) ընկերության կնիքի դրոշմվածքը:

Վերը նշված նորմը նախնառաջ սահմանում է, որ բաժնետիրական ընկերության կողմից թողարկված պարտատոմսերը թողարկվում են միայն տպագրական եղանակով, սակայն, ինչպես արդեն քննարկել ենք, պարտատոմսերի մեծ մասը ՀՀ-ում չեն կարող

թողարկվել թղթային եղանակով: Ուստի պետք է վերացնել այս հակասությունը, հանել այն դրոյթը, որի համաձայն պարտատոմսերը թողարկվում են տպագրական եղանակով և սահմանել, որ Ընկերության կողմից թողարկված թղթային պարտատոմսերը պետք է պարունակեն նշված վավերապայմանները: Բացի այդ, պարտադիր վավերապայմաններից է սահմանվել պարտատոմսի վրա ընկերության կնիքի դրոշմվածքը, սակայն 2008 թվականի դեկտեմբերի 26-ին «Բաժնետիրական ընկերությունների մասին» ՀՀ օրենքում կատարված փոփոխությունների ֆաժնետիրական ընկերությունները պարտավոր չեն, այլ կարող են ունենալ կնիք, ուստի գտնում ենք, որ պետք է պարտադիր վավերապայմաններից հանել կնիքի դրոշմվածքի առկայությունը պահանջը: Ինչպես ստեսնում ենք, վերևում վկայակոչված հոդվածի 5-րդ մասի ժ) կետում որպես վավերապայման նշված է պարտատոմսի ձևը *և դրա հետ կապված իրավունքները*, այդ թվում՝ փոխարկվող պարտատոմսերի համար՝ Ընկերության ֆաժնետոմսերի փոխարկման իրավունքը: Այստեղ պետք է հասկանալ, թե ինչ նկատի ունի օրենսդիրը՝ պարտատոմսի ձևասելով: Ինչպես սույն պարագրաֆի սկզբնամասում արդեն բացահայտվեց պարտատոմսի ձևը դրա թղթային կամ չթղթային լինելն է, սակայն այս կետում, կարծես թե, պարտատոմսի ձևասելով օրենսդիրը դանկատի չի ունեցել, քանի որ նախ, ինչպես նշվեց, մինչ այդ սահմանված է արդեն, որ պարտատոմսը սահմանվում է տպագրական եղանակով: Բացի այդ, հոդված այս կետը նշում է, որ պետք է սահմանվի պարտատոմսի ձևը և դրա

⁹⁹Տե՛ս «Բաժնետիրական ընկերությունների մասին» Հայաստանի Հանրապետության օրենքում փոփոխություններ եվ լրացում կատարելու մասին» ՀՀ օրենքի 1-ին հոդված, ընդունված 26.12.2008թ., ուժի մեջ մտած 14.02.2009թ., ՀՀ ՊՏ 2009.02.04/7(673) Հոդ.129, ՀՕ-40-Ն:

հետ կապված իրավունքները, այդ թվում փոխարկման իրավունքը, սակայն *դրա (ձևի) հետ կապված իրավունքները* որպես այդպիսին առանձնացված չեն, ինչպես նշված է հոդվածի այդ կետում, և ամենևին էլ թղթային կամ ոչ թղթային լինելու հետ կապված իրավունք չի կարող համարվել բաժնետոմսի փոխարկվելու իրավունքը: Ամեն դեպքում գտնում ենք, որ պարտատոմսի ձևի վերաբերյալ նշումը չպետք է հենց նշվի պարտատոմսում, քանի որ դրանից արդեն իսկ երևում է այն թղթային է, թե ոչ թղթային, այդ հանգամանքը պետք է նշել թողարկման որոշմամբ, ուստի գտնում ենք, որ այս կետը պետք է վերածնակեցվի՝ հանելով ձևի մասին պահանջը և թողնելով այն հատուկ իրավունքների վերաբերյալ նշումը (փոխարկվող և այլն), որը պարտատոմսը կարող է պարունակել:

Խնդիրը ավելի բարդ է ոչ թղթային պարտատոմսերի վավերապայմանների հետ կապված: «Արժեթղթերի շուկայի մասին» ՀՀ օրենքի 176-րդ հոդվածի համաձայն՝ Կենտրոնական դեպոզիտարիան որպես կենտրոնացված պահառու ապանյութականացնում է արժեթղթերը և վարում դրանց հաշիվները: Կենտրոնական բանկի խորհրդի կողմից 16.10.2012թ. ընդունված կանոնակարգ 5/10-ի¹⁰⁰ 10-րդ կետի համաձայն՝ Արժեթղթերի հաշվառման համակարգում թողարկողի և նրա կողմից թողարկված արժեթղթերի վերաբերյալ գրանցվում է հետևյալ տեղեկատվությունը՝

1) թողարկողի անվանումը, գտնվելու վայրը, փոստային հասցեն, կապի միջոցները, պետական գրանցում շնորհած երկիրը, հարկ վճարողի հաշվառման համարը (իսկ դրա բացակայության դեպքում

¹⁰⁰ Տե՛ս ՀՀ կենտրոնական բանկի խորհրդի կողմից 16.10.2012թ. ընդունված «Արժեթղթերի կենտրոնացված ռեեստրավարման և պահառության կարգը» կանոնակարգ 5/10-ը հաստատելու և Հայաստանի Հանրապետության կենտրոնական բանկի խորհրդի 2011 թվականի մարտի 1-ի թիվ 44-ն որոշումն ուժը կորցրած ճանաչելու մասին» թիվ 272 նորոշում:

համապատասխան պետական մարմնի կողմից տրված նույնականացման այլ համարը),

2) արժեթղթերի տեսակը (դասը), տարբերակիչ ծածկագիրը (առկայության դեպքում), անվանական արժեքը (առկայության դեպքում), տեղաբաշխված արժեթղթերի քանակը (ծավալը),

3) արժեթղթերի սեփականատերերի վերաբերյալ՝ ա. անունը և ազգանունը, իսկ իրավաբանական անձ սեփականատիրոջ դեպքում՝ լրիվ անվանումը, բ. անձը (ինքնուրույնը) հաստատող փաստաթղթի սերիան, համարը, իսկ իրավաբանական անձ սեփականատիրոջ դեպքում՝ հարկ վճարողի հաշվառման համարը, իսկ դրա բացակայության դեպքում՝ համապատասխան պետական մարմնի կողմից տրված նույնականացման այլ համարը, գ. բնակության վայրը, իսկ իրավաբանական անձ սեփականատիրոջ դեպքում՝ գտնվելու վայրը, փոստային հասցեն,

4) Կենտրոնական դեպոզիտարիայի կանոններով նախատեսված այլ տեղեկություններ:

Սրանք այն տեղեկություններն են, որոնք գրանցվում են ոչ թղթային արժեթղթերի վերաբերյալ Կենտրոնական դեպոզիտարիայի կողմից: Այստեղ պետք է որոշել՝ արդյոք այս տեղեկություններն են հենց հանդիսանում Քաղաքացիական օրենսգրքի օգտագործած պարտադիր վավերապայմանները: Այլ կերպ ասած՝ կարող ենք նշել, թե այս տեղեկություններից որևէ մեկի բացակայությունը կարող է հանգեցնել արժեթղթի առջնչության: Հարցի պատասխանելու համար անհրաժեշտ է հասկանալ պարտադիր վավերապայմանների էությունը և դերը: Պարտադիր վավերապայմանը այն հատկանիշներից մեկն է, որով օրենքը որոշում է թողարկողի մտադրությունը թողարկվող փաստաթղթին տալ արժեթղթի կարգավիճակ, թե ոչ: Այս կամ այն արժեթղթի վավերապայմանի սահմանումը ունի զուտ պայմանական նշանակություն և օրենսդրի կողմից իրականացվում է՝ հաշվի առնելով այն հարաբերությունների բնույթը, որոնք ստեղծվում են արժեթղթով, և նկատի ունենալով գործնական կիրառության որոշ հարցեր¹⁰¹: Մեր կարծիքով, արժեթղթի վավերապայմանները օրենսդրի կողմից

¹⁰¹ Տե՛ս Ագարկով Մ.Մ. Учение о ценных бумагах - Москва: Финансовое издательство НКФ СССР, 1927, էջ 18:

պարտադիր են համարվում և դրանց բացակայությունը հանգեցնում է արժեթղթի առնչվածության՝ նպատակ ունենալով հստակ տարանջատել արժեթղթերը՝ նախ քաղաքացիական շրջանառության մյուս փաստաթղթերից, այնուհետև նաև մի արժեթուղթը մյուսից: Յետևաբար արժեթղթերի պահառուի մոտ առկա տեղեկությունների ցանկը բոլոր էմիսիոն արժեթղթերի համար չի կարող համարվել վավերապայման (ռեկվիզիտ): Գտնում ենք, որ ոչ թղթային արժեթղթերի համար չպետք է սահմանել պարտադիր վավերապայմաններ, քանի որ դրանք վերցվում են պահառության և ներառվում են հաշիվներում լիցենզավորվող մարմինների կողմից՝ այդպիսով իսկ անցնելով արժեթուղթ հանդիսանալու հավաստիության թեստը: Իսկ ուղղակի թղթային արժեթղթերի համար սահմանված վավերապայմանների տարածումը ոչ թղթայինների վրա կհանգեցնի տրամաբանական հակասության, քանի որ դրանցում կան նշումներ, որոնք անհամատեղելի են արժեթղթի ոչ թղթային բնույթին (օրինակ՝ խորհրդի նախագահի և գլխավոր հաշվապահի կամ \$ինանսական հարցերով զբաղվող տնօրենի ստորագրությունները (կամ \$աքսիմիլային վերարտադրությունները)): Ուստի գտնում ենք, որ պարտադիր վավերապայմանների վերաբերյալ Քաղաքացիական օրենսգրքի նորմերը վերաբերում են միայն թղթային արժեթղթերին և այդ վավերապայմանների բացակայությունը կարող է անվավեր դարձնել միայն թղթային արժեթղթերը, իսկ ոչ թղթային արժեթղթերը կարող են անվավեր ճանաչվել միայն պարտատոմսի ձևին առնչվող պահանջները չպահպանելու դեպքում (օրինակ՝ ըստ ներկայացնողի ոչ թղթային պարտատոմսի թողարկման դեպքում), իսկ պարտադիր վավերապայմաններ որպես այդպիսին ոչ թղթային արժեթղթերը չունեն: Ուստի առաջարկում ենք «Բաժնետիրական ընկերությունների մասին» ՀՀ օրենքի 40-րդ հոդվածի 5-րդ մասը փոխարինել 5-րդ և 5.1-րդ կետերով հետևյալ խմբագրություններով՝

5. Պարտատոմսը թողարկվում է թղթային կամ ոչ թղթային ձևերով:

5.1. Թղթայի ն պարտատոմսը պատրաստվում է տպագրական եղանակով և պետք է պարունակի հետևյալ տեղեկությունները՝

- ա) «Պարտատոմս» անվանումը և հերթական համարը .
- բ) Ընկերության պետական գրանցման տվյալները, լրիվ ֆիրմայի անվանումը և գտնվելու վայրը .
- գ) Կանոնադրական կապիտալի չափը .
- դ) Թողարկման ամսաթիվը .
- ե) պարտատոմսի անվանական արժեքը .
- զ) այդ տեսակի պարտատոմսերի թողարկված քանակը և գումարային անվանական արժեքի չափը .
- է) պարտատոմսերի մարման ժամկետը, մարվող գումարը և (կամ) վճարվող տոկոսադրույքները կամ դրանց հաշվարկման կարգը, տոկոսների վճարման կարգը .
- ը) անվանական պարտատոմսերի համար՝ պարտատոմսի սեփականատիրոջ լրիվ անվանումը (ֆիզիկական անձանց համար՝ անունը) .
- թ) խորհրդի նախագահի և գլխավոր հաշվապահի կամ ֆինանսական հարցերով զբաղվող տնօրենի ստորագրությունները (կամ ֆաքսիմիլային վերարտադրությունները) .
- ժ) պարտատոմսում սահմանված հատուկ իրավունքները, այդ թվում՝ փոխարկվող պարտատոմսերի համար՝ Ընկերության բաժնետոմսերի փոխարկման իրավունքը (դրանց առկայություն դեպքում):

**Գ Լ ՈՒ Խ 2. Պ Ա Ր Տ Ա Տ Ո Մ Ս Ե Ր Ի Թ Ո Ղ Ա Ր Կ ՈՒ Մ Ը Ե Վ
Շ Ր Ջ Ա Ն Ա Ռ ՈՒ Թ Յ ՈՒ Ն Ը**

**§ 2.1. Պարտատոմսերի թողարկման կարգը և
առանձնահատկությունները**

Պարտատոմսերը ստեղծվում են թողարկումների միջոցով: Թողարկման հասկացությունը սահմանում է «Արժեթղթերի շուկայի մասին» ՀՀ օրենքը, որի 3-րդ հոդվածի 16-րդ կետը սահմանում է. «*արժեթուղթ թողարկելն առանձին գործողությունների ամբողջությունն է՝ որն ընդգրկում է նաև ներքին արժեթղթերի համախմբի առաջացմանը: Արժեթղթերի թողարկումը թողարկողի միևնույն որոշման հիման վրա, սակայն տարբեր ժամանակահատվածներում (սերիաներով) համարվում է մեկ թողարկում*»:¹⁰² Այսինքն՝ թողարկելը համարվում է արժեթղթերի համախմբի առաջացումը կամ այլ կերպ ասած թողարկմամբ ստեղծվում են էմիսիոն արժեթղթերը, որոնք հիմնականում ստեղծվում են խմբի կամ ինչպես օրենքն է օգտագործում համախմբի միջոցով: Արժեթղթերի թողարկման իրավական բնույթի հետ կապված գրականության մեջ արտահայտվել են տարբեր կարծիքներ, այսպես՝ Մ. Ի. Բրագինսկի արժեթղթերի թողարկումը համարում է միակողմ գործարք այնպես, ինչպես կտակը¹⁰²: Դրան հակառակ Ի. Վ. Ռեդկինը գտնում է, որ թողարկումը իրավական տեսանկյունից հանդիսանում է միակողմ կերպով գործարքների, ինչպես նաև վարչական ակտերի ամբողջություն, որոնք իրականացվում են օրենսդրությամբ սահմանված ձևով և

¹⁰² Տե՛ս Բրագինский М.И., Витрянский В.В. Договорное право. Общие положения. Москва: Статут, 1997. էջ 13:

հաջորդականությունը, և որոնք միավորված են արժեթղթերը շրջանառության մեջ դնելու թողարկողի միասնական կամքով¹⁰³: Քանի որ արժեթղթերի թողարկումը դիտվում է իբրև արժեթղթերի համախմբի առաջացում, ուստի արժեթղթերի թողարկման իրավական բնույթի հետ կապված հարցը սերտորեն կապված է այն խնդրի հետ, թե որ իրավաբանական փաստն է առաջացնում իրավունքներ և պարտականություններ արժեթղթերով ընդհանրապես, իսկ տվյալ դեպքում նաև պարտատոմսերով: Այս հարցի վերաբերյալ ձևավորվել են մի շարք տեսություններ: Փորձենք հակիրճ անդրադառնալ հիմնական տեսություններին: *Պայմանագրային տեսություն (Vertragstheorie)* համաձայն՝ արժեթղթով պարտավորության առաջացման հիմք է համարվում պայմանագիրը, որը կնքվում է արժեթուղթը ստեղծողի և դրա առաջին ձեռք բերողի միջև¹⁰⁴: Ընդ որում՝ արժեթղթով իրավունքների առաջացման համար հիմք չէ թողարկողից արժեթղթի անցումը մեկ այլ անձի, այլ անհրաժեշտ է հենց պայմանագրի առկայությունը, որը կհավաստի երկու կողմերի կամարտահայտությունը: Այս տեսության կողմնակիցների մի մասը գտնում է, որ այդ պայմանագիրը կնքվում է միայն հոգուտ առաջին ձեռք բերողի, ուստի արժեթղթի մյուս բոլոր ձեռք բերողները հանդիսանում են առաջինի իրավահաջորդները, իսկ պայմանագրային տեսության կողմնակիցների մյուս մասի տեսակետի համաձայն՝ արժեթուղթը կազմողի և դրա առաջին ձեռք բերողի միջև պայմանագիրը միաժամանակ կնքվում է նաև հոգուտ մյուս բոլոր ձեռք

¹⁰³ Տե՛ս Բ. Բ. Редькин И. В. Меры гражданско-правовой охраны прав участников отношений в сфере рынка ценных бумаг. ФИД "Деловой экспресс", Москва, 1997. Էջ 21:

¹⁰⁴ Տե՛ս Բ. Բ. Чуваков В. Б. Правовая природа ценных бумаг, Дисс. ... к.ю.н., Ярославль - 2004, Էջ 61:

բ Ե ր ո ղ ն Ե ր ի ¹⁰⁵: Պայմանագրային տեսությունը տեսականորեն բացառում է արժեթղթով իրավունքների և պարտականությունների առաջացումը առանց պայմանագրի: Նման դեպքում բաց է մնում այն հարցը, թե ինչպես են արժեթուղթ համարվում ըստ ներկայացնողի արժեթղթերը, որոնք դուրս են եկել դրա թողարկողի տիրապետումից անկախ նրա կամքից (օրինակ՝ գողացվել են) և ձեռք են բերվել բարեխիղճ ձեռք բերողի կողմից: Ինչպես գիտենք՝ Քաղաքացիական օրենսգրքի 275-րդ հոդվածի 3-րդ մասը սահմանում է, որ դրամական միջոցները, ինչպես նաև ըստ ներկայացնողի արժեթղթերը չեն կարող հետ պահանջվել բարեխիղճ ձեռք բերողից, այսինքն՝ դրանք գործող են և պետք է դրանցով նախատեսված պարտավորությունները կատարվեն, եթե նույնիսկ բարեխիղճ ձեռք բերողն այն ձեռք բերել արժեթուղթը հափշտակած անձից: Այս դեպքը պայմանագրային տեսությամբ բաց է մնում և դրա առաջարկած մեխանիզմը այս դեպքում չի գործում: Չաջորդ տեսությունը ստեղծման կամ կրեացիայի տեսությունն է (Kreationstheorie)¹⁰⁶, որի համաձայն՝ արժեթղթով պարտավորությունների առաջացման հիմքը հանդիսանում է արժեթղթի ստեղծումը, որը իրենից ներկայացնում է միակողմ գործարք: Այլ կերպ ասած՝ արժեթուղթը ստեղծողը ստանձնում է պարտավորություն միայն իր գործողությունների արդյունքում, դրա ստորագրման պահից նա պարտավորվում է կատարել պարտավորությունը բոլոր այն ներկայացնողների օգտին: Կրեացիայի տեսության համաձայն՝ քանի որ ստեղծողի պարտականության հիմքն է հանդիսանում միայն իր կողմից արժեթուղթը ստեղծելը, ապակարելի է ասել, որ այդ պարտականությունը համարվում է առկա

¹⁰⁵Տ Ե՛ ս Կրաշեննիկով Ե. Ա. Ценные бумаги на предъявителя. Журнал "Правоведение"/1996/№ 1, Ярославль, 1995. Էջ 56-57:

¹⁰⁶Տ Ե՛ ս Կուваков В. Б. Правовая природа ценных бумаг, Дисс. ... к.ю.н., Ярославль - 2004, Էջ 64:

արժեթղթի ստորագրման պահին: Իսկ այդ դեպքում արժեթուղթը ստեղծողի մոտ գտնվելու ժամանակ մինչև առաջին ձեռք բերողին անցնելը ստեղծողի պարտականությանը համապատասխան առկա չէ որևէ անձի որևէ իրավունք, ինչը, իր հերթին, հակասում է համընդհանուր ճանաչում ունեցող այն սկզբունքին, որ իրավունքին համապատասխան գործում է պարտականությունը և հակառակը: Այդ կապակցությամբ Գ. Ֆ. Շերշենևիչը նշում է, որ իրավունքին միշտ համապատասխանում է պարտականությունը, մեկի մասին պատկերացումը անխզելիորեն կապված է մյուսի մասին պատկերացման հետ¹⁰⁷: Իսկ Օ.Ս. Իոֆֆեն նշում է, որ լինելով բովանդակային առումով միմյանց հակադիր՝ սուբյեկտիվ իրավունքը և իրավական պարտականությունը գտնվում են անխզելի դիալեկտիկական միասնության մեջ¹⁰⁸: Ընդ որում՝ իրավունքը և պարտականությունը առաջանում են միաժամանակ և հիմնվում են միևնույն իրավաբանական փաստի վրա¹⁰⁹: Կրեացիայի տեսության հիմքի վրա առաջացավ թողարկման տեսությունը (Emissionstheorie)¹¹⁰, որի համաձայն՝ արժեթղթով իրավունքներն և պարտականություններն առաջացման համար անհրաժեշտ է, որ այն ստեղծողի կողմից բացի ստեղծելուց նաև դուրս բերվի շրջանառության: Ընդ որում՝ շրջանառության մեջ արժեթղթի գտնվելու հիմքը չի համարվում պայմանագիրը, այլ ստեղծողի միակողմանի կամային ակտը, որի համաձայն արժեթուղթը ազատ է շրջանառության համար և այն կարող է ստանալ

¹⁰⁷ Г.Ф. Шершеневич. Учебник русского гражданского права (по изданию 1907 г.) / Вступительная статья, Е.А. Суханов. – Москва: Фирма «СПАРК», 1995. – էջեր 56-61:

¹⁰⁸ С т ´ у Иоффе О.С. Правоотношение по советскому гражданскому праву. Ленинград: Из-во Ленинградского ун-та, 1949. – էջ 62:

¹⁰⁹ С т ´ у Крашенинников Е. А. Ценные бумаги на предъявителя. Журнал "Правоведение"/1996/№ 1, Ярославль, 1995 էջ 58-59:

¹¹⁰ С т ´ у Коршунова Ж. В. Облигации как вид ценных бумаг по законодательству Российской Федерации, Дисс. ... к.ю.н., Санкт-Петербург 2008, էջ 92:

յ ու ր ա ք ա ն չ յ ու ր ը , ն ու յ ն ի ս կ ` ա ն գ ո Ր ծ ու ն ա կ ը ¹¹¹: Այ ս տե ս ու թ յ ու ն ը ն ու յ ն թ եր ու թ յ ու ն ն եր ո վ է օ ժ տ վ ա ծ , ի ն չ կ ր ե ա ց ի ա յ ի տե ս ու թ յ ու ն ը , ք ա ն ի ո Ր ար ժ ե թ ղ թ ո վ ի ր ա վ ու ն ք ն եր ի ս տե ղ ծ ու մ ը կ ա պ ու մ է ար ժ ե թ ղ թ ի թ ո ղ ար կ մ ա ն և շ Ր ջ ա ն ա ռ ու թ յ ա ն մ ե ջ գ տ ն վ ե լ ու , ք ա յ ց ո չ ար ժ ե թ ու ղ թ ը ս տե ղ ծ ո ղ ի ց տ ար ք եր վ ո ղ մ ե կ ա յ լ ա ն ձ ի կ ո ղ մ ի ց ձ ե ռ ք ք եր ե լ ու հ ե տ ¹¹²: Թ ո ղ ար կ ու մ ը ի ն ք ն ի ն չ ի պ ար տ ա վ ո Ր ե ց ն ու մ ա յ ն թ ո ղ ար կ ո ղ ի ն : Ա ն հ ր ա ժ ե շ տ է ար ժ ե թ ղ թ ի ա ն ց ու մ ը մ ե կ ա յ լ ա ն ձ ի , ո Ր ը կ հ ա ն դ ի ս ա ն ա ար ժ ե թ ղ թ ո վ հ ա վ ա ս տ վ ո ղ ի ր ա վ ու ն ք ի կ Ր ո ղ ը ¹¹³:

Վ եր ը ն շ վ ա ծ տե ս ու թ յ ու ն ն եր ի ց ք ա ց ի կ ա ն ա ն ձ ե ռ ք ք եր մ ա ն տե ս ու թ յ ու ն ը , ո Ր ի հ ա մ ա ձ ա յ ն ար ժ ե թ ղ թ ո վ ի ր ա վ ու ն ք ն եր ը և պ ար տ ա կ ա ն ու թ յ ու ն ն եր ը ծ ա գ ե լ ու հ ա մ ար ա ն հ ր ա ժ ե շ տ է եր կ ու ն ա խ ա պ ա յ մ ա ն . 1. պ ա տ շ ա ճ ձ ն ո վ կ ա գ մ վ ա ծ ար ժ ե թ ղ թ ի ա ն կ ա յ ու թ յ ու ն , 2. դ Ր ա ձ ե ռ ք ք եր ու մ ար ժ ե թ ու ղ թ ը ս տե ղ ծ ո ղ ի ց տ ար ք եր վ ո ղ մ ե կ ա յ լ ա ն ձ ի կ ո ղ մ ի ց ¹¹⁴: Այ ս եր կ ու ն ա խ ա պ ա յ մ ա ն ն եր ի ց ո Ր և է մ ե կ ի ք ա ց ա կ ա յ ու թ յ ու ն ը չ ի հ ա ն գ ե ց ն ու մ ար ժ ե թ ղ թ ո վ ի ր ա վ ու ն ք ն եր ի և պ ար տ ա կ ա ն ու թ յ ու ն ն եր ի ծ ա գ մ ա ն : Ը ն դ ո Ր ու մ ` կ ա պ չ ու ն ի թ ե ի ն չ մ ի ջ ո ց ո վ է ար ժ ե թ ու ղ թ ը հ ա յ տ ն վ ե լ շ Ր ջ ա ն ա ռ ու թ յ ա ն մ ե ջ : Ե թ ե ա յ ն դ ու Ր ս է ե կ ե լ ս տե ղ ծ ո ղ ի տ ի Ր ա պ ե տ ու մ ի ց ն Ր ա կ ա մ ք ո վ , ա պ ա ար ժ ե թ ղ թ ի ձ ե ռ ք ք եր մ ա ն հ ի մ ք ը հ ա մ ար վ ու մ է պ ա յ մ ա ն ա գ ի Ր ը ` ար ժ ե թ ու ղ թ ս տե ղ ծ ո ղ ի և ա յ ն ձ ե ռ ք ք եր ո ղ ի մ ի ջ և , ի ս կ ե թ ե ար ժ ե թ ու ղ թ ը դ ու Ր ս է ե կ ե լ ն Ր ա ս տե ղ ծ ո ղ ի տ ի Ր ա պ ե տ ու մ ի ց ի Ր կ ա մ ք ի ց ա ն կ ա խ ,

¹¹¹Տ ե ` ս Կրաշենников Е. А. Ценные бумаги на предъявителя. Журнал "Правоведение"/1996/№ 1, Ярославль, 1995 է ջ 61:

¹¹²Տ ե ս ն ու յ ն տե ղ ու մ , է ջ 61:

¹¹³Կ ա ն ն ա ն ա վ ե լ ի ք ի չ հ ա յ տ ն ի ա յ լ տե ս ու թ յ ու ն ն եր (օ Ր ի ն ա կ ` Rechtsscheintheorie կ ա մ Pendenztheorie), ո Ր ո ն ք ա շ խ ա տ ա ն ք ը չ ձ ա ն Ր ա ք ե ռ ն ե լ ու և ն յ ու թ ի թ ու յ լ ա տր ե լ ի ծ ա վ ա լ ը չ գ եր ա գ ա ն ց ե լ ու տե ս ա ն կ յ ու ն ի ց չ ե ն ք ն ն ար կ վ ու մ :

¹¹⁴Տ ե ` ս Կրաշենников Е. А. Ценные бумаги на предъявителя. Журнал "Правоведение"/1996/№ 1, Ярославль, 1995 - է ջ 61:

ապա քարեխիղճ ձեռք բերողի կողմից դրա ձեռքբերման հիմքը կհանդիսանա վերջինիս և արժեթուղթը տիրապետողի միջև կնքված ձեռք բերման պայմանագիրը: Այս երկու դեպքում էլ ձեռքբերման հիմքում ընկած է պայմանագիրը, սակայն այս տեսուության համաձայն՝ պայմանագիրը անհրաժեշտ է միայն սեփականության կամ այլ իրային իրավունքով արժեթուղթը ձեռք բերելու համար, իսկ արժեթղթից բխող իրավունքը ծագում է միայն այն ստեղծողից տարբերվող այլ անձի կողմից օրինական տիրապետելու ուժով¹¹⁵: Ընդ որում՝ անքարեխիղճ ձեռք բերողի կամ արժեթուղթը հափշտակող անձի կողմից տիրապետումը չի կարող հանգեցնել արժեթղթով իրավունքների և պարտականությունների ծագման, այնինչ՝ քարեխիղճ ձեռք բերողի կողմից արժեթուղթ ձեռք բերելը հանգեցնում է իրավունքների և պարտականությունների ծագման, թեկուզ եթե արժեթուղթը դուրս է եկել այն ստեղծողի տիրապետումից՝ անկախ նրա կամքից¹¹⁶: Ներկայումս քննարկված վերջին տեսության կողմնակիցները բավականին մեծ թիվ են կազմում¹¹⁷: Մենք նույնպես գտնում ենք, որ արժեթղթով իրավունքներ և պարտականություններ կարող են առաջանալ միայն այն օրենքով և դրա հիման վրա ընդունված այլ իրավական ակտերով սահմանված կարգով արժեթուղթ թողարկելու և արժեթուղթը թողարկողից

¹¹⁵Տե՛ս Կուզակով Վ. Բ. Правовая природа ценных бумаг, Дисс. ... к.ю.н., Ярославль - 2004, էջ 72-75: Տե՛ս ևս Կորշուովա Ջ. Վ. Облигации как вид ценных бумаг по законодательству Российской Федерации, Дисс. ... к.ю.н., Санкт-Петербург 2008, էջ 92-93:

¹¹⁶Տե՛ս Կրաշեննիկով Ե. Ա. Ценные бумаги на предъявителя. Журнал "Правоведение"/1996/№ 1, Ярославль, 1995 - էջ 64-65:

¹¹⁷Տե՛ս Կրաշեննիկով Ե. Ա. Ценные бумаги на предъявителя. Журнал "Правоведение"/1996/№ 1, Ярославль, 1995 - էջ 65, Կուզակով Վ. Բ. Правовая природа ценных бумаг, Дисс. ... к.ю.н., Ярославль - 2004, էջ 75, Կորշուովա Ջ. Վ. Облигации как вид ценных бумаг по законодательству Российской Федерации, Дисс. ... к.ю.н., Санкт-Петербург 2008, էջ 93, Կուզակովա Ն. Գ. Правовая природа первичного публичного предложения (размещения) ценных бумаг, Автореферат дисс. ... к.ю.н., Москва-2010, էջ 5:

տարբերվող մեկ այլ անձի կողմից ձեռք բերվելու
դեպքում: Դա բխում է նաև արժեթղթի սահմանումից:
Այսպես՝ արժեթուղթը, սահմանված ձևի և պարտադիր
վավերապայմանների պահպանմամբ, գույքային
իրավունքները հավաստող փաստաթուղթ է, որի
իրականացումը կամ փոխանցումը հնարավոր է միայն
այն ներկայացնելիս: Այստեղից բխում է, որ
արժեթուղթը նախպես է կազմված լինի սահմանված
ձևով և պարտադիր վավերապայմաններով, իսկ
այնուհետև սահմանումը նշում է, որ այն
գույքային իրավունքները հավաստող փաստաթուղթ
է: Այս դեպքում պետք է հասկանալ, թե ում գույքային
իրավունքներն են հավաստվում: Պարտատոմսի
դեպքում, ինչպես քննարկեցինք 1-ին գլխում, այն
տիրապետողը փոխառու թյան հարաբերությունների
մեջ է գտնվում արժեթուղթ թողարկողի հետ: Անձը չի
կարող փոխառու թյան հարաբերությունների մեջ
լինել ինքնիր հետ, ուստի արժեթուղթը սահմանված
ձևով թողարկվելուց հետո պետք է ձեռք բերվի մեկ
այլ անձի կողմից, որից հետո կձագեն նաև
արժեթղթով սահմանված իրավունքները և
պարտականությունները: Իսկ թե արժեթղթի
ձեռքբերումը այն թողարկողից կլինի
պայմանագրային հիմքի վրա կամ ըստ ներկայացնողի
արժեթուղթը ձեռք կբերվի անձից, որի
տիրապետումը հիմնված չէ պայմանագրի վրա, որևէ
նշանակություն չունի, քանի որ տվյալ դեպքում
անձի կողմից արժեթղթի տիրապետումը համարվում է
օրինական:

Պարտատոմսի թողարկման սուբյեկտի հետ կապված
ՀՀ օրենսդրությունում առկա է անհստակություն:
Ինչպես նախորդ գլխում նշվեց, ըստ սուբյեկտի
պարտատոմսերը բաժանվում են կորպորատիվ,
պետական և մունիցիպալ պարտատոմսերի: Պետական
պարտատոմսերը թողարկվում են Հայաստանի

Հանրապետության անունից, այսինքն՝ պետական պարտատոմսերի թողարկող է համարվում Հայաստանի Հանրապետության Մունիցիպալ պարտատոմսերի թողարկման սուբյեկտներ են հանդիսանում տեղական ինքնակառավարման մարմինները: Ինչպես արդեն նշվել է, «Տեղական ինքնակառավարման մասին» ՀՀ օրենքը սահմանում է, որ տեղական ինքնակառավարման մարմինների կողմից պարտատոմսեր թողարկելու և տեղաբաշխելու կարգը սահմանում է կառավարող թյունը, որը, սակայն, մինչ օրս չի ընդունել այդպիսի կարգ, ուստի մունիցիպալ պարտատոմսերի թողարկման և տեղաբաշխման կարգավորումներ ՀՀ-ում դեռ չեն գործում: Կորպորատիվ պարտատոմսերի սուբյեկտի հարցի վերաբերյալ ՀՀ օրենսդրությամբ առկա է անհստակ մոտեցում, մասնավորապես՝ սահմանված չեն, թե ինչ կազմակերպչական կարգավիճակ ունեցող իրավաբանական անձինք կարող են թողարկել: Ավելին հստակեցված չէ, թե արդյոք միայն իրավաբանական անձինք կարող են թողարկել պարտատոմսեր: Այսպես՝ «Արժեթղթերի շուկայի մասին» ՀՀ օրենքի 3-րդ հոդվածի 13-րդ կետը սահմանում է, որ *թողարկող է համարվում այն անձը, որն արժեթուղթ է թողարկում (թողարկել) կամ իր անունից արժեթուղթ թողարկելու առաջարկում է անում, իսկ նույն հոդվածի 24-րդ կետի համաձայն՝ անձ է համարվում ցանկացած ֆիզիկական կամ իրավաբանական անձը*: Այս տեղից հարց է առաջանում՝ արդյոք կարող է յուրաքանչյուր ֆիզիկական կամ իրավաբանական անձ թողարկել արժեթուղթ, մասնավորապես՝ պարտատոմս: ՀՀ օրենսդրությունը այդ հարցին հստակ պատասխան չի տալիս: Պարտատոմսերի թողարկումը ֆիզիկական անձի կողմից, թեկուզ նա հանդիսանա անհատ ձեռնարկատեր, որի

ձեռնարկատիրական գործունեության նկատմամբ
 Քաղաքացիական օրենսգրքի 26-րդ հոդվածի 3-րդ մասի
 ուժով տարածվում են առևտրային իրավաբանական
 անձանց գործունեությանը կարգավորող
 կանոնները, ընդունելի է և չի կարող բխել
 պարտատոմսի էությունից և բնույթից: Պարտատոմսը
 համարվում է փոխառու միջոցների ներգրավման
 կորպորատիվ գործիք, որը միջնորդավորում է
 հիմնականում մեծ ծավալների դրամական
 միջոցների ներգրավումը: Այդ ռեսուրսների
 ներգրավումը իրականացվում է պարտատոմսերի
 թողարկմամբ՝ հաշվի առնելով միջարք իրավական և
 տնտեսական գործոններ, որոնք էլ գրավիչ են
 դարձնում պարտատոմսի թողարկումը հիմնականում
 մեծ ծավալներով: Բացի այդ, պարտատոմսի
 թողարկման համար անհրաժեշտ է կայունություն և
 փոխառու միջոցների ներգրավման
 վերադարձնելիության որոշակի մակարդակ, ինչի
 պատճառով էլ «Բաժնետիրական ընկերությունների
 մասին» ՀՀ օրենքի 40-րդ հոդվածը սահմանում է, որ
 առանց ապահովման պարտատոմսերի թողարկումը
 թույլատրվում է Ընկերության պետական
 գրանցումից առնվազն երեք տարի հետո և պայմանով,
 որ սահմանված կարգով հաստատված լինեն
 Ընկերության առնվազն երկու տարեկան
 հաշվեկշիռները: Յուրաքանչյուր պետության
 \$ինանսական համակարգի կայունությունը
 պայմանավորված է նաև արժեթղթերի շուկայում
 կայունությամբ և արժեթղթերի շուկայից բխող
 ռիսկերի չեզոքացմամբ¹¹⁸: Համաշխարհային
 \$ինանսական ճգնաժամի ի հայտ գալով՝ միջարք
 կազմակերպությունների սնանկությունը
 հանգեցրեց ներդրողների մոտ վստահության

¹¹⁸ Տե՛ս \$ինանսական կայունության հաշվետվություն 2015թ., ՀՀ
 կենտրոնական բանկ, էջեր 27-32 (https://www.cba.am/AM/ppperiodicals/fin_stab_16.pdf):

կորստին: Պետությունը ներդրում է արժեքային քաղաքականությունում՝ ներդրելով համակարգային ռիսկերի նվազեցմանը և ներդրումների խթանմանը: Մի շարք դեպքերում պետությունը իրենց վրա վերցրեցին մի շարք ֆինանսական հաստատությունների սնանկության հետևանքները, որպեսզի դա չնույննա համակարգային ազդեցություն տնտեսության վրա¹¹⁹: Նման պայմաններում ֆիզիկական անձանց կողմից պարտատոմսերի թողարկումը կարող է եսական ռիսկեր պարունակել ֆինանսական համակարգի կայունություն համար, քանի որ ֆիզիկական անձանց նկատմամբ վերահսկողության հնարավորությունները ավելի քիչ են, նրանց նկատմամբ կիրառելի չեն մի շարք օրենսդրական պահանջներ՝ տեղեկատվության և հաշվետվությունների հրապարակման վերաբերյալ, բացի այդ ֆիզիկական անձանց հնարավորությունները, որպես կանոն, ավելի սահմանափակ են և նրանց կողմից վճարման անհնարինությունների ռիսկը ավելի մեծ է, քան վերահսկվող և ֆինանսական հաշվետվություններ ներկայացնող իրավաբանական անձանց:

Պարտատոմսերի թողարկման սուբյեկտ այլ երկրներում նույնպես դիտվում են միայն իրավաբանական անձինք: Այսպես՝ Ռուսաստանի Դաշնություն օրենսդրության համաձայն թողարկող է հանդիսանում իրավաբանական անձը, պետական կառավարչական մարմինը կամ տեղական ինքնակառավարման մարմինը¹²⁰: Ամերիկայի Միացյալ Նահանգներում գործող դաշնային օրենքի (Securities Act of 1933) համաձայն՝ թողարկող է հանդիսանում

¹¹⁹ S Ե՛ւ IOSCO Securities Market Risk Outlook 2014-15, Madrid, էջ 53 (<https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD453.pdf>):
¹²⁰ S Ե՛ւ Федеральный закон от 22.04.1996 N 39-ФЗ (ред. от 30.12.2015) "О рынке ценных бумаг", հոդված 2 (https://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_10148/):

յ ու ր ա ք ա ն չ յ ու ր ա ն ձ , ո վ թ ո ղ ա ր կ ե լ է կ ամ մ տ ա դ ի ր է թ ո ղ ա ր կ ե լ ո ր կ է ար ժ ե թ ու ղ թ , ի ս կ « ա ն ձ » ե գ ր ու յ թ ը ս ա հ մ ա ն վ ու մ է ի բ ր կ \$ ի գ ի կ ա կ ա ն ա ն ձ կ ամ ի ր ա վ ա ք ա ն ա կ ա ն ա ն ձ , պ ե տ ու թ յ ու ն կ ամ պ ե տ ա կ ա ն մ ա ր մ ի ն ¹²¹: Ս ա կ ա յ ն Ա Մ Ն պ ա ր տ ա տ ո մ ս ե ր ի շ ու կ ա յ ի ու ս ու մ ն ա ս ի ր ու թ յ ու ն ի ց պ ա ր գ է դ ա մ ն ու մ , ո ր ա մ կ ա է պ ա ր տ ա տ ո մ ս ե ր ի թ ո ղ ա ր կ ո ղ ն ե ր ի 3 տ ե ս ա կ ` դ ա շ ն ա յ ի ն կ ա մ ա վ ա ր ու թ յ ու ն ը և ն ր ա գ ո ր ծ ա կ ա լ ու թ յ ու ն ն ե ր ը , մ ու ն ի ց ի պ ա լ կ ա մ ա վ ա ր ու թ յ ու ն ն ե ր ը և կ ո ր պ ո ր ա ց ի ա ն ե ր ը ¹²²: Ա յ ս պ ի ս ո վ ` գ տ ն ու մ ե ն ք , ո ր \$ ի գ ի կ ա կ ա ն ա ն ձ ի ն ք չ ե ն կ ա ր ո ղ հ ա ն դ ի ս ա ն ա լ պ ա ր տ ա տ ո մ ս ե ր թ ո ղ ա ր կ ո ղ ն ե ր և պ ա ր տ ա տ ո մ ս ե ր ի թ ո ղ ա ր կ ու մ ը մ ի ա յ ն ի ր ա վ ա ք ա ն ա կ ա ն ա ն ձ ա ն ց « մ ե ն ա շ ն ո ր հ ն » է :

Յ ա ջ ո ր դ խ ն դ ի ր ն ա յ ն է , թ ե ո ր ի ր ա վ ա ք ա ն ա կ ա ն ա ն ձ ի ն ք ի ր ա վ ու ն ք ու ն ե ն թ ո ղ ա ր կ ե լ պ ա ր տ ա տ ո մ ս ե ր : Կ ա ր ո ՞ ղ ե ն ար դ յ ո ք պ ա ր տ ա տ ո մ ս ե ր թ ո ղ ա ր կ ե լ բ ու ո ր կ ա գ մ ա կ ե ր պ ա ի ր ա վ ա կ ա ն ձ և ու ն ե ց ո ղ ի ր ա վ ա ք ա ն ա կ ա ն ա ն ձ ի ն ք : Ի ր ա վ ա կ ա ն գ ր ա կ ա ն ու թ յ ա ն մ ե ջ ա յ ս հ ա ր ց ի պ ա տ ա ս խ ա ն ը մ ի ա ն շ ա ն ա կ չ է : Ա յ ս պ ե ս ` Ս . Գ . Ա բ ր ա մ ո վ ը գ տ ն ու մ է , ո ր պ ա ր տ ա տ ո մ ս ե ր կ ա ր ո ղ ե ն թ ո ղ ա ր կ ե լ մ ի ա յ ն ա մ և տ ր ա յ ի ն ի ր ա վ ա ք ա ն ա կ ա ն ա ն ձ ի ն ք , բ ա ց ա մ ու թ յ ա մ բ լ ի ա կ ա տ ա ր ը ն կ ե ր ա կ ց ու թ յ ու ն ն ե ր ի , ի ս կ վ ս տ ա հ ու թ յ ա ն վ ր ա հ ի մ ն վ ա ծ ը ն կ ե ր ա կ ց ու թ յ ու ն ն ե ր ը կ ա ր ո ղ ե ն թ ո ղ ա ր կ ե լ պ ա ր տ ա տ ո մ ս ե ր մ ի ա յ ն ա վ ա ն դ ա տ ու ն ե ր ի (կ ո մ ա ն դ ի տ ի ս տ ն ե ր ի) ն ե ր դ ր ա ծ ա վ ա ն դ ի գ ու մ ա ր ն ե ր ի ս ա հ մ ա ն ն ե ր ու մ ¹²³: Ե . Ն . Ռ ե շ ե տ ի ն ա ն գ տ ն ու մ է , ո ր կ ո ր պ ո ր ա տ ի վ ար ժ ե թ ղ թ ե ր ը ա յ ն է մ ի ս ի ո ն ար ժ ե թ ղ թ ե ր ն ե ն , ո ր ո ն ք թ ո ղ ա ր կ վ ու մ ե ն ա մ և տ ր ա յ ի ն կ ա գ մ ա կ ե ր պ ու թ յ ու ն ն ե ր ի (տ ն տ ե ս ա կ ա ն

¹²¹Տ ե ` ս Securities Act of 1933, հ ո ղ վ ա ծ ն ե ր SEC. 2. (4) և SEC. 2. (2) (<http://www.sec.gov/about/laws/sa33.pdf>):

¹²²Տ ե ` ս Frank J. Fabozzi, Bond Markets, Analysis, And Strategies, eight edition – Pearson, Boston – 2013, է ջ 3-4:

¹²³Տ ե ` ս Абрамов, С. Г. Облигации на первичном рынке ценных бумаг: Аспекты гражданско-правового регулирования и уголовно-правовой ответственности, Дисс. ... к.ю.н., Москва - 2002, է ջ 16:

ընկերություններին) կողմից, որոնք հիմնված են մասնակցության և կապիտալի միավորման վրա, և որոնք ընդունում են նրա մասնակցին արժեթղթերի շուկայի մասին օրենքով և հատուկ օրենսդրությամբ նախատեսված համապատասխան իրավունքներ ¹²⁴: Վ. Ա. Բելովը և Ժ. Վ. Կարշունովան գտնում են, որ պարտատոմսեր թողարկելու իրավունք ունեն բոլոր այն իրավաբանական անձինք, որոնց այդ իրավունքը տրված է օրենքով կամ այլ նորմատիվ իրավական ակտով ¹²⁵:

ՀՀ օրենսդրությամբ այս հարցը հատուկ կարգավորման ենթարկված չէ: Իրավաբանական անձինք ունեն նպատակային (հատուկ) իրավունակություն կամ ինչպես իրավագետներն են անվանում կանոնադրային իրավունակություն՝ ի տարբերություն քաղաքացիների ընդհանուր իրավունակության ¹²⁶: Քաղաքացիական օրենսգրքի 52-րդ հոդվածի համաձայն՝ իրավաբանական անձը կարող է ունենալ իր հիմնադիր փաստաթղթով նախատեսված գործունեության նպատակներին համապատասխան քաղաքացիական իրավունքներ և կրել այդ գործունեության հետ կապված պարտականություններ: Առևտրային կազմակերպությունները կարող են ունենալ օրենքով չարգելված գործունեության ցանկացած տեսակներ իրականացնելու համար անհրաժեշտ քաղաքացիական իրավունքներ և կրել քաղաքացիական պարտականություններ: Իրավաբանական անձի իրավունքները կարող են

¹²⁴ Տե՛ս Решетина. Е. Н. Правовая природа корпоративных эмиссионных ценных бумаг, Издательство “Городец”, Москва 2005, էջ 15:

¹²⁵ Տե՛ս Белов В.А. Ценные бумаги в российском гражданском праве: Учебное пособие по специальному курсу. Изд.-е 2-е, Том II, ЮрИнфоР - Москва, 2007, էջեր 373-378, նաև Коршунова Ж. В. Облигации как вид ценных бумаг по законодательству Российской Федерации, Дисс. ... к.ю.н., Санкт-Петербург 2008, էջ 96:

¹²⁶ Տե՛ս Բարսեղյան Տ. Վ. Հայաստանի Հանրապետության քաղաքացիական իրավունք: Առաջին մաս. (երրորդ հրատարակություն)-Երևանի պետ.համալս. -Եր.:Երևանի համալս. հրատ., 2006 - էջ 119:

սահմանափակվել միայն օրենքով նախատեսված դեպքերում և օրենքով սահմանված կարգով: Վերը նշված նորմերից բխում է, որ իրավաբանական անձը կարող է ձեռք բերել այն բոլոր իրավունքները, որոնք նախատեսված են իր հիմնադիր փաստաթղթերով, իսկ առևտրային իրավաբանական անձանց հիմնադիր փաստաթղթերով կարող են նախատեսվել ցանկացած գործունեության տեսակ, որն օրենքով արգելված չէ և ունենալ համապատասխան իրավունքներ և պարտականություններ: Այս կարգավորումը թույլ է տալիս բոլոր իրավաբանական անձանց իրենց հիմնադիր փաստաթղթերում ամրագրել իրավունք պարտատոմս թողարկելու ու ազատորեն թողարկել պարտատոմսեր: Ոչ առևտրային իրավաբանական անձանց վերաբերյալ կանոնադրված սահմանափակում: Քաղաքացիական օրենսգրքի 51-րդ հոդվածի 4-րդ մասի համաձայն՝ ոչ առևտրային կազմակերպությունները կարող են ձեռնարկատիրական գործունեություն իրականացնել միայն այն դեպքերում, երբ դա ծառայում է այն նպատակների իրականացմանը, որոնց համար նրանք ստեղծվել են, և համապատասխանում է այդ նպատակներին: Այսինքն՝ այս դեպքում պետք է յուրաքանչյուր դեպքով ստուգել, թե պարտատոմսերի թողարկումը հանդիսանում է ձեռնարկատիրական գործունեության իրականացում ոչ առևտրային կազմակերպության համար, այլ կերպ ասած՝ համարվում է պարբերաբար, ինքնուրույն, իր ռիսկով իրականացվող գործունեություն, որի նպատակը շահույթ ստանալն է¹²⁷: Եթե

¹²⁷ Ձեռնարկատիրական գործունեության սահմանման մեկնաբանումը տե՛ս 33 վճռաբեկ դատարանի՝ թիվ 3-1161 (ՏԴ) քաղաքացիական գործով քստնունե Սահակյանի հայցի ընդդեմ «Իտարկո Քոնսթրաքշն» ՓԲԸ-ի 01.08.2007թ. կայացված որոշումը:

գործունեությունը համարվում է
 ձեռնարկատիրական, ապադապտացնելով ինչ
 առևտրային իրավաբանական անձի հիմնական
 նպատակներին իրականացմանը: «Վարկային
 կազմակերպությունների մասին» ՀՀ օրենքի¹²⁸ 3-րդ
 հոդվածի 2-րդ մասի համաձայն՝ վարկային
 կազմակերպության գործունեություն է
 համարվում որպես ձեռնարկատիրական
 գործունեություն փոխառություններ
 ներգրավելը և (կամ) նմանատիպ գործարքներ կնքելը
 և (կամ) վարկեր տրամադրելը կամ սույն օրենքով
 սահմանված այլ ներդրումներ կատարելը: Վարկային
 կազմակերպությունների գործունեությունը
 կարգավորող Հայաստանի Հանրապետության
 օրենսդրության հիմաստով նմանատիպ գործարքների
 թվին են դասվում նաև ներդրումային
 (պարտատոմսեր) և վճարային արժեթղթերի
 հրապարակային թողարկումը (բացառությամբ
 ներդրումային ֆոնդերի կողմից թողարկված
 արժեթղթերի) կամ այնպիսի գործարքների կնքումը,
 որոնք դրամական (փողային) պարտավորություններ
 են առաջացնում վարկային կազմակերպության
 համար, սակայն կապված չեն վարկային
 կազմակերպության կողմից պարտատիրոջ
 ապրանքներ վաճառելու, ծառայություններ
 մատուցելու կամ աշխատանքներ կատարելու հետ:
 Այստեղից բխում է, որ այն դեպքերում, երբ
 պարտատոմսի թողարկումը իրականացվում է որպես
 ձեռնարկատիրական գործունեություն պետք է
 իրականացվի վարկային կազմակերպության կողմից,
 որը սույն օրենքի 3-րդ հոդվածի համաձայն կարող է
 հանդես գալ սահմանափակ պատասխանատվությամբ
 ընկերության, բաժնետիրական ընկերության կամ

¹²⁸ Ը ն դ ու ն վ ե լ է 29.05.2002թ., ու ժ ի մ ե ջ է մ տ ե լ 04.07.2002թ.: Տ ե ' ս Հ Հ Պ Տ
 2002.07.03/23(198) Հ ո դ .526, Հ Օ -359-Ն:

առևտրային կոնպերատիվի կազմակերպչորական ձևերով, իսկ վարկային գործունեությունը ենթակա է լիցենզավորման: Այսինքն՝ ոչ առևտրային կազմակերպությունները կարող են թողարկել պարտատոմսեր որպես ձեռնարկատիրական գործունեություն միայն միջնորդավորված՝ վարկային կազմակերպություններում մասնակցության միջոցով:

Օրենքով սահմանված է պարտատոմս թողարկելու արգելք գրավատներին համար: Այսպես՝ «Գրավատներին և գրավատնային գործունեության մասին» ՀՀ օրենքի¹²⁹ 7-րդ հոդվածի 2-րդ մասը սահմանում է, որ գրավատունը, որպիսի գործունեություն կարող են ծավալել անհատ ձեռնարկատերերը և իրավաբանական անձինք, չի կարող վարկային միջոցների ձեռքբերման համար տեղաբաշխել պարտատոմսեր:

Բացի այդ՝ ֆինանսական կայունության ապահովմանն է ուղղված քաղաքացիական օրենսգրքի 114-րդ հոդվածի 2-րդ մասով սահմանված նորմը, որի համաձայն՝ բաժնետիրական ընկերությունն իրավունք ունի պարտատոմսեր թողարկել կանոնադրական կապիտալի չափը կամ այդ նպատակների համար երրորդ անձանց կողմից ընկերությանը տրամադրված ապահովության մեծությունը չգերազանցող գումարով: Այս նորմի հետևապես գանկանում ենք նշել, որ դրանից պետք է կատարել բացառություն և ապահովված հիփոթեքային պարտատոմսերի և ակտիվներով ապահովված պարտատոմսերի¹³⁰ համար: Բանն այն է, որ այդ երկու

¹²⁹ Ընդունվել է 03.12.2003թ., ուժի մեջ է մտել 09.01.2004թ.: Տե՛ս ՀՀ ՊՏ 2003.12.30/64(299) Հոդ. 1289, ՀՕ-43-Ն:

¹³⁰ Ներկայիս իրավակարգավորմամբ ակտիվներով ապահովված պարտատոմսեր արժեթղթավորման և ակտիվներով ապահովված արժեթղթերի մասին» ՀՀ օրենքի համաձայն իրավունք ունի թողարկել միայն արժեթղթավորման հիմնադրամը, սակայն սույն աշխատանքի գլուխ 3-ի 1-ին պարագրաֆում մանրամասն քննարկվում է այդ հարցը և առաջարկվում է կատարել փոփոխություն և հիմնադրամի

տեսակի պարտատոմսերը, որոնց մասին մանրամասն կխոսվի սույն աշխատության երրորդ գլխում, համարվում են ապահովված պարտատոմսեր, սակայն դրանց ապահովման միջոց են հանդիսանում ակտիվները, որոնք գտնվում են բաժնետիրական ընկերության հաշվեկշռում: Այլ կերպ ասած՝ այդ ակտիվները ոչ համարվում են կանոնադրական կապիտալի մի մասը, ոչ էլ համարվում են երրորդ անձի կողմից տրված ապահովություն, սակայն ամեն դեպքում ապահովում են պարտատոմսերով պարտավորությունների կատարումը: Բացի այդ, այս պարտատոմսերը, որպես կանոն, թողարկվում և տեղաբաշխվում են մեծ ծավալներով և համարվում են շատ հուսալի ֆինանսական գործիքներ, ուստի ներկայիս կարգավորումը կարող է եական խոչընդոտներ առաջ բերել այն բանկերի և վարկային կազմակերպությունների համար, որոնք ունեն մեծ ծավալի ակտիվներ (տվյալ դեպքում՝ վարկեր) և ցանկանում են թողարկել այդ ակտիվներով ապահովված պարտատոմսեր, որոնց ծավալը գերազանցում է ընկերության կանոնադրական կապիտալի չափը: Ուստի առաջարկում ենք՝ Քաղաքացիական օրենսգրքի 114-րդ հոդվածի 2-րդ մասը փոփոխել և սահմանել հետևյալ կերպ. «2. *Բաժնետիրական ընկերությունն իրավունք ունի պարտատոմսեր թողարկել կանոնադրական կապիտալի չափը կամ այդ նպատակներին համար երրորդ անձանց կողմից ընկերությանը տրամադրված ապահովության մեծությամբ չգերազանցող գումարով, բացառությամբ «Ապահովված հիփոթեքային պարտատոմսերի մասին» և «Ակտիվների արժեթղթավորման և ակտիվներով ապահովված*

փոխարեն սահմանել ֆոնդ, որը կարող է հանդես գալ նաև բաժնետիրական ընկերության կարգավիճակով:

արժեթղթերի մասին» ՀՀ օրենքների¹³¹ համաձայն թողարկված պարտատոմսերի»։ Պարտատոմսերի հոլսալիոլթյան պահպանմանն ուղղված քայլերից մեկն է նաև «Ֆիզիկական անձանց բանկային ավանդների հատուցումը երաշխավորելու մասին» ՀՀ օրենքով¹³² բանկի թողարկած անվանական պարտատոմսերը (բացի ապահովված հիփոթեքային պարտատոմսերի) որպես ավանդ դիտելը և դրանք նույն կերպ երաշխավորելը, ինչ բանկային ավանդները։

Այսպիսով՝ վերը նշված բոլոր քայլերն ուղղված են պարտատոմսերը՝ որպես կայուն ֆինանսական գործիք դարձնելուն, պարտատոմսերը տիրապետող անձանց իրավունքների պաշտպանությունը՝ դրանով իսկ ֆինանսական համակարգի կայունությունն ապահովելուն։ Ուստի ինչպես նշվեց, գտնում ենք, որ պարտատոմսեր չեն կարող թողարկել ֆիզիկական անձինք, իսկ իրավաբանական անձինք կարող են թողարկել վերը նշված սահմանափակումները պահպանելով։ Ուստի առաջարկում ենք Քաղաքացիական օրենսգրքի 154-րդ հոդվածը և րացնել 4-րդ մասով՝ հետևյալ խմբագրությամբ. «*Պարտատոմս կարող են թողարկել Հայաստանի Հանրապետությունը, համայնքները կամ իրավաբանական անձինք*»։

Կորպորատիվ արժեթղթերի թողարկումը տեղի է ունենում թողարկման որոշման հիման վրա։ Պարտատոմսերի թողարկման որոշումը ընդունվում է խորհրդի կողմից՝ բաժնետիրական ընկերությունների դեպքում, եթե վերջինիս կանոնադրությամբ այլ բան նախատեսված չէ, և ընդհանուր ժողովի կողմից՝ սահմանափակ

¹³¹ Ընդունվել է 26.05.2008թ., ուժի մեջ է մտել 12.07.2008., : Տե՛ս ՀՀ ՊՏ 2008.07.02/41(631) Հոդ. 674:

¹³² Ընդունվել է 24.11.2004թ., ուժի մեջ է մտել 07.01.2005թ.: Տե՛ս ՀՀ ՊՏ 2004.12.28/72(371) Հոդ. 1463, ՀՕ-142-Ն:

պատասխանատվությունը չամբ ընկերությունների
 դեպքում: Պետք է նշել, որ ՀՀ օրենսդրությունը ոչ
 այնքան հստակ է կարգավորել արժեթղթերի,
 մասնավորապես՝ պարտատոմսերի թողարկման
 վերաբերյալ իրավաբանական անձանց կողմից
 իրականացվող գործողությունների շրջանակը: Նախ,
 բացի սահմանափակ պատասխանատվությունը չամբ
 ընկերություններից և բաժնետիրական
 ընկերություններից, այլ իրավաբանական անձանց
 համար սահմանված չեն պարտատոմսերի թողարկման
 իրավական կարգավորումներ: Իսկ սահմանափակ
 պատասխանատվությունը չամբ և բաժնետիրական
 ընկերությունների համար սահմանված
 կարգավորումներն այնքան էլ ընդգրկուն և
 ամբողջական չեն: Մասնավորապես՝ սահմանափակ
 պատասխանատվությունը չամբ ընկերությունների համար
 օրենքով սահմանված է միայն, որ
 ընկերություններն իրավունք ունեն թողարկել
 արժեթղթեր, իսկ արժեթղթերի թողարկման մասին
 որոշումը ընդունվում է ընկերության ընդհանուր
 ժողովի կողմից («Սահմանափակ
 պատասխանատվությունը չամբ ընկերությունների մասին»
 ՀՀ օրենքի 27-րդ և 36-րդ հոդվածներ): Ի
 տարբերություն սահմանափակ
 պատասխանատվությունը չամբ ընկերությունների,
 բաժնետիրական ընկերությունների դեպքում
 սահմանված է, որ պարտատոմսերը *տեղաբաշխվում են*
 ընկերության խորհրդի որոշմամբ: Այնուհետև
 սահմանված են որոշակի պայմաններ, որոնք պետք է
 ներառվեն *պարտատոմսի թողարկման որոշման* մեջ
 («Բաժնետիրական ընկերությունների մասին» ՀՀ
 օրենքի 40-րդ հոդվածի 2-րդ մաս, 84-րդ հոդվածի 1-ին
 մասի է) կետ): Առանձին սահմանված չէ, թե
 ընկերության որ կառավարման մարմինն է
 ընդունում թողարկման որոշում, ոչ թե

տեղաբաշխման: Ենթադրվում է, որ եթե սահմանված է, որ խորհրդի իրավասու թյունն է տեղաբաշխել պարտատոմսերը, ուրեմն վերջինս էլ պետք է ընդունի թողարկման վերաբերյալ որոշում: Պրակտիկայում հաճախ այդ երկու որոշումներն ընդունվում են միասին, մեկ որոշմամբ, սակայն հասկանալի է, որ առաջինը պետք է ընդունվի թողարկման որոշումը, որից հետո միայն տեղաբաշխման: Օրինակ՝ «Ազգային հիփոթեքային ընկերություն» ՎՎԿ ՓԲԸ-ի կողմից 2011թ.-ից 2015թ.-ը կատարված պարտատոմսերի թվով 12 թողարկումների ժամանակ ընդունվել է վերջինիս խորհրդի կողմից պարտատոմսերի թողարկման և տեղաբաշխման որոշում¹³³, կամ «ՍԱՍ-ԳՐՈՒՊ» ՍՊԸ-ի կողմից 2012թ. նոյեմբերի 15-ին արտահերթ ընդհանուր ժողովում որոշում է ընդունվել հաստատել «ՍԱՍ-ԳՐՈՒՊ» ՍՊԸ պարտատոմսերի թողարկման, շրջանառության, արժեկտրոնների վճարման, մարման կարգը ու պայմանները¹³⁴, որով սահմանվել են պարտատոմսերի թողարկման և տեղաբաշխման կանոնները: «Բաժնետիրական ընկերությունների մասին» ՀՀ օրենքի 40-րդ հոդվածի 2-րդ մասի համաձայն՝ պարտատոմսերի թողարկման մասին որոշմամբ պետք է սահմանվեն դրանց մարման ձևը (դրամով կամ այլ գույքով), ժամկետները և *պայմանները*: Օրենքը, սակայն, չի մասնավորեցնում, թե պայմանների տակ ինչ պետք է հասկանալ: Պետք է նշել, որ, որպես կանոն, բացի վերը նշված մարման ձևից և ժամկետներից, որոնք նույնպես հանդիսանում են պարտատոմսի թողարկման պայմաններ, պարտատոմսերի թողարկման մասին որոշման մեջ նշվում են հետևյալ տեղեկությունները. տեսակը՝ անվանական, թե ըստ ներկայացնողի, արժեկտրոնային կամ

¹³³ Տե՛ս <http://www.nmc.am/hy/1434038675>:

¹³⁴ Տե՛ս http://www.ameriabank.am/userfiles/file/Investor_Guide.pdf:

գեղջատոկոսային (դիսկոնտային), թողարկման ձևը՝
 թղթային կամ ոչ թղթային, ընդ որում՝ գտնում ենք,
 որ թղթային դեպքում թողարկման մասին որոշմանը
 պետք է կցվի թղթային արժեթղթի սերտիֆիկատի
 նմուշը, պարտատոմսի փոխարկելիության
 հնարավորությունը, պարտատոմսերի թողարկման
 ծավալը, պարտատոմսերի քանակը և անվանական
 արժեքը, ապահովման միջոցի առկայությունը,
 պարտատոմսերի վաղաժամկետ մարման
 հնարավորությունը (քուլ և փուլ օպցիոններ) և այլն :

Հայաստանի Հանրապետությունում
 պարտատոմսերի թողարկումը չի ենթարկվում
 պետական գրանցման, սակայն առկա են որոշ դեպքեր,
 երբ անհրաժեշտ է ստանալ ՀՀ կենտրոնական բանկի
 թույլտվությունը կամ առարկության
 բացակայությունը : Այսպես՝ վարկային
 կազմակերպությունների համար ՀՀ կենտրոնական
 բանկի խորհրդի կողմից 2002թ. նոյեմբերի 5-ի թիվ 347-Ն
 որոշմամբ հաստատված «վարկային
 կազմակերպությունների գործունեության
 կարգավորումը, վարկային
 կազմակերպությունների գործունեության
 տնտեսական նորմատիվները» կանոնակարգ 14-ի¹³⁵ 7.4. և 7.6.
 կետերի համաձայն՝ Լիզինգային
 կազմակերպությունը, ֆակտորինգային
 կազմակերպությունը, ունիվերսալ վարկային
 կազմակերպությունը և վերաֆինանսավորում
 իրականացնող վարկային կազմակերպությունը
 կարող են պարտատոմսերի հրապարակային
 տեղաբաշխում իրականացնել ու միջոցով
 ֆիզիկական անձանցից փոխառություններ գրավել
 Կենտրոնական բանկի վերահսկողության համար
 պատասխանատու ստորաբաժանման՝ Ֆինանսական

¹³⁵ Ը ն դ ո կ ն վ ե լ է 05.11.2002թ. „ ո կ ժ ի մ ե ջ է մ տ ե լ 09.01.2003թ. „ տ ե ՛ ս Հ Հ Գ Տ
 2002.12.30/32.1 Հ ո դ .363, N 347-Ն :

վերահսկողությունը վարչությունը կողմից
առարկությունը բացակայությունը դեպքում:
Կանոնակարգ 14-ը սահմանում է այն չափանիշները,
որոնց առկայությունը դեպքում Ֆինանսական
վերահսկողությունը վարչությունը բավարարում է
թողարկող վարկային կազմակերպության կողմից
պարտատոմսերի թողարկումը և հրապարակային
տեղաբաշխում հրականացնելու դիմումը:

Պարտատոմսերի թողարկման գործընթացում
ունենալով է քննարկել որպես պարտատոմսի
ապահովություն միջոց երաշխավորություն
տրամադրման ընթացակարգը: Քաղաքացիական
օրենսգրքի 375-րդ հոդվածի համաձայն՝ երաշխավորը,
երաշխավորություն պայմանագրով, այլ անձի
պարտատիրոջ առջև պարտավորվում է
պատասխանատվություն կրել այդ անձի կողմից իր
պարտավորությունը լրիվ կամ մասնակի կատարելու
համար: Երաշխավորություն պայմանագիրը կարող է
կնքվել նաև ապագայում ծագելիք պարտավորություն
ապահովման համար: Նույն օրենսգրքի 376-րդ հոդվածի
համաձայն՝ երաշխավորություն պայմանագիրը պետք
է կնքվի գրավոր: Գրավոր ձևը չպահպանելը
հանգեցնում է երաշխավորություն պայմանագրի
անվավերությունը: Առկա կարգավորմամբ
երաշխավորություն պայմանագիրը որպես կանոն
կնքվում է երաշխավորի և պարտատիրոջ միջև, որի
առջև, ինչպես օրենսգրքն է սահմանել,
պարտավորվում է պատասխանատվություն կրել
երաշխավորը այլ անձի գործողությունների համար:
Սակայն պարտատոմսով միջնորդավորող
հարաբերությունները ունենալով որոշակի
առանձնահատկություն: Պարտատոմսի թողարկման
դեպքում երաշխավորը ստանձնում է
պարտավորություն պարտատոմս ձեռք բերողի առջև

պատասխանատվությունը կրել թողարկողի կողմից իր պարտավորությունները լրիվ կամ մասնակի չկատարելու դեպքում: Որպես կանոն այդ երաշխավորությունը տրվում է նախապես, մինչև պարտատոմսերի թողարկումը, այսինքն՝ ապագայում ծագելիք պարտավորության ապահովման համար, երբ դեռևս հայտնի չեն պարտատոմսերի գնորդները: Այդ դեպքում երաշխավորության վերաբերյալ պայմանը ամրագրվում է պարտատոմսերի թողարկման վերաբերյալ որոշման մեջ, իսկ այն դեպքերում, երբ պարտատոմսերի թողարկման ազդագիրը ենթակա է հրապարակման, ապա ՀՀ կենտրոնական բանկի խորհրդի կողմից 11.03.2008թ. ընդունված թիվ 68Ն որոշմամբ հաստատված «Ազդագիր և հաշվետու թողարկողների հաշվետվություններ» կանոնակարգ 4/04-ի¹³⁶ Յավելված 14-ը սահմանում է այն տեղեկությունները, որոնք պետք է ներառվեն ազդագրում երաշխավորության վերաբերյալ, մասնավորապես՝ երաշխավորության շրջանակը, պայմանները, ժամկետները, երաշխավորի վերաբերյալ տեղեկություններ և այլն: Ստացվում է, որ երաշխավորը չի կարող ֆիզիկապես պայմանագիր կնքել պարտատոմսի գնորդների հետ թողարկողի պարտավորությունը ապահովելու համար, քանի որ երաշխավորությունը տրված է մինչև պարտատոմսի թողարկումը: Բացի այդ, ներդրողի տեսանկյունից պարտատոմսերի՝ որպես արժեթղթերի ձեռքբերման համար հատուկ չէ բացի այդ արժեթղթի ձեռքբերման գործարքից կնքել նաև այլ գործարքներ (օրինակ՝ երաշխավորության պայմանագիր), քանի որ հենց արժեթուղթը հանդիսանում է քաղաքացիական

¹³⁶ Ընդունվել է 11.03.2008թ., ու ժի մեջ է մտել 25.04.2008թ., տե՛ս ՀՀ ԳՏ 2008.04.15/12(286) Յոդ .116, թիվ 68-Ն:

ի ր ա վ ա հ ա ր ա ք Ե ր ո ւ թ յ ո ւ ն ն Ե ր ի առանձին օբյեկտ, որը
շրջանառություն մեջ հանդես է գալիս
ինքնուրույն, առանց որևէ միջնորդավորման:
Երաշխավորություն պայմանագիրը ներդրողի հետ
չկնքելու հետ կապված մեկ այլ խնդիր է նաև դրա
տնտեսական աննպատակահարմարությունը, քանի որ
որպես կանոն պարտատոմսերը թողարկվում մեծ
քանակներով և ամեն մի ներդրողի հետ
երաշխավորություն պայմանագիր կնքելը գրեթե
անհնար է և տնտեսապես չհիմնավորված:
Պարտատոմսի դեպքում երաշխավորությունը
համարվում է պարտատոմսի թողարկման
պայմաններով ամրագրված իրավունքներից մեկը,
որը, ինչպես այլ իրավունքները (օրինակ՝ որոշակի
տոկոս ստանալու), այսպես կոչված, «ներկառուցված
են» պարտատոմսում և հնարավոր չէ, որ նույն
թողարկման պարտատոմսերից որոշները ապահովված
լինեն երաշխավորությամբ, մյուսները՝ ոչ: Այլ
կերպ ասած՝ հնարավոր չէ պարտատոմսի ապագա
գնորդներին որոշները ընդունեն
երաշխավորությունը, իսկ մյուսները՝ ոչ: Ուստի
գտնում ենք, որ այս դեպքում երաշխավորությունը
համարվում է կնքված երաշխավորի և պարտապանի
միջև գրավոր պայմանագիր կնքվելու պահից՝
ապագայում ծագելիք պարտավորություն համար:

**§2.2. Պարտատոմսերի առաջարկը և պարտատոմսերի
թողարկման ազդագրի իրավական բնույթը**

Պարտատոմսի թողարկումից հետո դրանց
առաջարկը ներկայացվում է ներդրողներին՝

թույլատրելով կատարել բաժանորդագրություն, որը կարող է լինել փակ (սահմանափակ թվով և հստակ որոշված անձանց շրջանակներում) կամ բաց (անորոշ թվով անձանց): «Արժեթղթերի շուկայի մասին» ՀՀ օրենքի 3-րդ հոդվածի 1-ին մասի 8-րդ կետի համաձայն՝ արժեթղթերի առաջարկ է համարվում անձանց ուղղված ցանկացած ձևի հաղորդակցությունը, որն արժեթուղթը վաճառելու առաջարկ կամ արժեթուղթը գնելու առաջարկ անելու հրավեր է պարունակում: Օրենքը տարբերակում է հրապարակային և ոչ հրապարակային առաջարկները: Այսպես՝ հրապարակային են համարվում որակավորված ներդրող չհանդիսացող 100-ից ավելի անձանց կամ անորոշ թվով անձանց ուղղված արժեթղթերի առաջարկը, իսկ մնացած առաջարկները համարվում են ոչ հրապարակային: Այս դասակարգումը ունի էական նշանակություն, քանի որ ՀՀ օրենսդրությունը ունի մի շարք կարգավորումներ կապված արժեթղթերի հրապարակային առաջարկի հետ: Ի հակառակ դրան՝ ոչ հրապարակային առաջարկի և դրա հիման վրա արժեթղթերի վաճառքի հետ կապված կարելի է ընդգծել, որ ՀՀ օրենսդրությամբ ոչ բավարարող շաղկապություն է դարձված, մասնավորապես՝ «Արժեթղթերի շուկայի մասին» ՀՀ օրենքը և ՀՀ կենտրոնական բանկի նորմատիվ իրավական ակտերը մանրամասն կարգավորում են արժեթղթերի հրապարակային առաջարկը, ազդագրին վերաբերող պահանջները, կարգավորվող շուկայում արժեթղթերի աւտուրը, սակայն այն արժեթղթերը, մասնավորապես՝ պարտատոմսերը, որոնք պետք է շրջանառվեն կարգավորվող շուկայից դուրս և հրապարակայնորեն չեն տեղաբաշխվում, կարծես թե ոչ բավարար են կարգավորված: Վերջիններիս կարգավորման վերաբերյալ առկա են որոշակի

դրույթներ «Բաժնետիրական ընկերությունների մասին» ՀՀ օրենքում (պարտատոմսերի վերաբերյալ հիմնականում հոդված 40) և Քաղաքացիական օրենսգրքում (հիմնականում գլուխ 8): Պետք է նշել, որ ոչ հրապարակային առաջարկը կատարվում է անձանց որոշակի շրջանակի, որոնցից էլ որոշվում են արժեթղթերի գնորդները: 100-ից ավելի որակավորված ներդրող չհանդիսացող անձանց առաջարկելը օրենսդիրը հավասարեցրել է անորոշ անձանց առաջարկելուն և սահմանել է որպես հրապարակային առաջարկ՝ հաշվի առնելով այդ հարաբերությունները և դրանց վրա հրապարակային առաջարկի վերաբերյալ կանոնների տարածումը: Որոշակի թվով միայն որակավորված ներդրողների առաջարկ ներկայացնելը նույնպես չի համարվում հրապարակային առաջարկ: Օրենքը սահմանում է որակավորված ներդրողների շրջանակը, որոնց թվում են՝ ներդրումային ընկերությունները, ֆինանսական կազմակերպությունները (բանկեր, վարկային կազմակերպություններ, ապահովագրական ընկերություններ), Հայաստանի Հանրապետությունը, օտարերկրյա պետությունները, ՀՀ կենտրոնական բանկը, միջազգային ֆինանսական կազմակերպություններ և այլն: Ընդ որում՝ ՀՀ օրենսդրությամբ կան դեպքեր, երբ սահմանափակված է այս կամ այն կազմակերպության կողմից պարտատոմսերի տեղաբաշխման սուբյեկտների շրջանակը: Օրինակ՝ վարկային կազմակերպություններից միայն որոշները (ուսիվերսալ, Լիզինգային, ֆակտորինգային և վերաֆինանսավորում իրականացնող կազմակերպությունները) կարող են ֆիզիկական անձանց վաճառել պարտատոմսերը, իսկ մնացածը (օրինակ՝ վարկային և խնայողական

մի ությունն են)՝ ոչ ¹³⁷:

Պարտատոմսերի հրապարակային տեղաբաշխման դեպքում կենտրոնական ԵԱԳԳԻ հրապարակման պահանջը: «Արժեթղթերի շուկայի մասին» ՀՀ օրենքի 5-րդ հոդվածի համաձայն՝ առանց այդ օրենքի պահանջներին բավարարող ազգային հրապարակման, արժեթղթերի հրապարակային առաջարկ անելն արգելվում է: Ազգային մեկ միասնական փաստաթուղթ է կամ առանձին փաստաթղթերի հանրագումար, որը պետք է պարունակի թողարկողի և առաջարկվող արժեթղթերի վերաբերյալ ամբողջական տեղեկատվությունը, որը պետք է բավարարի ներդրողի կողմից թողարկողի և արժեթղթերով նախատեսված պարտավորությունների ցանկացած երաշխավորի ակտիվների և պարտավորությունների, ֆինանսական վիճակի, եկամուտների և ծախսերի, գործունեության հեռանկարների, նրա հետ կապված ռիսկերի, ինչպես նաև այդ արժեթղթերով ամրագրված իրավունքների վերաբերյալ հիմնավորված գնահատական կազմելու համար: Ազգային հրապարակումը նպատակ ունի առաջին հերթին տեղեկատվությունը հասցնել ներդրողին: Ինֆորմացիան հանդիսանում է ներդրողների շահերի պաշտպանության առաջնային գործոնը ¹³⁸: Ազգային ստորագրվում է թողարկողի տնօրենների խորհրդի (կամ նման իրավասություն ունեցող այլ մարմնի) անդամների մեծամասնության, գործադիր տնօրենի, գլխավոր հաշվապահի (եթե թողարկողի կառուցվածքում վարչություն կամ գործադիր այլ

¹³⁷ Տե՛ս ՀՀ կենտրոնական բանկի խորհրդի կողմից ընդունված կանոնակարգ 14-ի 7.3. և 7.4. կետերը:

¹³⁸ Տե՛ս Directive 2003/71/EC Of The European Parliament And Of The Council of 4 November 2003 on the prospectus to be published when securities are offered to the public or admitted to trading and amending Directive 2001/34/EC, կետ 21 (<http://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/PDF/?uri=CELEX:32003L0071&from=EN>):

մարմին է նախատեսված, ապա դրա բոլոր անդամներին) կողմից: Թողարկման ժամանակ կարող են ձեռք բերվել մասնագիտական կարծիքներ կամ եզրակացություններ տարբեր մասնագետներից (հաշվապահ, գնահատող, անդիտորական ընկերություն և այլն): Այդ դեպքում ազդագրում ներառվում են նաև այդ կարծիքները և եզրակացությունները և ազդագիրը ստորագրվում է նաև այդ անձանց կողմից: Ազդագիրը չի կարող հրապարակվել, եթե այն օրենքով սահմանված կարգով չի գրանցվել ՀՀ կենտրոնական բանկում: «Արժեթղթերի շուկայի մասին» ՀՀ օրենքը սահմանում է ազդագրի հրապարկման պահանջից բացառություն կազմող առաջարկների և արժեթղթերի ցանկը, տալիս է ազդագրի բովանդակություն կազմող տեղեկությունների ընդհանուր բնութագիրը, որն էլ մասնավորեցվում է ՀՀ կենտրոնական բանկի խորհրդի կողմից հաստատված «Ազդագիր և հաշվետու թողարկողների հաշվետվություններ» կանոնակարգ 4/04-ով: Մասնավորապես՝ Կանոնակարգ 4/04-ի 15-րդ կետը սահմանում է, որ ազդագիրը կազմված է.

- 1) ազդագրի դիմային էջից,
- 2) «Բովանդակություն» մասից,
- 3) «Պատասխանատու անձինք» մասից,
- 4) ամփոփաթերթից,
- 5) արժեթղթերի մասին տեղեկատվությունից,
- 6) արժեթղթեր թողարկողների մասին

տեղեկատվությունից:

Այստեղ կարևոր է նշել, որ ազդագիրը բացի արժեթղթերի վերաբերյալ մի շարք տեղեկություններից պետք է պարունակի նաև տեղեկություններ արժեթուղթը թողարկողի վերաբերյալ: Կանոնակարգ 4/04-ը առանձին-առանձին նշում է արժեթղթերի կոնկրետ տեսակների համար

ազդագրում պարունակող տեղեկությունները, մասնավորապես՝ պարտատոմսերի մասին տեղեկատվությունը նախատեսվում է Կանոնակարգի Յավելված 9-ով, իսկ պարտատոմս թողարկողի վերաբերյալ տեղեկատվությունը Յավելված 10-ով:

Մասնագիտական գրականության մեջ քննարկման առարկա է դարձել այն հարցը, թե արդյոք ազդագրի հրապարակումը պետք է համարել արժեթղթի ձեռքբերման օժերտա, թե ոչ¹³⁹: Ա. Յոլ. Սինենկոն գտնում է, որ ազդագիրը կարող է համարվել օժերտա, միայն եթե թողարկողը ակտիվ գործողություններով ազդագիրը ներկայացրել է պոտենցիալ ձեռքբերողներին կամ նրանց համար հասանելի է դարձրել այլ կերպ, ինչպես նաև եթե ազդագիրը հատուկ նշում է պարունակում, որ այն հանդիսանում է օժերտա, հակառակ պարագայում այն կհամարվի օժերտաանելու հրավեր¹⁴⁰: Գ.Ն.Շեվչենկոն գտնում է, որ արժեթղթի ազդագիրը կարող է համարվել հրապարակային օժերտա միայն արժեթղթերի հրապարակային տեղաբաշխման դեպքում, որը կատարվում է բաց բաժանորդագրության միջոցով, ինչպես նաև \$ոնդային բորսայում կամ այլ կարգավորվող շուկայում արժեթղթի վաճառքի դեպքում: Մնացած դեպքերում ազդագիրը չի կարող համարվել հրապարակային օժերտա, քանի որ թեև իր մեջ ներառում է արժեթղթի առավաճառքի պայմանագրի բոլոր էական պայմանները, այնուամենայնիվ այն չի արտահայտում թողարկողի կամքը պայմանագիր կնքել յուրաքանչյուրի հետ, ով դիմի: Այս դեպքում ազդագիրը դառնում է օժերտաանելու հրավեր: Ամեն դեպքում ազդագրի հիմնական նպատակը

¹³⁹ Տե՛ս Коршунова Ж. В. Облигации как вид ценных бумаг по законодательству Российской Федерации, Дисс. ... к.ю.н., Санкт-Петербург 2008, էջ 101-102:

¹⁴⁰ Տե՛ս Синенко А.Ю. "Эмиссия корпоративных ценных бумаг: правовое регулирование, теория и практика" Москва, "Статут", 2002, էջ 38:

տեղեկատվական է. այն պետք է ապահովի հավասարակշռված տեղեկատվության տրամադրումը, որպեսզի ներդրողները որոշեն գնել, թե՛ չգնել այդ արժեթուղթը¹⁴¹: Ժ. Վ. Կորշովն ունի գտնում է, որ արժեթղթերի թողարկման ազդագիրը հանդիսանում է փաստաթուղթ, որը պոտենցիալ ներդրողներին ապահովում է տեղեկատվությամբ այն մասին, թե ով է ներդրումներ ներգրավող անձը, և պաշտպանում է նրանց շահերը թողարկվող արժեթղթերի վերաբերյալ ամբողջական և հավաստի տեղեկություններ հրապարակելու միջոցով, բացի այդ ազդագիրը չի հանդիսանում օֆերտա, եթե նրանում նախատեսված չէ, որ այն հանդիսանում է օֆերտա¹⁴²:

Մեր կարծիքով ազդագիրը համարվում է միայն տեղեկատվության և ապահովող փաստաթուղթ, որի հիման վրա ներդրողները կարող են որոշել գնել այդ արժեթուղթը, թե ոչ: Այն ոչ մի դեպքում չի հանդիսանում օֆերտա, քանի որ դրանում առկա չէ թողարկողի առաջարկը որևէ մեկին՝ կնքելու պայմանագիր: Ավելին՝ ՅՅ օրենսդրությունը չի դիտում ազդագիրը որպես օֆերտա և նախատեսում է ազդագիրը հրապարակելուց հետո արժեթղթերի վաճառքի առաջարկի հրապարակման ինստիտուտը: Այսպես՝ «Արժեթղթերի շուկայի մասին» ՅՅ օրենքի 17-րդ հոդվածի համաձայն՝ ազդագիրը հրապարակելուց անմիջապես հետո, սակայն ոչ ուշ, քան ազդագրի հրապարակմանը հաջորդող առաջին աշխատանքային օրը, տեղաբաշխողը պարտավոր է հրապարակել հայտարարություն և հրապարակային առաջարկի վերաբերյալ՝ Կենտրոնական բանկի նորմատիվ իրավական ակտերով սահմանված կարգով և

¹⁴¹ Տե՛ս Шевиченко Г.Н. Эмиссионные ценные бумаги: понятие, эмиссия, обращение, Москва: Статут, 2006 – էջ 73:
¹⁴² Տե՛ս Коршунова Ж. В. Облигации как вид ценных бумаг по законодательству Российской Федерации, Дисс. ... к.ю.н., Санкт-Петербург 2008, էջ 103:

բ ո վ ա ն դ ա կ ու թ յ ա մ բ , բ ա գ առ ու թ յ ա մ բ ա յ ն դ ե պ ք եր ի ,
ե ր ք ս ու յ ն օ ր ե ն ք ի հ ա մ ա ձ ա յ ն ` ա գ դ ա գ ի
հ ր ա պ ա ր ա կ ու մ չ ի պ ա հ ա ն ջ վ ու մ : Կ ա ն ո ն ա կ ա ր գ 4/04-ի 66-
ր դ կ ե տ ն է լ ս ա հ մ ա ն ու մ է , ո ր ա գ դ ա գ ի ր ը (առ ն տր ի
ա գ դ ա գ ի ր ը) հ ր ա պ ա ր ա կ է լ ու գ ա ն մ ի ջ ա պ ե ս հ ե տ ո ,
ս ա կ ա յ ն ո չ ու շ , ք ա ն ա գ դ ա գ ի հ ր ա պ ա ր ա կ մ ա ն ը
հ ա ջ ո ր դ ո ղ առ ա ջ ի ն ա շ խ ա տ ա ն ք ա յ ի ն օ ր ը ,
տ ե դ ա ք ա շ խ ո ղ ն ի ր ի ն տ ե ր ն ե տ ա յ ի ն կ ա յ ք ու մ
հ ր ա պ ա ր ա կ ու մ է հ ա յ տ ա ր ա ր ու թ յ ու ն հ ր ա պ ա ր ա կ ա յ ի ն
առ ա ջ ա ր կ ի վ ե ր ա ք ե ր յ ա լ հ ե տ ն յ ա լ
բ ո վ ա ն դ ա կ ու թ յ ա մ բ .

1) թ ո ղ ա ր կ ո ղ ի ա ն վ ա ն ու մ ը ,

2) առ ա ջ ա ր կ վ ո ղ ա ր ժ ե թ ղ թ ե ի դ ա ս ը , ծ ա վ ա լ ը
(հ ր ա պ ա ր ա կ մ ա ն պ ա հ ի ն առ կ ա տ ե դ ե կ ա տ վ ու թ յ ա ն
ս ա հ մ ա ն ն ե ր ու մ),

3) հ ր ա պ ա ր ա կ ա յ ի ն առ ա ջ ա ր կ ի ն ա խ ա տ ե ս վ ո ղ
ժ ա մ ա ն ա կ ա հ ա տ վ ա ծ ը ,

4) դ ր ու յ թ , ո ր ա գ դ ա գ ի ր ը հ ր ա պ ա ր ա կ վ ե լ է ,

5) ա յ ն հ ա ս գ ե ն ե ր ը , ո ր տ ե դ ի ց կ ա ր ե լ ի է ձ եռ ք ք ե ր ե լ
ա գ դ ա գ ի ր ը է լ ե կ տր ո ն ա յ ի ն տ ա ր ք ե ր ա կ ո վ , թ ղ թ ա յ ի ն
տ ա ր ք ե ր ա կ ո վ հ ր ա պ ա ր ա կ մ ա ն դ ե պ ք ու մ ն ա ն ` թ ղ թ ա յ ի ն
տ ա ր ք ե ր ա կ ո վ ձ եռ ք ք ե ր մ ա ն ա ղ ք յ ու ր ն ե ր ը :

Յ ր ա պ ա ր ա կ ա յ ի ն առ ա ջ ա ր կ ի վ ե ր ա ք ե ր յ ա լ
հ ա յ տ ա ր ա ր ու թ յ ու ն ը պ ե տ ք է հ ր ա պ ա ր ա կ վ ի ն ա ն
Ֆ ի ն ա ն ս ա կ ա ն շ ու կ ա յ ի մ ա ս ն ա գ ի տ ա գ ու մ ու ն ե ց ո ղ
մ ա մ ու լ ի , առ ն վ ա գ ն 1000 տ պ ա ք ա ն ա կ ո վ հ ա ն ր ա պ ե տ ա կ ա ն
տ ա ր ա ծ ու մ ու ն ե ց ո ղ մ ա մ ու լ ի , հ եռ ու ս տ ա տ ե ս ու թ յ ա ն
կ ա մ ո ա դ ի ո յ ի մ ի ջ ո ց ո վ :

Ա յ ս ի ն ք ն ` Յ Յ օ ր ե ն ս դ ր ու թ յ ու ն ը ն ու յ ն պ ե ս
հ ա ս տ ա տ ու մ է , ո ր ա գ դ ա գ ի ր ը և հ ր ա պ ա ր ա կ ա յ ի ն
առ ա ջ ա ր կ ը տ ա ր ք ե ր ե ն և դ ր ա ն ք հ ր ա պ ա ր ա կ վ ու մ ե ն
տ ա ր ք ե ր վ ո ղ ժ ա մ ա ն ա կ ա հ ա տ վ ա ծ ու մ և տ ա ր ք ե ր վ ո ղ
ը ն թ ա ց ա կ ա ր գ ո վ :

Ա գ դ ա գ ի կ ի ր առ ու թ յ ա ն ժ ա մ կ ե տ ը 12 ա մ ի ս է , ո ր ն
ա յ ն ժ ա մ ա ն ա կ ա հ ա տ վ ա ծ ն է , ո ր ի ը ն թ ա ց ք ու մ ա յ դ

ազդագրի հիման վրա կատարված հրապարակային առաջարկը համարվում է վավերական: Ազդագիրը հրապարակվում է առնվազն Էլեկտրոնային եղանակով՝ թողարկողի կամ տեղաբաշխողի (այդ թվում՝ արժեթղթերի դիմաց վճարումը գանձող անձի) ինտերնետային կայքում: Թողարկողը կամ տեղաբաշխողը (այդ թվում՝ արժեթղթերի դիմաց վճարումը գանձող անձը) պարտավոր է ազդագրի տպագիր տարբերակը ցանկացած անձի պահանջով տրամադրել նրան անվճար:

Եթե առաջարկվող արժեթղթերի վերջնական գինը և առաջարկի ծավալը հնարավոր չէ ներառել ազդագրում, ապա ազդագիրը պետք է առնվազն պարունակի արժեթղթի առավելագույն գինը և արժեթղթերի առաջարկի վերջնական գնի և ծավալի որոշման մեթոդը կամ պայմանները:

Օրենքը նաև նախատեսում է ծրագրային ազդագրի թողարկման հնարավորություն՝ ոչ բաժնային արժեթղթերի, ինչպես նաև ակտիվներով ապահովված արժեթղթերի կամ ապահովված հիփոթեքային պարտատոմսերի շարունակական թողարկումների (երկու և ավելի տրանշների) հրապարակային առաջարկի դեպքում:

Օրենքը սահմանում է ազդագրի սխալ տեղեկատվության միջոցով պատճառված վնասի հատուցման ինստիտուտը: Այսպես՝ «Արժեթղթերի շուկայի մասին» ՀՀ օրենքի 12-րդ հոդվածը սահմանում է. եթե ազդագրում, այդ թվում՝ դրա թարգմանությունում մեջ, որևէ էական փաստ է բաց թողնվել կամ խեղաթյուրվել, ապա թողարկողը կամ տեղաբաշխողը պարտավոր է փոխհատուցել արժեթղթերի սեփականատիրոջ կրած վնասները (այդ թվում՝ բաց թողնված օգուտը), որոնք առաջացել են նման փաստի կամ տեղեկության

բացթողման կամ խեղաթյուրման հետևանքով: Նույն օրենքի 13-րդ հոդվածի 1-ին մասը նախատեսում է, որ անձը, որը, Օրենքի 12-րդ հոդվածի համաձայն, վնաս է պատճառել ներդրողներին, պարտավոր է հատուցել այդ վնասը՝ վնասը կրած անձից նրան վաճառված արժեթղթերը հետգնելու միջոցով, այն գնով, որով վերջինս ձեռք է բերել դրանք: Նման ձևով վնասը հատուցելով՝ վնաս պատճառած անձն ազատվում է վնաս կրած անձին ցանկացած այլ վնաս հատուցելու պարտականությունից:

Նման ձևակերպումից թվում է, որ արժեթղթի սեփականատիրոջը հատուցվում է միայն արժեթղթի ձեռք բերման գինը, իսկ արժեթուղթ ձեռք բերողը վերադարձնում է արժեթուղթը և այդքանով սահմանափակվում է վնասի հատուցումը: Սակայն այդ դեպքում այդ նորմի նման մեկնաբանումը կհակասի «Արժեթղթերի շուկայի մասին» ՀՀ օրենքի 12-րդ հոդվածով սահմանված վնասի լրիվ հատուցման (այդ թվում՝ բացթողնված օգուտի) սկզբունքին: Այդ հակասությունը հատկապես փաստվում է «Արժեթղթերի շուկայի մասին» ՀՀ օրենքի 13-րդ հոդվածի 1-ին մասի երկրորդ նախադասությամբ, ըստ որի՝ այդ ձևով վնասը հատուցելով (հետգնելու միջոցով)՝ վնաս պատճառած անձն ազատվում է այլ վնաս հատուցելու պարտականությունից: Օրենքի 13-րդ հոդվածի 1-ին մասով նախատեսված վնասի հատուցման ձևը կգործի միայն այն դեպքում, երբ պարտատոմսի սեփականատերը թողարկողի հետ համաձայնության գալիս այդ ձևով վնասի հատուցում ստանալու: Այլ կերպ ասած՝ միայն պարտատոմսի սեփականատիրոջ կողմից կամավոր կերպով պարտատոմսը հետ վաճառելու դեպքում կարող է կիրառվել այս նորմը, սակայն կամավոր կիրառման դեպքում կողմերի միջև ձեռք է բերվում համաձայնություն, ուստի օրենսդրական նման նորմ

սահմանելու անհրաժեշտությունն առկա է: Բացի այդ, այստեղ վնասի հատուցման ձևը նշվում է արժեթղթի հետգնումը բոլոր այն սուբյեկտների կողմից, ովքեր պատասխանատու են: Այս կառուցակարգը կարող է արդյունավետ լինել միայն այն դեպքերում, երբ ազդագրում սխալ տեղեկատվության համար պատասխանատու են թողարկողը կամ տեղաբաշխողը, սակայն այն դեպքերում, երբ պատասխանատվություն են կրում մասնագիտական կարծիք հայտնող անձինք (հաշվապահ, գնահատող, խորհրդատու և այլն), ապա ինչպե՞ս նրանք պետք է «հետգնեն» արժեթուղթը դրանց սեփականատերերից: Բացի քաղաքացիաիրավական պատասխանատվությունից, արժեթղթեր թողարկելիս ՀՀ քրեական օրենսգրքի¹⁴³ 204-րդ հոդվածի 2-րդ մասը նախատեսում է քրեական պատասխանատվություն արժեթղթերի թողարկման հայտարարագրում ակնհայտ ոչ ստույգ տեղեկատվություն մտցնելու, ինչպես նաև ակնհայտ ոչ ստույգ տեղեկատվություն պարունակող թողարկման հայտարարագիրը կամ թողարկման ակնհայտ ոչ ստույգ արդյունքները հաստատելու համար՝ եթե այդ արարքները խոչորվնաս են պատճառել՝ նախատեսելով պատիժ տուգանքով՝ նվազագույն աշխատավարձի երեքհարյուրապատիկից հինգհարյուրապատիկի չափով, կամ ազատազրկմամբ՝ առավելագույնը մեկ տարի ժամկետով: Այս դեպքում խոչորվնաս է համարվում հանցագործության պահին սահմանված նվազագույն աշխատավարձի հազարապատիկը գերազանցող գումարը (արժեքը), այսինքն՝ 1,000,000 (մեկ միլիոն) ՀՀ դրամ՝ հիմք ընդունելով «Նվազագույն

¹⁴³ Ընդունվել է 18.04.2003թ., ուժի մեջ է մտել 01.08.2003թ., տե՛ս ՀՀ ՊՏ 2003.05.02/25(260) Հոդ. 407, ՀՕ-528-Ն:

ամսական աշխատավարձի մասին» ՀՀ օրենքի¹⁴⁴ 3-րդ հոդվածը: Այստեղ մի փոքր խնդրահարույց է «թողարկման հայտարարագիր» եզրույթը: Այդպիսի փաստաթուղթ արժեթղթերի թողարկման դեպքում չի կիրառվում և, ինչպես վերը նշվեց, արժեթղթերը թողարկվում են թողարկման որոշման հիման վրա, իսկ օրենքով նախատեսված դեպքերում արժեթղթի թողարկման ժամանակ հրապարակվում է ազդագիրը: Գտնում ենք, որ ՀՀ քրեական օրենսգիրքը թողարկման հայտարարագիր եզրույթը օգտագործել է՝ նկատի ունենալով այն փաստաթուղթ(եր)ը, որը հնարավորություն է տալիս այլ անձանց տեղեկանալ արժեթղթի թողարկման պայմանների վերաբերյալ, որպիսին կարող է հանդիսանալ նաև ազդագիրը: Արժեթղթի ազդագրում տեղեկությունների բաց թողման կամ խեղաթյուրման համար պատասխանատվության կապակցությամբ ներկայացնենք մի քանի զարգացած երկրների փորձը: Այսպես՝ Ֆրանսիայում և՛ քրեական, և՛ քաղաքացիական պատասխանատվություն է նախատեսված առաջարկի վերաբերյալ հաղորդագրությունների խեղաթյուրող տեղեկությունների ներկայացնելու համար¹⁴⁵: Ընդ որում՝ առկա չէ սահմանափակում, թե որ փաստաթղթերում պետք է լինի այդ խեղաթյուրող տեղեկատվությունը. այն կարող է լինել օրինակ՝ ազդագրում, առևտրային գովազդներում, բաժնետերերի ժողովների որոշումներում, հաշվապահական հաշվետվություններում և այլն: Քաղաքացիական պատասխանատվության չափի վերաբերյալ 1993թ. Ֆրանսիայի Վճռաբեկ դատարանը

¹⁴⁴ Ընդունվել է 17.12.2003թ. «նւժիմեջ էմտել 01.01.2004թ. «տե՛ս ՀՀ ՊՏ 2004.01.16/3(302) Հոդ. 43, ՀՕ-66-Ն:

¹⁴⁵ Տե՛ս Copeman J., Bafi A., Chemla D., Smith H., Friedrich B., Lutz G. Prospectus liability in Europe and the US, Plc Global Counsel Magazine, սեպտեմբեր 2003, էջ 40 (https://www.herbertsmithfreehills.com/-/media/Files/PDFs/2013/39_47%20prospectus%20liability.pdf):

որոշեց, որ ներդրողը կարող է ստանալ վնասների հատուցում միայն իր ձեռք բերման գնի և արժեթղթի իրական շուկայական արժեքի տարբերության չափով ¹⁴⁶:

Գերմանիայում նույնպես տեղեկատվության խեղաթյուրման համար պատասխանատվության է նախատեսված ոչ միայն ազդագրում ներառված տեղեկությունների, այլ նաև մի շարք այլ փաստաթղթերի համար՝ հաշվետվություններ, գովազդ և այլն ¹⁴⁷:

Գերմանիայի օրենսդրության համաձայն պատասխանատվության համար ներդրողը պետք է ապացուցի, որ ազդագիրը եղել է ոչ ճիշտ կամ ոչ ամբողջական և նա ձեռք է բերել այդ արժեթղթերը ազդագիրը հրապարակելուց հետո: Ընդ որում՝ պարտադիր չէ, որ ներդրողի մոտ առաջացած վնասի և ազդագրի առկա սխալ տեղեկատվության մեջ լինի պատճառահետևանքային կապ:

Գերմանիայի Գերագույն դատարանը սահմանել է, որ նույնիսկ եթե ազդագրում ներառված տեղեկությունները առանձին վերցված ճիշտ են, սակայն ազդագիրը թողարկողին ներկայացնում է ավելի շահավետ լույսի ներքո, քան վերջինս կա իրականում, ապա ազդագիրը կարող է համարվել սխալ տեղեկատվություն պարունակող: Այս դեպքում կիրառվում է «ճիշտ ընդհանուր պատկերի» թեստը ¹⁴⁸:

ԱՄՆ-ում պատասխանատվություն է նախատեսված գրանցման հայտարարագրերում և ազդագրում կեղծ տեղեկություններ ներառելու համար ¹⁴⁹: Արժեթուղթ ձեռք բերողը պարտավոր է ապացուցել, որ գրանցման հայտարարագրում կամ ազդագրում առկա է «բովանդակային» (material) բացթողում կամ սխալ (Securities Act Section 11(a)), այսինքն՝ ողջամիտ ներդրողը այդ

¹⁴⁶ Տե՛ս նույն տեղում, էջ 41:
¹⁴⁷ Տե՛ս նույն տեղում, էջ 41:
¹⁴⁸ Տե՛ս նույն տեղում, էջ 42:
¹⁴⁹ Տե՛ս Securities Act Of 1933, Section 11 և Section 12(a)(2) (<http://www.sec.gov/about/laws/sa33.pdf>):

հանգամանքը հաշվի կառնելը ներդրում կատարելիս: Արժեթուղթ ձեռք բերողը պարտավոր չէ ապացուցել պատասխանատու անձի դիտավորությունը, ոչ էլ այն հանգամանքը, որ ինքը չգիտեր այդ սխալի մասին: Սակայն պատասխանատու անձը կարող է ազատվել պատասխանատվությունից, եթե արժեթուղթ ձեռք բերողը պարտավոր էր իմանալ սխալ կամ բաց թողնված տեղեկատվության վերաբերյալ «ողջամիտ հոգածություն» («reasonable care») դեպքում (Securities Act Section 12(a)(2)): Բացի այդ, ԱՄՆ օրենսդրության համաձայն՝ եթե արժեթուղթ թողարկողը կամ վաճառողը ապացուցում են, որ արժեթղթի սեփականատիրոջ վնասները ամբողջությամբ կամ մասամբ չեն առաջացել խեղաթյունով կամ բաց թողնված տեղեկատվության արտացոլմամբ, ապա ազատվում են այդ մասով վնասները հատուցելուց (Securities Act Section 12(b)):

Ամփոփելով վերը նշվածը՝ պետք է արձանագրել, որ ազդագրում, այդ թվում՝ դրա թարգմանության մեջ, որևէ էական փաստ բաց թողնվելու կամ խեղաթյունով ելու դեպքում թողարկողը կամ տեղաբաշխողը պարտավոր է փոխհատուցել արժեթղթերի սեփականատիրոջ կրած վնասները լրիվ ծավալով: Փաստը պետք է համարել էական, եթե դա կարող է ազդել արժեթուղթը ձեռք բերողի որոշման վրա գնելու կամ չգնելու տվյալ արժեթուղթը: Օրենքով սահմանված է, որ հատուցվում են բոլոր վնասները (ներառյալ բաց թողնված օգուտը), սակայն նույն օրենքի 13-րդ հոդվածի 1-ին մասը նախատեսում է նաև նորմ այն մասին, որ վնասը հատուցվում է վնասը կրած անձից նրան վաճառված արժեթղթերը հետգնելու միջոցով, այն գնով, որով վերջինս ձեռք է բերել դրանք: Նման ձևով վնասը հատուցելով՝ վնաս պատճառած անձն ազատվում է վնաս կրած անձին ցանկացած այլ վնաս հատուցելու պարտականությունից: Գտնում ենք, որ

«Արժեթղթերի շուկայի մասին» ՀՀ օրենքի 13-րդ հոդվածի 1-ին մասը կարող է տարակարծությունների տեղիք տալ և հնարավորություն ստեղծել սխալ տեղեկատվության համար պատասխանատու անձանց խուսափելու վնասների լրիվ հատուցում տալու պարտականությունից: Ներդրողների շահերի պաշտպանության տեսանկյունից կարծում ենք, որ ազդագրում սխալ տեղեկատվության համար վնասների լրիվ ծավալով հատուցման սկզբունքը պետք է միանշանակ և անխոչընդոտ իրագործվի, ներդրողները պետք է վստահ լինեն, որ իրենց ներդրումները վերադարձվելու են և իրենց կրած վնասները ամբողջությամբ հատուցվելու են ազդագրում փաստի կամ տեղեկատվության էական խեղաթյուրման կամ բացթողման դեպքերում, ուստի առաջարկում ենք հանել «Արժեթղթերի շուկայի մասին» ՀՀ օրենքի 13-րդ հոդվածի 1-ին մասը, որը կարող է միայն խոչընդոտել տուժողների վնասի լրիվ հատուցում ստանալուն և կասկածի տակ դնել ընդհանրապես ազդագրում տեղեկատվության խեղաթյուրման և էական փաստ բաց թողնելու արդյունքում պատճառված վնասի լրիվ հատուցում ստանալու սկզբունքը:

Ազդագրում որևէ փաստի կամ տեղեկության էական խեղաթյուրման կամ բացթողման դեպքում առաջացած վնասները հատուցվում են, եթե առաջացել են *և ման փաստի կամ տեղեկության բացթողման կամ խեղաթյուրման հետևանքով*: Այսինքն՝ առկա պետք է լինի պատճառահետևանքային կապը տեղեկության կամ փաստի խեղաթյուրման կամ բացթողման և վնասի առաջացման միջև, որը Օրենքի ներկա խմբագրությունից ենթադրվում է, որ պետք է ապացուցի արժեթուղթ ձեռք բերողը: Գտնում ենք, որ որոշ դեպքերում բավականին դժվար կլինի (եթե ոչ անհնար) ապացուցել, թե արժեթուղթը ձեռք բերողի

վնասները առաջացել են տվյալ տեղեկություն սխալ
լինելուց, թե ոչ: Օրինակ՝ ազդագրում սխալ են
նշված թողարկողի հաշվապահական ցուցանիշները,
կամ թողարկողի վերաբերյալ
տեղեկություններում խեղաթյուրվել է նրա
գործունեության բնույթը և պատմություն,
ներկայացվել է ավելի դրական և լույսի ներքո: Այս
դեպքում պարտատոմսը, որը համարվում էր ավելի
ապահով և ոչ ռիսկային, քանի որ թողարկվել էր
ենթադրյալ «հեղինակավոր» թողարկողի կողմից,
իրականում այդպիսին չէ, ներդրողի կողմից
երկրորդային շուկայում վաճառվում է ավելի ցածր
գնով, քան ենթադրվում է: Նման պայմաններում
ապացուցել, որ ցածր գնով վաճառքի պատճառը հենց
ազդագրում առկա տեղեկություն խեղաթյուրումն է,
կարող է ներդրողի համար շատ դժվար լինել:
Կարծում ենք ավելի նպատակահարմար է սահմանել,
որ հայցվորը չպետք է ապացուցի
պատճառահետևանքային կապը սխալ
տեղեկատվության և վնասների, իսկ եթե
պատասխանատու անձը կապացուցի, որ վնասները
ամբողջությամբ կամ մասամբ չեն առաջացել սխալ
տեղեկատվություն հրապարակելու արդյունքում,
ապա ամբողջությամբ կամ համապատասխան մասով
անձը կազատվի պատասխանատվությունից: Այս
դեպքում արժեթուղթ ձեռք բերողը պետք է ապացուցի
միայն վնասի առկայությունը և եական փաստի կամ
տեղեկության բացթողումը կամ խեղաթյուրումը:
Ընդ որում՝ Օրենքով սահմանված է, որ թողարկողի
պատասխանատվությունն առկա է նաև այն դեպքում,
երբ ազդագրում ներառված տեղեկատվության
աղբյուր են հանդիսացել երրորդ անձինք՝ անկախ
այդ անձանց պատասխանատվությունից, իսկ
տեղաբաշխողն ազատվում է
պատասխանատվությունից, եթե ապացուցում է, որ

բավարար և պատշաճ ուսումնասիրությունից հետո բավարար հիմքեր է ունեցել հավատալու և հավատացել է, որ ազդագրի գրանցման պահին դրանում սխալ տեղեկատվություն կամ խեղաթյունում (բացթողում) չի եղել :

Ուստի առաջարկում ենք «Արժեթղթերի շուկայի մասին» ՀՀ օրենքի 12-րդ հոդվածի 1-ին նախադասությունում առկա «*որոնք առաջացել են նման փաստի կամ տեղեկության բացթողման կամ խեղաթյունում հետևանքով*» բառերը հանել և հոդվածը լրացնել 5-րդ մասով՝ հետևյալ խմբագրությամբ. «5. Եթե սույն հոդվածում նշված պատասխանատու անձը ապացուցի, որ վնասները ամբողջությամբ կամ մասամբ չեն առաջացել ազդագրում, այդ թվում՝ դրա թարգմանության մեջ, որևէ էական փաստ բաց թողնվելու կամ խեղաթյունով հետևանքով, ապա ամբողջությամբ կամ համապատասխան մասով այդ անձը ազատվում է վնասի հատուցման պատասխանատվությունից :»

§2.3. Պարտատոմսերի տեղաբաշխման հասկացությունը, կարգը և շրջանառությունը երկրորդային շուկայում

Արժեթղթերի, այդ թվում՝ պարտատոմսերի շրջանառություն հասկացությունը հստակեցված չէ ՀՀ օրենսդրությամբ: Մասնավորապես՝ արդյոք պարտատոմսի շրջանառությունն ասելով պետք է հասկանալ պարտատոմսի տեղաբաշխումը և դրանից հետո կատարված բոլոր գործարքներ, թե պարտատոմսի տեղաբաշխումը (առաջին վաճառքը) չի մտնում շրջանառություն հասկացության մեջ, կամ արդյոք շրջանառությունն սահմանումը ներառում է միայն պարտատոմսի սեփականատիրոջ փոփոխությունը, թե դրա մեջ են ընդգրկվում նաև

պարտատոմսի իրավական կարգավիճակի վրա ազդող
 այլ պայմանագրերի կնքումը (գրավ,
 հավատարմագրային կառավարում և այլն):
 Քաղաքացիական օրենսգրքի 133-րդ հոդվածը,
 սահմանելով քաղաքացիական իրավունքների
 օբյեկտների շրջանառունակությունը, նշում է, որ
 քաղաքացիական իրավունքների օբյեկտները կարող
 են ազատորեն օտարվել կամ անցնել մեկ անձից
 մյուսին համապարփակ իրավահաջորդության
 կարգով (ժառանգում, իրավաբանական անձի
 վերակազմակերպում), կամ այլ եղանակով, եթե դրանք
 հանված չեն շրջանառությանից, կամ դրանց
 շրջանառությունը սահմանափակված չէ: Այս
 հասկացությունից կարելի է ենթադրել, որ առաջին
 օտարումը՝ տեղաբաշխումը, ևս ընդգրկվում է
 շրջանառության մեջ, սակայն
 շրջանառունակությունը պետք է դիտել միայն
 սեփականատերերի փոփոխությունը, իսկ օրինակ՝
 գույքի գրավադրումը չի ընդգրկվում դրամեջ: Ա.
 Յուրևիչ, քննարկելով բաժնետոմսի
 շրջանառության հարցը, նշում է, որ բաժնետոմսի
 շրջանառության հասկացության մեջ ընդգրկվում
 են դրա տեղաբաշխումը առաջնային գնորդների
 միջև, ինչպես նաև առաջին գնորդների կողմից
 բաժնետոմսի հետագա օտարում այլ անձանց՝
 երկրորդային շրջանառությունը¹⁵⁰: Ի. Ծ.
 Ֆայզուլլինովը շրջանառության հասկացության
 մեջ է ընդգրկում ոչ միայն արժեթղթի
 սեփականատիրոջ փոփոխությունը, այլև այն
 գործողությունները, որոնք «արժեթղթի
 սեփականատիրոջ համար առաջացնում են այլ
 իրավական հետևանքներ» (հանձնելը
 հավատարմագրային կառավարման կամ պահանջան,

¹⁵⁰ Տե՛ս Бушев А.Ю., Скворцов О.Ю. Акционерное право. Вопросы теории и судебно-арбитражной практики. М.: Бизнес-школа "ИнтелСинтез", 1997, էջեր 9-10:

գրավդդնելը և այլն)¹⁵¹: Ժ.Վ.Կորչոնևսկու նշում է, որ պարտատոմսերի շրջանառության տակ պետք է հասկանալ քաղաքացիության գործարքների կնքում, որոնք ուղղված են սեփականության իրավունքի (այլ իրային իրավունքների) ծագմանը առաջին ձեռք բերողների մոտ, ինչպես նաև գործարքների արդյունքում պարտատոմսի սեփականատերերի փոփոխություն և օրենքով նախատեսված դեպքերում այլ իրավական հետևանքների առաջացումը¹⁵²: Պետք է նաև ավելացնել, որ «ՆԱՍԴԱՔ ՕԵՄԷՔՍ ԱՐՄԵՆԻԱ» ԲԲԸ-ի կողմից ընդունված «Արժեթղթերի ցուցակման և առևտրին թույլատրման կանոններով» (գրանցված Կենտրոնական բանկի կողմից 02.12.2012թ.)¹⁵³ սահմանվում է ազատ շրջանառության ենթակա արժեթղթի հասկացությունը, ըստ որի արժեթուղթը, որի միավորի գրավադրումը կամ սեփականատիրոջ փոփոխությունը տվյալ արժեթղթի թողարկման մասին որոշմամբ կամ թողարկողի կանոնադրությամբ չի վերահսկվում տվյալ արժեթղթի թողարկողի և/կամ նրա կողմից թողարկված արժեթղթերի այլ սեփականատերերի կողմից, համարվում է ազատ շրջանառության ենթակա արժեթուղթ: Հաշվի առնելով վերոգրյալը՝ գտնում ենք, որ պարտատոմսի շրջանառություն հասկացության տակ պետք է հասկանալ դրատեղաբաշխումը, հետագա սեփականատերերի փոփոխությունը, ինչպես նաև պարտատոմսի գոյության ընթացքում դրա վերաբերյալ կնքված այն քաղաքացիության գործարքները, որոնք չնայած չեն առաջացնում սեփականատիրոջ

¹⁵¹ Տե՛ս Գայзутдинов И. Ш. Акции по российскому законодательству: Автореф. дисс. ... канд. юрид. наук. Москва, 1994. Էջ 7:

¹⁵² Տե՛ս Коршунова Ж. В. Облигации как вид ценных бумаг по законодательству Российской Федерации, Дисс. ... канд. юрид. наук., Санкт-Петербург 2008, Էջ 149:

¹⁵³ Տե՛ս <https://www.cba.am/AM/laregulations/arjetxt.cucak.u%20arevtrin%20tujlatrm.kanon.pdf> :

փոփոխուած յոլն, սակայն որևէ կերպ փոփոխուած են պարտատոմսի առկա իրավական կարգավիճակը՝ փոփոխելով դրա տիրապետողին, սահմանափակելով դրանով կատարվող գործարքները և այլն (պարտատոմսի գրավադրուումը, հավատարմագրային կառավարման հանձնումը, պահանջան հանձնումը և այլն):

Պարտատոմսերի թողարկմանը հաջորդում է դրանց տեղաբաշխումը: Պարտատոմսերի տեղաբաշխում է համարվում արժեթղթերի առաջին վաճառքը ներդրողին: Տեղաբաշխումը կարող է իրականացնել հենց թողարկողը կամ ներդրումային ծառայությունները մատուցելու իրավունք ունեցող անձը (տեղաբաշխողը): «Արժեթղթերի շուկայի մասին» ՀՀ օրենքի 3-րդ հոդվածի 1-ին մասի 17-րդ կետի համաձայն՝ *արժեթղթի վաճառք է համարվում տվյալ արժեթղթի առուվաճառքի, փոխանակման կամ հատուցելի ցանկացած այլ գործարքը*: Այսինքն՝ արժեթղթի տեղաբաշխում է համարվում առուվաճառքի, փոխանակման կամ այլ հատուցելի գործարքի առաջին կնքումը ներդրողին: Պետք է նշել, որ արժեթղթերի տեղաբաշխումը և հետագա շրջանառությունը տեղի է ունենում կարգավորվող շուկայում, որպիսին է հանդիսանում նաև ֆոնդային բորսան, ինչպես նաև կարգավորվող շուկայից դուրս: Հայաստանի Հանրապետությունում գործող ֆոնդային բորսայում արժեթղթերի տեղաբաշխումը տեղի է ունենում միայն դրամական միջոցների վճարմամբ, այսինքն՝ արժեթղթերի վաճառքը կարող է տեղի ունենալ միայն առուվաճառքի պայմանագրի կնքմամբ¹⁵⁴: Բորսայից դուրս արժեթղթի

¹⁵⁴ Տե՛ս «Նասդաք ՕԷմԷքս Արմենիա» բաց բաժնետիրական ընկերության կողմից ընդունված «Արժեթղթերի տեղաբաշխման

տեղաբաշխումը, ըստ օրենքի, կարող է լինել նաև փոխանակման կամ այլ հատուցելի գործարքի կնքման արդյունքում: Այս տեղաբաշխումը, որ օրենքը արժեթղթի վաճառք է համարել արժեթղթի առևժամային, փոխանակման կամ *հատուցելի այլ գործարքի կնքում*, սակայն հատուցելի այլ գործարք օգտագործելիս չի մասնավորեցրել, որ այդ գործարքների արդյունքում պետք է արժեթղթի նկատմամբ դադարի նախկին սեփականատիրոջ իրավունքը և ծագի մեկ այլ սուբյեկտի սեփականության իրավունքը: Այս ձևակերպմամբ արժեթղթի հետ կնքված ցանկացած հատուցելի գործարք (օրինակ՝ պահանջան) կարող է դիտվել իբրև վաճառք: Այս կապակցությամբ Ա.Յոլ.Սինենկոն նշում է, որ արժեթղթի տեղաբաշխման հասկացության տակ պետք է հասկանալ քաղաքացիաիրավական պայմանագրի կնքում, որն ուղղված է արժեթղթի նկատմամբ սեփականության իրավունքի (այլ իրային իրավունքների) ծագմանը առանձին ձեռք բերողների մոտ¹⁵⁵: ՅՅ վճռաբեկ դատարանը իր որոշումներից մեկում¹⁵⁶ նույնպես արտահայտել է տեսակետ համաձայն որի՝ տեղաբաշխումն արժեթղթի (տվյալ դեպքում՝ պարտատոմսի) վաճառքը կամ այլ կերպ հատուցելի *օտարումն է* առաջին ձեռք բերողին: Այսինքն՝ բոլոր դեպքերում պետք է ընդգծվի այն հանգամանքը, որ տեղաբաշխմամբ արժեթղթը օտարվում է թողարկողից տարբերվող այլ անձի: Իսկ

կազմակերպման կանոնների» գլուխ 3, որը գրանցվել է ՅՅ ԿԲ-ում «02» դեկտեմբերի 2008թ.:

¹⁵⁵ Տե՛ս Синенко А.Ю. "Эмиссия корпоративных ценных бумаг: правовое регулирование, теория и практика" Москва, "Статус", 2002, էջ 54:

¹⁵⁶ Տե՛ս ՅՅ վճռաբեկ դատարանի 2014թ. մայիսի 8-ին կայացված որոշումը թիվ ԵԱԲԴ/1459/02/10 քաղաքացիական գործով՝ ըստ Նարինե Նալբանդյանի հայցի ընդդեմ «Իտարկո Քոնսթրաքշն» ՓԲԸ-ի, երրորդ անձինք Յրաչ-Ներսես Կապրիելյանի, Վարդան Սիրմաքեսսի՝ 04.08.2010 թվականի ընդհանուր ժողովի որոշումն անվավեր ճանաչելու պահանջի մասին:

ի ն չ վ ե ր ա ք ե ր ու մ է փ ո խ ա ն ա կ մ ա ն գ ո Ր Ց ա ր ք ն ե ր ի ն , ա պ ա պ ե տ ք է ն շ ե լ , ո ր ա ր ժ ե թ ղ թ ե ր ի տ ե ղ ա ք ա շ խ ու մ ը հ ն ա ր ա վ ո ր է ն ա ն « ո չ դ ր ա մ ա կ ա ն ձ ն ո վ » վ ճ ա ր ե լ ո վ , ո ր ը կ ա ր ո ղ է դ ր ս կ ո ր վ ե լ ո վ ա յ լ ա ր ժ ե թ ղ թ ե ր , ի ր ե ր կ ա մ գ ու յ ք ա յ ի ն ի ր ա վ ու ն ք ն ե ր տ ր ա մ ա դ ր ե լ ո վ , ո ր ո ն ք ու ն ե ն դ ր ա մ ա կ ա ն ա ր ժ ե ք : Ա յ դ դ ե պ ք ու մ ա ր ժ ե թ ղ թ ե ր ի թ ո ղ ա ր կ մ ա ն և տ ե ղ ա ք ա շ խ մ ա ն ո ր ո շ ու մ ը պ ե տ ք է ն ա խ ա տ ե ս ի հ ն ա ր ա վ ո ր ու թ յ ու ն ը ո չ դ ր ա մ ա կ ա ն մ ի ջ ո ց ո վ ա ր ժ ե թ ղ թ ե ր ի դ ի մ ա ց վ ճ ա ր ու մ ի ր ա կ ա ն ա ց ն ե լ ու հ ա մ ա ր ` ն շ ե լ ո վ ն ա ն ա յ դ մ ի ջ ո ց ն ե ր ի տ ե ս ա կ ն ե ր ը : Ա յ ս ա փ ս ո վ ` կ ա ր ծ ու մ ե ն ք , ո ր « Ա ր ժ ե թ ղ թ ե ր ի շ ու կ ա յ ի մ ա ս ի ն » Հ Հ օ ր ե ն ք ի 3-ր դ հ ո դ վ ա ծ ի 1-ի ն մ ա ս ի 17-ր դ կ ե տ ը պ ե տ ք է փ ո փ ո խ վ ի և շ ա ր ա դ ր վ ի հ ե տ ն յ ա լ կ ե ր պ . **« ա ր ժ ե թ ղ թ ի վ ա ճ առ ք է հ ա մ ա ր վ ու մ տ վ յ ա լ ա ր ժ ե թ ղ թ ի առ ու վ ա ճ առ ք ի , փ ո խ ա ն ա կ մ ա ն կ ա մ հ ա տ ու ց ե լ ի ց ա ն կ ա ց ա ծ ա յ լ գ ո Ր Ց ա ր ք ը , ո ր ո վ օ տ ա ր վ ու մ է տ վ յ ա լ ա ր ժ ե թ ու ղ թ ը » :**

Պ ա ր տ ա տ ո մ ս ե ր ի տ ե ղ ա ք ա շ խ ու մ ը տ ե ղ ի է ու ն ե ն ու մ ք ա ժ ա ն ո ր դ ա գ ր ու թ յ ա ն մ ի ջ ո ց ո վ , ո ր ը լ ի ն ու մ է ք ա ց և փ ա կ : Փ ա կ ք ա ժ ա ն ո ր դ ա գ ր ու թ յ ա ն մ ի ջ ո ց ո վ կ ա տ ա ր վ ո ղ տ ե ղ ա ք ա շ խ ու մ ը ու ղ ղ վ ա ծ է կ ո ն կ ր ե տ ա ն ձ ա ն ց շ ր ջ ա ն ա կ ի , ի ս կ ք ա ց ք ա ժ ա ն ո ր դ ա գ ր ու թ յ ու ն ը ` ա ն ո ր ո շ ա ն ձ ա ն ց շ ր ջ ա ն ա կ ի : Ն ե ր կ ա յ ա ց վ ո ղ հ ա յ տ ե ր ու մ ն ե ր դ ր ո ղ ն ե ր ը պ ե տ ք է ն շ ե ն պ ա ր տ ա տ ո մ ս ե ր ի ք ա ն ա կ ը և գ ի ն ը , ո ր ո ն ց ո վ ց ա ն կ ա ն ու մ ե ն ձ ե ո ք ք ե ր ե լ պ ա ր տ ա տ ո մ ս ե ր : Տ ե ղ ա ք ա շ խ մ ա ն պ ա յ մ ա ն ն ե ր ո վ կ ա ր ո ղ ե ն ն ա խ ա տ ե ս վ ա ծ լ ի ն ե լ ն վ ա գ ա գ ու յ ն և առ ա վ ե լ ա գ ու յ ն գ ու մ ա ր ն ե ր ը կ ա մ ա ր ժ ե թ ղ թ ի ք ա ն ա կ , ո ր ո ն ց ս ա հ մ ա ն ն ե ր ու մ պ ե տ ք է լ ի ն ի առ ա ջ ա ր կ վ ո ղ գ ի ն ը : Օ ր ի ն ա կ ` « Ս Ա Ս -Գ Ր Ո Ի Պ » Ս Պ Ը -ի կ ո ղ մ ի ց 2012թ . ն ո յ ե մ ք ե ր ի 15-ի ն ը ն դ հ ա ն ու ր ժ ո ղ ո վ ի ո ր ո շ մ ա ն հ ա ս տ ա տ վ ա ծ կ ո ր պ ո ր ա տ ի վ պ ա ր տ ա տ ո մ ս ե ր ի թ ո ղ ա ր կ մ ա ն և շ ր ջ ա ն առ ու թ յ ա ն պ ա յ մ ա ն ն ե ր ո վ ն ա խ ա տ ե ս վ ա ծ է , ո ր թ ո ղ ա ր կ վ ու մ ե ն 700,000 հ ա տ 10 Ա Մ Ն

դուլար անվանական արժեք ունեցող պարտատոմսեր՝
ընդհանուր 7,000,000 ԱՄՆ դուլար արժեքով, սակայն
տեղաբաշխման պայմաններով նախատեսված է, որ մեկ
ներդրողի նկատմամբ կիրառվում է ձեռք բերվող
պարտատոմսերի ծավալի սահմանափակում, այն է. մեկ
ներդրողը չի կարող 500,000-ից (հինգ հարյուր
հազարից) ավել պարտատոմս ձեռք բերել ¹⁵⁷:

Պարտատոմսի տեղաբաշխման ժամանակ
ներդրողներին պետք է ներկայացվի այն գինը, որով
արժեթղթերն առաջարկվելու են: Եթե գինը հայտնի
չէ, ապա պետք է նշել առաջարկի առավելագույն գինը
և վերջնական գնի որոշման մեթոդը կամ
պայմանները, ինչպես նաև առաջարկի գնի
բացահայտման գործընթացի նկարագրությունը:
Ներդրողի նպետք է ներկայացնել նաև այն ծախսերը
և հարկերը, որոնք գանձվելու են
բաժանորդագրվողից կամ գնորդից:

Փակ բաժանորդագրության դեպքում
պարտատոմսերի տեղաբաշխման որոշմամբ պետք է
սահմանվեն այն անձանց շրջանակը, որոնց
շրջանակում նախատեսվում է կատարել
պարտատոմսերի տեղաբաշխումը: Այդ անձանց
շրջանակը նշելու համար կարող են օգտագործվել
նրանց անունները (անվանումները) կամ ուղղակի
այն չափանիշը, որով որոշվում են այդ անձինք: Ընդ
որում՝ պարտատոմսերի փակ, ոչ բորսայական
տեղաբաշխման դեպքում պարտատոմսերը
ներդրողներին կողմից կարող են ձեռք բերվել
թողարկողի հանդեպ ունեցած մեկ այլ
պարտավորության հաշվին (պարտքի նորացում)¹⁵⁸: Այդ
կապակցությամբ ՀՀ վճռաբեկ դատարանը թիվ
ԵԱՔ Դ/1459/02/10 քաղաքացիական գործով 08.05.2014թ.

¹⁵⁷ Տե՛ս ազդագիրը - http://ameriabank.am/userfiles/file/SAS_GROUP_Ammendment_to_Prospectus.pdf:

¹⁵⁸ Տե՛ս Коршунова Ж. В. Облигации как вид ценных бумаг по законодательству Российской Федерации, Дисс. ... канд. юрид. наук., Санкт-Петербург 2008, էջ 107:

կայացված որոշմամբ արտահայտել է դիրքորոշում
այն մասին, որ փակ բաժնետիրական ընկերության
բաժնետիրոջ կողմից ընկերությանը արդեն իսկ
տրամադրված փոխառության դիմաց չեն կարող
թողարկվել ընկերության բաժնետոմսերի
փոխարկվող պարտատոմսեր, իսկ ընկերության
բաժնետոմսերի փոխարկվող պարտատոմսերը չեն
կարող տեղաբաշխվել բացառապես փոխատուների
միջև¹⁵⁹: Այսինքն՝ ընկերությունը չի կարող
թողարկել բաժնետոմսերի փոխարկվող
պարտատոմսեր, որոնք իսկզբանե հիմնված են որևէ
անձի կողմից ընկերությանը տրամադրված
փոխառության հիման վրա, որից հետո այդ
պարտատոմսերը համարել փոխատուի
սեփականությանը՝ այդպիսով տեղաբաշխելով
փոխարկվող պարտատոմսերը, որն էլ հետագայում
փոխարկվում է բաժնետոմսի: ԶՅ վճռաբեկ դատարանի
այս դիրքորոշումը կապված էր այն հանգամանքով,
որ պարտատոմսերը տվյալ դեպքում *փոխարկվող էին*:
Դատարանը նշում է, որ բաժնետոմսերի փոխարկվող
պարտատոմսի տեղաբաշխման ընթացքում էական է դրա
դիմաց իրական վճարումը դրամով կամ գույքային
այլ համարժեքով, քանի որ բաժնետոմսերի
թողարկումը և տեղաբաշխումը, հետևաբար նաև՝
բաժնետոմսերի փոխարկվող պարտատոմսի
թողարկումը և տեղաբաշխումը հանգեցնում է
ընկերության կանոնադրական կապիտալի
մեծացմանը: Առկա պարտքերի դիմաց բաժնետոմսի
փոխարկվող պարտատոմսի տրամադրումը հակասում է
ին վեստիցիոն (ներդրումային) արժեթղթերի
թողարկման և տեղաբաշխման սկզբունքներին, քանի

¹⁵⁹ Տե՛ս ԶՅ վճռաբեկ դատարանի 2014թ. մայիսի 8-ին կայացված
որոշումը թիվ ԵԱԲԴ/1459/02/10 քաղաքացիական գործով՝ ըստ
Նարինե Նալբանդյանի հայցի ընդդեմ «Իտարկո Քոնսթրաքշն»
ՓԲԸ-ի, երրորդ անձինք Յրաչ Ներսեսյանի, Կապրիելյանի, Վարդան
Սիրմաքեսսի՝ 04.08.2010 թվականի ընդհանուր ժողովի որոշումն
անվավեր ճանաչելու պահանջի մասին:

որ ներդրումային արժեթղթի թողարկումն ու տեղաբաշխումը նպատակ է հետապնդում նույն տեսակի և դասի արժեթղթերի համար որոշված ընդհանուր պայմաններով դրամական միջոցներ կամ այլ համարժեք գույքային իրավունքներ ներգրավել: Սակայն գտնում ենք, որ այս դիրքորոշում կապված է միայն բաժնետոմսի փոխարկվող պարտատոմսի հետ, իսկ այլ պարտատոմսերը, որոնք կապված չեն բաժնետոմսերին կարելի է տեղաբաշխել նաև այլ պարտավորություն հաշվին: Ի հավաստումն այդ փաստի Քաղաքացիական օրենսգրքի 886-րդ հոդվածը սահմանում է, որ կողմերի համաձայնությամբ առևձեռքից, գույքի վարձակալությունից կամ այլ հիմքերից ծագած պարտքը կարող է փոխարինվել փոխառության պարտավորությամբ: Իսկ ինչպես նշեցինք սույն աշխատանքի 1-ին գլխում, պարտատոմսերով ներգրավվում են փոխառումիջոցներ և դրանցով միջնորդավորվում են փոխառության հետ կապված հարաբերությունները:

Որոշակի առանձնահատկությունն ունի բաժնետոմսերի փոխարկվող պարտատոմսերի տեղաբաշխումը: 33 օրենսդրությամբ նախատեսված է պարտատոմսերի փոխարկումը միայն բաժնետոմսերի, իսկ օրինակ՝ Ռուսաստանի Դաշնության օրենսդրությամբ պարտատոմսերը կարող են փոխարկվել թողարկողի մեկ այլ պարտատոմսերի¹⁶⁰: Բաց բաժնետիրական ընկերությունն իրավունք ունի կատարել բաժնետոմսերի փոխարկվող պարտատոմսերի տեղաբաշխում՝ բաց կամ փակ բաժանորդագրության միջոցով, իսկ փակ

¹⁶⁰Տե՛ս "Положение о стандартах эмиссии ценных бумаг, порядке государственной регистрации выпуска (дополнительного выпуска) эмиссионных ценных бумаг, государственной регистрации отчетов об итогах выпуска (дополнительного выпуска) эмиссионных ценных бумаг и регистрации проспектов ценных бумаг" утв. Банком России 11.08.2014 N 428-П, գլուխներ 45 և 46:

բաժնետիրական ընկերությունն իրավունք չունի
կատարել բաժնետոմսերի փոխարկվող
պարտատոմսերի տեղաբաշխում՝ բաց
բաժանորդագրություն միջոցով կամ այլ կերպ
առաջարկել ձեռքբերել դրանք անսահմանափակ թվով
անձանց: Ընդ որում՝ բաժնետիրական
ընկերությունն իրավունք ունի տեղաբաշխել
բաժնետոմսերի փոխարկվող պարտատոմսեր
հայտարարված բաժնետոմսերի թվից ոչ ավելի:
Չայտարարված բաժնետոմսերը կանոնադրությամբ
նախատեսված այն բաժնետոմսերն են, որոնք
ընկերությունը կարող է տեղաբաշխել, բացի արդեն
իսկ տեղաբաշխված պարտատոմսերից: Ուշագրավ է, որ
բաժնետոմսերի փոխարկվող պարտատոմսերի
տեղաբաշխման վերաբերյալ «Բաժնետիրական
ընկերությունների մասին» ՀՀ օրենքը չի
սահմանել այդ պարտատոմսերի նկատմամբ
ընկերության բաժնետերերի ձեռքբերման
նախապատվության իրավունքի իրականացումը,
սակայն ՀՀ վճռաբեկ դատարանը գտել է, որ այդ
դեպքում ևս ընկերության բաժնետերերը պետք է
ունենան նախապատվության իրավունք: Այսպես՝
«Բաժնետիրական ընկերությունների մասին» ՀՀ
օրենքի 47-րդ հոդվածի 1-ին կետը սահմանում է, որ
ընկերության բաժնետերերն ունեն
կանոնադրությամբ սահմանված ժամկետի
ընթացքում կանոնադրական կապիտալում իրենց
բաժնեմասերին համամասնորեն *և որ բաժնետոմսերի*
ձեռքբերման նախապատվության իրավունք: ՀՀ
վճռաբեկ դատարանը թիվ ԵԱՔ Դ/1459/02/10
քաղաքացիական գործով 08.05.2014թ. կայացված
որոշմամբ նշել է, որ արժեթղթի փոխարկումը, ըստ
ԵՈՒԹՅԱՆ, բաժնետոմսերի տեղաբաշխման ձևերից
մեկն է: Ընկերությունն իրավունք ունի
լրացուցիչ բաժնետոմսերի տեղաբաշխումն

Իրականացնել քաժնետոմսերի փոխարկվող
 արժեթղթերն ընկերություն քաժնետոմսերի
 փոխարկելու միջոցով: Յաշվի առնելով,
 որ արժեթղթի փոխարկումը, ըստ էության,
 քաժնետոմսերի տեղաբաշխման ձևերից մեկն է, ապա
 պետք է հանգել այն եզրակացության, որ
*Ընկերություն քաժնետերերն ունեն կանոնադրական
 կապիտալ ու միրենց քաժնեմասերին համամասնորեն
 նաև քաժնետոմսերի փոխարկվող արժեթղթերի
 ձեռքբերման նախապատվություն իրավունք:* Յակառակ
 պարագայում, քաժնետոմսի փոխարկվող
 ընկերություն արժեթղթերը ձեռք բերելու՝
 քաժնետիրոջ նախապատվության իրավունքի
 բացակայությունը կամ սահմանափակումը
 կհանգեցնի վերջինիս՝ նոր քաժնետոմսերի
 ձեռքբերման նախապատվության իրավունքի
 խախտման: Դժվար է չհամաձայնել նման
 դիրքորոշման հետ, ուստի առաջարկում ենք այս
 կանոնը իրավական որոշակիության սկզբունքի
 ամրապնդման տեսանկյունից ամրագրել
 օրենսդրական մակարդակով և «Քաժնետիրական
 ընկերությունների մասին» ՀՀ օրենքի 47-րդ
 հոդվածի 1-ին կետի 1-ին նախադասությունը
 սահմանել հետևյալ կերպ. «Ընկերության
 քաժնետերերն ունեն կանոնադրությամբ
 սահմանված ժամկետի ընթացքում կանոնադրական
 կապիտալ ու միրենց քաժնեմասերին համամասնորեն
 նոր քաժնետոմսերի և (կամ) քվեարկող
 քաժնետոմսերի փոխարկվող արժեթղթերի
 ձեռքբերման նախապատվության իրավունք, (...)»:

Պարտատոմսերի տեղաբաշխումը և երկրորդային
 առևտուրը հատուկ կանոններով է իրականացվում
 կարգավորվող շուկայում, որպիսին է հանդիսանում
 նաև \$ոնդային բորսան: Կարգավորվող շուկա է
 համարվում հանրության համար ուղղակիորեն կամ

անուղղակիորեն մատչելի կազմակերպական, իրավական և տեխնիկական միջոցների համակարգը, որը կանոնավոր կերպով արժեթղթերի առքի և վաճառքի առաջարկների հանդիպման վայրկամ միջոց է կազմակերպում, տրամադրում, ապահովում կամ իրականացնում է արժեթղթերով առևտրի կազմակերպման սովորաբար իրականացվող գործառնություններ: Կարգավորվող շուկա հասկացողություններում է ֆոնդային բորսան և այլ կարգավորվող շուկաները: Կարգավորվող շուկայի գործունեությունը կազմակերպվում է օպերատորի կողմից, որը ստանում է այդպիսի գործունեություն իրականացնելու լիցենզիա ՅՅ կենտրոնական բանկի կողմից: Յուրաքանչյուր կարգավորվող շուկա կարող է ունենալ միայն մեկ օպերատոր: Յայաստանում այժմ որպես կարգավորվող շուկա գործում է ֆոնդային բորսան՝ «ՆԱՍԴԱՔ ՕԵՄԷՔՍ Արմենիա» ԲԲԸ-ն, որն էլ ստացել է կարգավորվող շուկայի օպերատորի լիցենզիա ՅՅ կենտրոնական բանկի կողմից 02.12.2008թ.¹⁶¹: «ՆԱՍԴԱՔ ՕԵՄԷՔՍ Արմենիա» ԲԲԸ-ի կողմից ընդունվել են մի շարք կանոններ, որոնցով սահմանվում են շուկայում արժեթղթերի տեղաբաշխման, ցուցակման, առևտրի թույլ տվող թյան և այլ իրավահարաբերություններ: Արժեթղթերի տեղաբաշխումը շուկայում տեղի է ունենում «ՆԱՍԴԱՔ ՕԵՄԷՔՍ Արմենիա» ԲԲԸ-ի կողմից ընդունված «Արժեթղթերի տեղաբաշխման կազմակերպման կանոնների» համաձայն, որը գրանցվել է ՅՅ ԿԲ-ում «02» դեկտեմբերի 2008թ.¹⁶²: Այդ կանոնների համաձայն՝ ֆոնդային բորսայում արժեթղթերի, այդ թվում՝ պարտատոմսերի տեղաբաշխումը տեղի է ունենում

¹⁶¹ Տե՛ս <https://www.nasdaqomx.am/am/about.htm> :

¹⁶² Տե՛ս <https://www.nasdaqomx.am/am/rules.htm> :

աճ ու րդի միջոցով, որի դեպքում հավանական գնորդները ներկայացնում են գնման հայտեր, որոնք տեղաբաշխման համակարգում գրանցվում, դասակարգվում, համադրվում են և կարող են բավարարվել համապատասխան հանդիպակաց հայտի (հայտերի) առկայության դեպքում: Գործարքը կնքված է համարվում այն դեպքում, երբ տեղաբաշխման նստաշրջանի ընթացքում կանոններով սահմանված կարգով արժեթղթերի առուվաճառքի էական պայմանների և արժեթղթերի առուվաճառքի արդյունքում ծագող իրավունքների ու պարտականությունների վերաբերյալ տեղաբաշխման համակարգի միջոցով տեղաբաշխման մասնակիցների միջև ձեռք է բերվում էլեկտրոնային եղանակով համաձայնություն: Աճ ու րդիների կազմակերպման համար նախապես դեպոնացվում են տեղաբաշխողի կողմից արժեթղթերը, իսկ գնորդների կողմից դրամական միջոցները, որոնց շրջանակներում էլ տեղի է ունենում առևտուրը: Տեղաբաշխմանը ուղղակիորեն որպես գնորդ կարող են մասնակցել միայն ֆոնդային բորսայի անդամները, իսկ որպես վաճառող՝ տեղաբաշխողները: Տեղաբաշխողը նույնպես պետք է հանդիսանա բորսայի անդամ, բացառությամբ մեկ դեպքի. Բորսայի անդամ չհանդիսացող ներդրումային ընկերության, բանկի կամ վարկային կազմակերպության դիմումի հիման վրա վերջիններիս Բորսայի գործադիր մարմնի ղեկավարի որոշմամբ կարող է տրամադրվել տեղաբաշխողի մեկանգամյա կարգավիճակ՝ իր կողմից թողարկված արժեթղթերը կանոններին համապատասխան փակ աճ ու րդով տեղաբաշխելու նպատակով:

Աճ ու րդիները լինում են բաց և փակ, որոնք իրենց հերթին ունեն իրենց տարատեսակներ: Աճ ու րդի բաց կամ փակ լինելը որոշում է թողարկողը կամ նրա կողմից լիազորված տեղաբաշխողը: Աճ ու րդի արդյունքում ձեռք բերված համաձայնության արդյունքում գործարքը համարվում է կնքված տեղաբաշխման համակարգում դրա կնքման փաստի գրանցման պահից: Ընդ որում՝ գործարքի կնքման փաստը հավաստվում է գործարքի գրանցման վկայականով, որի օրինակը էլեկտրոնային եղանակով կամ թղթային կրիչով տրվում է կողմերին: Տեղաբաշխման (տեղաբաշխման նստաշրջանի) ավարտից հետո ֆոնդային բորսայի և Կենտրոնական

դեպոզիտարիայի (արժեթղթերի պահառու և ռեեստրավար) միջև կնքված պայմանագրին համապատասխան բոլորսան դեպոզիտարիային է փոխանցում կնքված գործարքների վերաբերյալ տեղեկությունները, որոնց հիման վրա Կենտրոնական դեպոզիտարիան իրականացնում է կնքված գործարքների վերջնահաշվարկը (դրամական միջոցների և արժեթղթերի փոխանցման հետ կապված պարտավորությունները մարում):

Պարտատոմսի տեղաբաշխումից հետո սկսում է նրա շրջանառությունը երկրորդային շուկայում: Այստեղ հետաքրքրական է արժեթղթի նկատմամբ իրավունքները, մասնավորապես՝ սեփականության իրավունքը, փոխանցելու վերաբերյալ իրավական կարգավորման առանձնահատկությունները: Քաղաքացիական օրենսգրքի 149-րդ հոդվածի 1-ին մասի համաձայն՝ ըստ ներկայացնողի արժեթղթով հավաստված իրավունքներն այլ անձի փոխանցելու համար բավական է արժեթուղթը հանձնել այդ անձին: Նույն հոդվածի 2-րդ մասի համաձայն՝ անվանական արժեթղթով հավաստված իրավունքները կարող են փոխանցվել պահանջների զիջման (ցեսիայի) համար սահմանված կարգով, բացառությամբ սոցիալական նպատակով թողարկվող անվանական արժեթղթերի և պետական (գանձապետական) անվանական այն արժեթղթերի, որոնց թողարկման պայմաններով կնախատեսվեն, որ այդ արժեթղթերով հավաստված իրավունքները ենթակա չեն փոխանցման: Վերը նշված նորմերից բխում է, որ նախ ըստ ներկայացնողի պարտատոմսերի նկատմամբ իրավունքները փոխանցվում են պարզապես այն այլ անձի հանձնելու միջոցով, որը նաև տրամաբանական է, քանի որ ըստ ներկայացնողի արժեթղթերը թողարկվում են միայն թղթային եղանակով և դրանց գրանցման և պահառության վերաբերյալ խնդիրներ չկան: Իրավիճակը տարբերվում է անվանական

արժեթղթերի դեպքում: Անվանական արժեթղթերի նկատմամբ իրավունքներ, այդ թվում՝ սեփականույթյան իրավունքի փոխանցման համար Քաղաքացիական օրենսգրքը սահմանել է, որ կիրառվում են պահանջի գիշման կանոնները: Քաղաքացիական օրենսգրքի 397-րդ հոդվածի համաձայն՝ պարտատիրոջը պարտավորույթյան հիման վրա պատկանող իրավունքը (պահանջը) կարող է նրա կողմից այլ անձի փոխանցվել գործարքով (պահանջի գիշում) կամ անցնել այլ անձի՝ օրենքի հիման վրա: Այսինքն՝ պահանջի գիշումը ենթադրում է պարտավորույթյան հիման վրա պարտատիրոջը պատկանող իրավունքը գործարքի միջոցով այլ անձի փոխանցումը: Սակայն անվանական արժեթղթի նկատմամբ անձը ունի իրային իրավունքներ և այդ իրավունքը փոխանցելով անցնում է նաև արժեթղթից բխող իրավունքը: Այսինքն՝ այստեղ գործ ունենք ոչ թե պարտավորույթյամբ նախատեսված իրավունքը մեկ այլ անձի փոխանցելու հետ, այլ քաղաքացիական իրավունքների առանձին օբյեկտի նկատմամբ սեփականույթյան իրային իրավունքը այլ անձի փոխանցելու հետ: Այդ կապակցությամբ Քաղաքացիական օրենսգրքի 470-րդ հոդվածի 2-րդ մասը սահմանում է, որ օրենսգրքի գլուխ 31-ի 1-ին պարագրաֆով նախատեսված դրույթները (Ընդհանուր դրույթներ առավաճառքի մասին) կիրառվում են արժեթղթերի և արժույթային արժեքների առավաճառքի նկատմամբ, եթե դրանց առավաճառքի համար հատուկ կանոնները սահմանված չեն օրենքով:

Չմխրճվելով տեսական բանավեճերի մեջ՝ նշենք, որ շատ հեղինակներ գտնում են, որ անվանական արժեթղթի, այդ թվում՝ նաև անվանական պարտատոմսի նկատմամբ իրավունքները փոխանցվում են այլ կերպ, քան պահանջի գիշումն է,

որն անվանվում է տրանսֆերտ¹⁶³՝ անձի անվանման փոխարինում այն «գրքում», որտեղ գրանցված են արժեթղթերի սեփականատերերը: Մեր օրենսդրությունը նույնպես անվանական արժեթղթի նկատմամբ սեփականության իրավունքի ծագման պահեհամարում արժեթղթերի պահառուի մոտ արժեթղթի նկատմամբ սեփականության իրավունքի գրանցման պահը: Այսպես՝ «Արժեթղթերի շուկայի մասին» ՀՀ օրենքի 196-րդ հոդվածի համաձայն՝ անվանական արժեթղթի նկատմամբ սեփականության իրավունքը փոխանցված է համարվում այն պահից, երբ Կենտրոնական դեպոզիտարիայում կամ այլ պահառուի մոտ այն գրանցվում է գնորդի (կամ նրա անվանատիրոջ) անունով: Այն արժեթղթերի նկատմամբ սեփականության իրավունքը, որոնց պահառությունն իրականացնում է Կենտրոնական դեպոզիտարիան, փոխանցվում է արժեթղթերի հաշիվներում առկա արժեթղթերի փոխանցմամբ մեկ հաշվից մյուսին, կամ այլ կերպ ասած մեկ արժեթղթերի հաշվի դեբետագրման և մյուս արժեթղթերի հաշվի կրեդիտագրման միջոցով¹⁶⁴: Իսկ արժեթղթերի փոխանցում կատարելու համար հաշվետերը փոխանցման հանձնարարական է ներկայացնում իր հաշվի օպերատորին¹⁶⁵, որի հետևապարտավոր չէ ներկայացնել պահանջի գիշման պայմանագիր կամ այլ պայմանագիր, որով

¹⁶³ Տե՛ս Агарков М.М.. Учение о ценных бумагах - Москва: Финансовое издательство НКФ СССР, 1927, էջ 12, Крашенинников Е. А. Ценные бумаги на предъявителя. Ярославль, 1995. էջ 16, Степанов Д. Вопросы теории и практики эмиссионных ценных бумаг // Хозяйство и право. 2002. N 3. էջեր 76 - 77, Шевченко Г.Н. Эмиссионные ценные бумаги: понятие, эмиссия, обращение, Москва: Статут, 2006 - էջ 14:

¹⁶⁴ Տե՛ս «Արժեթղթերի կենտրոնացված ռեեստրավարման և պահառության կարգը» կանոնակարգ 5/10-ը հաստատելու և Հայաստանի Հանրապետության կենտրոնական բանկի խորհրդի 2011 թվականի մարտի 1-ի թիվ 44-ն որոշումն ուժը կորցրած ճանաչելու մասին» ՀՀ կենտրոնական բանկի խորհրդի 16/10/2012թ. թիվ 272 Ն որոշման (ՀՀԳՏ 2012.12.03/29(442) Հոդ.281) Հավելվածի 16-րդ գլուխը:

¹⁶⁵ Տե՛ս «Հայաստանի Կենտրոնական Դեպոզիտարիա» ԲԲԸ-ի կողմից ընդունված «Արժեթղթերի հաշվառման և հաշվարկային միասնական համակարգի գործունեության կանոններ» (գրանցված ՀՀ ԿԲ խորհրդի կողմից 27.12.2013թ.) գլուխ 28, կետ 264 (https://nasdaqomx.am/zfiles/am/rules/CDA/cda_am_depend_rule_20131126_new_edition.pdf):

կհավաստվեց պահանջի գիշման փաստը, ուստի տվյալ դեպքում արժեթղթերի պահանջի կողմից չեն կարող նաև ստուգվել, թե արդյոք պահպանվել են պահանջի գիշման կանոնները, թե ոչ (օրինակ՝ արդյոք պահպանվել է պահանջի գիշման ձևին առաջադրվող պահանջներ քաղաքացիական օրենսգրքի 404-րդ հոդվածով): Այսպիսով՝ մենք նույնպես գտնում ենք, որ անվանական արժեթղթերը, այդ թվում՝ անվանական պարտատոմսերի նկատմամբ իրավունքները փոխանցվում են այլ կերպ, քան պահանջի գիշումն է, որը անվանվում է տրասնֆերտ,և որը հստակ կարգավորված է ՀՀ օրենսդրությամբ, ՀՀ կենտրոնական բանկի խորհրդի որոշումներով և արժեթղթի պահանջի հանդիսացող Կենտրոնական դեպոզիտարիայի կանոններով:

Պարտատոմսերը կարող են վաճառվել կարգավորվող շուկայում կամ դրանից դուրս: Կարգավորվող շուկայից դուրս պարտատոմսերի վաճառքը կարգավորվում է ՀՀ օրենսդրությամբ սահմանված ընդհանուր կանոններով, մասնավորապես, ինչպես արդեն նշվեց, քաղաքացիական օրենսգրքի 470-րդ հոդվածի 2-րդ մասի համաձայն՝ Գլուխ 31-ի 1-ին պարագրաֆով նախատեսված դրույթները կիրառվում են արժեթղթերի և արժույթային արժեքների առևտրի վաճառքի նկատմամբ, եթե դրանց առևտրի վաճառքի համար հատուկ կանոնները սահմանված չեն օրենքով: Իհարկե, ավելի մեծ ծավալ է կազմում պարտատոմսերի վաճառքը կարգավորվող շուկայում, մասնավորապես՝ ֆոնդային բորսայում: ՀՀ-ում ֆոնդային բորսայում առևտուրը կարգավորվում է դրա օպերատոր «ՆԱՍԴԱՔ ՕԵՄԷՔՍ Արմենիա» ԲԲԸ-ի կողմից ընդունված կանոններով, որոնց համաձայն՝ կորպորատիվ պարտատոմսերի առևտուրը տեղի է ունենում ֆոնդային բորսայի և

ազատ շուկայի հարթակներում¹⁶⁶: Պարտատոմսերի ֆոնդային բորսայի հարթակը բաղկացած է հիմնական ցուցակից (Abond) և երկրորդային ցուցակից (Bbond), իսկ պարտատոմսերի ազատ շուկայի հարթակը ունի մեկ ցուցակ (Cbond)¹⁶⁷: Պարտատոմսերի հիմնական ցուցակում (Abond) ընդգրկվելու համար պարտատոմսերը պետք է բավարարեն հետևյալ չափանիշներին՝ թողարկողը պետք է ունենա առնվազն 3 տարվա գործունեություն և տվյալ դասի պարտատոմսերի թողարկման ծավալը պետք է առնվազն կազմի 500 միլիոն ՀՀ դրամ (արտարժույթով թողարկված պարտատոմսերի համար սահմանված են համապատասխան ցուցանիշներ բորսայի օպերատորի կողմից): Պարտատոմսերի երկրորդային ցուցակում (Bbond) ընդգրկվելու համար համապատասխանաբար ցուցանիշները նվազեցվում են. թողարկողը պետք է ունենա առնվազն 2 տարվա գործունեություն և տվյալ դասի պարտատոմսերի թողարկման ծավալը պետք է առնվազն կազմի 250 միլիոն ՀՀ դրամ: Ազատ շուկայում առևտրին թույլատրվում են առնվազն 100 միլիոն ՀՀ դրամ թողարկման ծավալով պարտատոմսերը: Կարճաժամկետ պարտատոմսերը (դրամական շուկայի գործիքները) թույլատրվում են միայն ազատ շուկայում առևտրին: Միևնույն դասի արժեթղթերը չեն կարող միաժամանակ շրջանառվել և՛ ազատ շուկայում, և՛ բորսայում, իսկ բորսայում միաժամանակ ընդգրկվել տարբեր ցուցակներում: Կարգավորվող շուկայում առևտուրը թույլատրվում է միայն առևտրի ազդագրի հրապարակման դեպքում, բացառությամբ օրենքով սահմանված դեպքերի:

¹⁶⁶ Տե՛ս «ՆԱՍԴԱԲ ՕԵՄԷՔՍ Արմենիա» ԲԲԸ-ի կողմից 12.10.2015թ. ընդունված «Կորպորատիվ արժեթղթերի առևտրի կանոններ» գլուխ 2, կետ 3 (https://nasdaqomx.am/zfiles/am/rules/NDAXA/noa_rule_am_trading_corp_20151211.pdf):

¹⁶⁷ Տե՛ս «ՆԱՍԴԱԲ ՕԵՄԷՔՍ Արմենիա» ԲԲԸ-ի կողմից ընդունված «Արժեթղթերի ցուցակման և առևտրին թույլատրման կանոններ» (գրանցված ՀՀ ԿԲ կողմից 12.12.2013թ.) (https://nasdaqomx.am/zfiles/am/rules/NDAXA/noa_rule_am_listing_20131212.pdf)

«Արժեթղթերի շուկայի մասին» ՀՀ օրենքի 129-րդ հոդվածի 6-րդ մասի համաձայն՝ շուկայում արժեթղթի առևժամգրքի պայմանագիրը (գործարքը) համարվում է կնքված՝ շուկայում արված առաջարկը *շուկայի կանոններին համաձայն* ընդունելու պահից: Այստեղ էական է, որ արժեթղթի առաջարկը և դրա ակցեպտը *լիսեն* շուկայի կանոններին համապատասխան: Նշենք, որ «ՆԱՍԴԱՔ ՕԵՄԷՔՍ Արմենիա» ԲԲԸ-ի՝ ՀՀ-ում գործող միակ \$նդային բորսայի օպերատորի կողմից, սահմանվել են \$նդային բորսայի և ազատ շուկայի հարթակներում պարտատոմսերի առևժամգրքի իրականացման կանոններ, որոնք կատարվում են բացման աճուրդի, երկկողմանի անընդհատ աճուրդի և հասցեական առևտրի եղանակներով¹⁶⁸: Այս կապակցությամբ բերենք մեկ օրինակ Ռուսաստանի Դաշնության Բարձրագույն արբիտրաժային դատարանի պրակտիկայից¹⁶⁹: Այսպես՝ գործի փաստերի համաձայն «Պրիբորնի զավոդ ՏԵՆՉՈՐ» ԲԲԸ-ն (այսուհետ՝ գործարան) ներկայացրել է «Պրոգրեսս-Կապիտալ» ներդրումային ընկերությանը (այսուհետ՝ ներդրումային ընկերություն) 40,000 հատ պարտատոմսանվանական արժեքով գնելու օֆերտա: Ակցեպտի համար ներդրումային ընկերությունը պետք է կատարեր երկու գործողություն. 1. ծանուցի գործարանի գործակալին այն մասին, որ ցանկանում է վաճառել այդ պարտատոմսերը «Ֆոնդային բորսա ՄՄՎԲ» ՓԲԸ-ի միջոցով և 2. \$նդային բորսա ներկայացնել այդ պարտատոմսերը վաճառելու հայտ՝ \$նդային բորսայի օպերատորի կանոններին

¹⁶⁸ Տե՛ս «ՆԱՍԴԱՔ ՕԵՄԷՔՍ Արմենիա» ԲԲԸ-ի կողմից 12.10.2015թ. ընդունված «Առևտրի ընդհանուր կանոններ (և որ խմբագրություն)» (գրանցված ՀՀ ԿԲ կողմից 11.12.2015թ.) (https://nasdaqomx.am/zfiles/am/rules/NDAXA/nea_rule_am_trading_general_20151211.pdf)

¹⁶⁹ Այլ երկրների դատական համակարգերի օրինակները բերվում են մեր երկրում նման գործերի բացակայության կամ սակավաթվության պատճառով:

համապատասխան: Ներդրումային ընկերությունը
ծանուցել էր գործարանի գործակալին
պարտատոմսերը վաճառելու իր մտադրության մասին,
ինչպես նաև իր ներկայացուցչի միջոցով հայտեր
ներկայացրել ֆոնդային բորսա պարտատոմսերը
գործարանի գործակալին վաճառելու
մտադրությամբ՝ նշելով պարտատոմսերի քանակը և
վաճառքի գինը: Սակայն գործարանը հրաժարվեց
գնել պարտատոմսերը, նշելով, որ ֆոնդային
բորսային ուղղված հայտը չի կատարվել ֆոնդային
բորսայի կանոններին համապատասխան,
մասնավորապես՝ չի նշվել բորսայի կանոնների
համաձայն պարտադիր համարվող կարճ ծածկագիրը,
որը կնույնականացնեն առևտրին մասնակցող անձին,
իսկ այդ ծածկագիրը չեն նշել նշանակում է, որ
ներդրումային ընկերության ներկայացուցչը
գործել է իր անուհի ցանկի հաշվին: Բոլոր ստորագրած
դատարանները նշել էին, որ փաստացիորեն
ներդրումային ընկերությունը կատարել է
օֆերտայով նախատեսված բոլոր
գործողությունները ակցեպտի համար, ուստի
պարտատոմսերի առևՎաճառքի պայմանագիրը պետք է
համարվի կնքված: Սակայն Բարձրագույն
արբիտրաժային դատարանը, նշելով, որ շուկայի
կանոններին համաձայն հասցեական հայտի ժամանակ
պետք է նշվի շուկայի մասնակցի կարճ ծածկագիրը,
սահմանեց, որ ակցեպտը չի համարվում տրված, քանի
որ չեն պահպանվել շուկայի կանոնները,
մասնավորապես՝ չի նշվել շուկայի մասնակցի կարճ
ծածկագիրը, ուստի առևՎաճառքի պայմանագիրը չի
համարվում կնքված, իսկ ստորագրած դատարանների
մեկնաբանությունը այն մասին, որ փաստացիորեն
ակցեպտը տրվել է, չի կարող ընդունելի համարվել,

քանի որ դրանցում հաշվի առնված չէ \$ոնդային բորսայում առևտրի առանձնահատկությունները¹⁷⁰:

\$ոնդային բորսայում առևտրային նստաշրջանի ավարտից հետո բորսայի օպերատորը ձևակերպում է կնքված գործարքների գրանցման վկայականները, որոնք էլեկտրոնային կամ թղթային եղանակով տրամադրվում են համապատասխան Շուկայի մասնակիցներին: Վերջնական արդյունքում կարգավորվող շուկայում կատարվող գործարքները արտացոլվում են պարտատոմսի սեփականատերերի հաշիվներում՝ Կենտրոնական դեպոզիտարիայի կողմից Կարգավորվող շուկայում արժեթղթերով կնքված գործարքների արդյունքում ծագած փոխադարձ պարտավորությունների որոշմամբ և հաշվանցումով, որը կատարվում է կենտրոնացված քլիրինգի եղանակով՝ գուտացման միջոցով¹⁷¹:

§2.4. Դե տակ ան պարտատոմսերի թողարկման և շրջանառություն ան առանձնահատկությունները

Ինչպես և պարտատոմս թողարկող այլ սուբյեկտների համար, պետությունը պարտատոմս թողարկելով նպատակ ունի ներգրավել փոխառում միջոցներ՝ բյուջեի դեֆիցիտը \$ինանսավորելու, պետության կողմից պլանավորված ծրագրերը իրականացնելու և այլ նպատակներով: Քաղաքացիական օրենսգրքի 885-րդ հոդվածի 3-րդ մասի համաձայն՝ պետական փոխառություն պայմանագիրը կնքվում է փոխառուի թողարկած պետական այն պարտատոմսերը կամ պետական այլ արժեթղթերը

¹⁷⁰Տե՛ս Постановление Президиума Высшего Арбитражного Суда Российской Федерации № 13877/09, 25.02.2010թ., Москва (http://www.arbitr.ru/bras.net/f.aspx?id_casedoc=1_1_9558abfc-1ac4-4357-abb7-1009bf1fa9df):

¹⁷¹Տե՛ս «Չայաստանի Կենտրոնական Դեպոզիտարիա» ԲԲԸ-ի կողմից ընդունված «Արժեթղթերի հաշվառման և հաշվարկային միասնական համակարգի գործունեության կանոններ» (գրանցված ՅՅ ԿԲ խորհրդի կողմից 27.12.2013թ.) գլուխ 51 (https://nasdaqomx.am/zfiles/am/rules/CDA/cda_am_depend_rule_20131126_new_edition.pdf):

փոխատուի կողմից ձեռք բերելու միջոցով, որոնք հավաստում են դրամական միջոցները, այլ գույքը, սահմանված տոկոսները կամ այլ գույքային իրավունքները փոխառության թողարկման պայմաններով նախատեսված ժամկետներում փոխառուից ստանալու փոխատուի իրավունքը: Վերը նշված նորմից բխում է, որ պետական պարտատոմսը ձեռք բերողը փոխառության հետ կապված հարաբերություններին մեջ է գտնվում պետության հետ: «Պետական պարտքի մասին»¹⁷² համաձայն պետական պարտատոմսերը հանդիսանում են ներքին և արտաքին պարտքի աղբյուրներ: Այդ օրենքի 2-րդ հոդվածի համաձայն պետական պարտատոմսերը բաժանվում են երկու տեսակի՝ պետական գանձապետական պարտատոմսերի և արտարժույթով թողարկվող պարտատոմսերի: Պետական գանձապետական պարտատոմսերը՝ Հայաստանի Հանրապետության անունից լիազորմարմնի՝ ՀՀ ֆինանսների նախարարության կողմից թողարկվող ազգային արժույթով թողարկվող պարտատոմսերն են, իսկ արտարժույթով թողարկվող պարտատոմսերը՝ ՀՀ անունից արտարժույթով թողարկվող պետական պարտատոմսերն են: ՀՀ կենտրոնական բանկը նույնպես իրականացնում է պետական պարտատոմսերի թողարկում, սակայն միայն կարճաժամկետ գեղջատոկոսային պարտատոմսերի տեսքով¹⁷³: Պետք է նաև ընդգծել, որ պետական գանձապետական պարտատոմսերից և այլ պետական արժեթղթերից ստացված եկամուտը «եկամտային

¹⁷² Ընդունվել է 26.05.2008թ., ու ժիմեջ է մտել 05.07.2008թ.: Տե՛ս ՀՀ ՊՏ 2008.06.25/39(629) Հոդ. 627, ՀՕ-78-Ն:

¹⁷³ Տե՛ս Հայաստանի Հանրապետության կենտրոնական բանկի խորհրդի կողմից 7 ապրիլի 2005թ. ընդունված «Հայաստանի Հանրապետության կենտրոնական բանկի կողմից թողարկվող կարճաժամկետ պետական պարտատոմսերի թողարկման, տեղաբաշխման, շրջանառության և մարման սպասարկման կարգը» հաստատելու մասին N144-Ն որոշումը (ՀՀ ՊՏ 2005.04.20/10(187) Հոդ. 122):

հարկի մասին» ՀՀ օրենքի¹⁷⁴ 7-րդ հոդվածի համաձայն հարկման ենթակա է:

Պետական գանձապետական պարտատոմսերը բաժանվում են կարճաժամկետ (մինչև 1 տարի մարման ժամկետով), միջին ժամկետայնության (1-5 տարի մարման ժամկետով) և երկարաժամկետ (6-30 տարի մարման ժամկետով) պարտատոմսերի: Դրանք կարող են ձեռք բերվել ֆիզիկական և իրավաբանական անձանց կողմից, տեղաբաշխումը իրականացվում է փակ աճուրդի միջոցով¹⁷⁵: Պարտատոմսերի թողարկումն իրականացվում է Հայաստանի Հանրապետության ֆինանսների նախարարի հրամանով, որը հանդիսանում է հիմք՝ պարտատոմսերի առաջնային տեղաբաշխում իրականացնելու և պատակով աճուրդներ կազմակերպելու համար: Պետական գանձապետական պարտատոմսերի առանձին տեսակ են համարվում պետական խնայողական արժեկտրոնային պարտատոմսերը, որոնք նույնպես թողարկվում են Հայաստանի Հանրապետության անունից և ապահովված են պետության ամբողջ ունեցվածքով: Պետական խնայողական պարտատոմսերի առանձնահատկությունը կայանում է նրանում, որ դավաճանվում է միայն ֆիզիկական անձանց և ազատվածառքի միջոցով¹⁷⁶ (ոչ թե աճուրդով): Դրանք թողարկվում են 3 ամսից մինչև 25 տարի ժամկետով,

¹⁷⁴ Ընդունվել է 22.12.2010թ., ուժի մեջ է մտել 01.01.2013թ.: Տե՛ս ՀՀ ՊՏ 2010.12.30/69(803).1 Հոդ. 1634.20, ՀՕ-246-Ն:

¹⁷⁵ Տե՛ս ՀՀ կառավարության 27.12.2007թ. ընդունված «Հայաստանի Հանրապետության պետական (գանձապետական) պարտատոմսերի թողարկման պայմանները, Հայաստանի Հանրապետության պետական (գանձապետական) պարտատոմսերի տեղաբաշխման, շրջանառության և մարման սպասարկման կարգերը հաստատելու և Հայաստանի Հանրապետության կառավարության 2004 թվականի հունիսի 3-ի N 1103-Ն որոշումն ուժի մեջ մտնող կորցրած ճանաչելի մասին» N 1580-Ն որոշումը, Հավելված N1 կետեր 4 և 8 (ՀՀ ՊՏ 2008.01.23/4(594), հոդ. 84):

¹⁷⁶ Տե՛ս ՀՀ կառավարության 19.10.2006թ. ընդունված «Հայաստանի Հանրապետության պետական (գանձապետական) խնայողական արժեկտրոնային պարտատոմսերի թողարկման պայմանները, Հայաստանի Հանրապետության պետական (գանձապետական) խնայողական արժեկտրոնային պարտատոմսերի տեղաբաշխման և մարման սպասարկման կարգը հաստատելու մասին» N 1606-Ն որոշումը, Հավելված N1 կետեր 4 և 5 (ՀՀ ՊՏ 2006.12.06/62(517) Հոդ. 1262):

ընդ որում՝ արժեկտրոններով վճարումը կատարվում է եռամսյակային, կիսամյակային կամ տարեկան պարբերականությամբ: Պետական խնայողական պարտատոմսերի կարևոր հատկանիշ է, որ դրանք գրավադրման նվիրատվության և առքուվաճառքի ենթակա չեն, պետական այլ գանձապետական արժեթղթերը շրջանառվում են երկրորդային շուկայում և գրավադրման ենթակա են: 2016թ. մարտի 31-ի դրությամբ Հայաստանի Հանրապետության նույն շրջանառության մեջ գտնվող պետական գանձապետական պարտատոմսերի ընդհանուր ծավալը կազմել է 338,869.70 մլն ՀՀ դրամ, ընդ որում՝

- Կարճաժամկետ պարտատոմսերը՝ 21,000.00 մլն . դրամ
- Միջին ժամկետայինության պարտատոմսերը՝ 170,387.00 մլն . դրամ ,
- Երկարաժամկետ պարտատոմսերը՝ 146,345.94 մլն . դրամ ,
- Խնայողական պարտատոմսերը՝ 1,136.76 մլն .

դրամ ¹⁷⁷:

Այստեղ պետք է նշել, որ պետական գանձապետական պարտատոմսերով ՀՀ կառավարության 27.12.2007թ. ընդունված «Հայաստանի Հանրապետության պետական (գանձապետական) պարտատոմսերի թողարկման պայմանները, Հայաստանի Հանրապետության պետական (գանձապետական) պարտատոմսերի տեղաբաշխման, շրջանառության և մարման սպասարկման կարգերը հաստատելու և Հայաստանի Հանրապետության կառավարության 2004 թվականի հունիսի 3-ի N 1103-Ն որոշումն ուժը կորցրած ճանաչելու մասին» N 1580-Ն որոշումը Հավելված N1-ի 2-րդ կետով, Հավելված N3-ի 2-րդ կետով սահմանված է, որ պարտատոմսերը թողարկվում են Հայաստանի

¹⁷⁷ Տե՛ս <http://www.mfe.am/index.php?cat=128&lang=1> :

Յանքապետության ֆինանսների և էկոնոմիկայի նախարարության (այժմ՝ ՀՀ ֆինանսների նախարարություն) կողմից՝ Հայաստանի Յանքապետության անունից և ապահովված են պետության ամբողջ ունեցվածքով, սակայն նույն կարգի Յվելված N4-ի 4-րդ կետով և այս ոլորտը կարգավորող այլ իրավական ակտերով սահմանված է, որ թողարկող է համարվում Հայաստանի Յանքապետության ֆինանսների և էկոնոմիկայի նախարարությունը (այժմ՝ ՀՀ ֆինանսների նախարարություն), որը գործում է ՀՀ օրենսդրությանը համապատասխան և պարտատոմսերի սեփականատերերի առջև պարտավորություն է կրում պարտատոմսերով ամրագրված իրավունքների իրականացման ժամանակ: Գտնում ենք, որ իրավական տեսանկյունից որպես թողարկող է հանդես գալիս Հայաստանի Յանքապետությունը և պարտատոմսերի տիրապետողների առջև պատասխանատվություն է կրում պետությունը, այլ ոչ նրա կառուցվածքային մարմինը: Տվյալ դեպքում սահմանված է, որ թողարկողը ՀՀ ֆինանսների նախարարությունն է, որը չունի իրավաբանական անձի կարգավիճակ և հանդես է գալիս պետության անունից: Գտնում ենք, որ վերը նշված իրավական ակտում և բոլոր համապատասխան այլ իրավական ակտերում¹⁷⁸ պետք է կատարել փոփոխություն և «թողարկող» հասկացության դիմաց նախատեսել Հայաստանի Յանքապետությանը, որի անունից հանդես է գալիս լիազոր մարմինը՝ ՀՀ ֆինանսների նախարարությունը: ՀՀ կենտրոնական բանկի կողմից

¹⁷⁸ Տե՛ս ՀՀ կառավարության 19.10.2006թ. ընդունված «Հայաստանի Յանքապետության պետական (գանձապետական) խնայողական արժեկտրոնային պարտատոմսերի թողարկման պայմանները, Հայաստանի Յանքապետության պետական (գանձապետական) խնայողական արժեկտրոնային պարտատոմսերի տեղաբաշխման և մարման սպասարկման կարգը հաստատելու մասին» N 1606-Ն որոշումը, Յվելված N2 կետ 4 (ՀՀ ՊՏ 2006.12.06/62(517) Յ ո դ .1262):

թողարկվող պետական կարճաժամկետ պարտատոմսերի վերաբերյալ ընդհանրապես նշում առկա չէ, որ դրանք թողարկվում են Հայաստանի Հանրապետության անունից և ապահովված են պետության ամբողջ ունեցվածքով: Ուստի առաջարկում ենք այս դեպքում ևս ՀՀ կենտրոնական բանկի խորհրդի կողմից հաստատված «Հայաստանի Հանրապետության կենտրոնական բանկի կողմից թողարկվող կարճաժամկետ պետական պարտատոմսերի թողարկման, տեղաբաշխման, շրջանառության և մարման սպասարկման կարգում» կատարել փոփոխություն և սահմանել, որ թողարկող է հանդիսանում Հայաստանի Հանրապետությունը, իսկ ՀՀ կենտրոնական բանկը հանդես է գալիս պետության անունից:

Արտարժույթով թողարկվող պարտատոմսերը ՀՀ անունից արտարժույթով թողարկվող պետական պարտատոմսերն են: Արտարժույթով թողարկվող պարտատոմսի օրինակ է եվրապարտատոմսը: Ինչպես արդեն նշվեց սույն աշխատանքի առաջին գլխի 2-րդ պարագրաֆում Հայաստանի Հանրապետությունը երկու անգամ կատարել է եվրապարտատոմսի թողարկում: Եվրապարտատոմսերի շուկան բաղկացած է տարբեր մասնակիցներից: Թողարկողը (բանկը, գործարարը, միջազգային կազմակերպությունը կամ կառավարությունը) նախ դիմում է որևէ ներդրումային բանկի՝ խնդրելով թողարկել իր պարտատոմսերը: Վերջինս հանդիսանում է որպես գլխավոր կառավարիչ կամ տեղաբաշխող, որը կարող է ստեղծել կառավարման խումբ (managing group)՝ առաջարկելով այլ բանկերին միավորվել այդ գործընթացին: Այնուհետև կառավարիչներին խումբը բանակցում է պարտատոմսերի և դրանց թողարկման պայմանների վերաբերյալ: Վերջիններս կազմակերպում են պարտատոմսերի

վաճառքը անդերրայթերի (underwriter) միջոցով կամ կատարում են ուղիղ վաճառք՝ վաճառող խմբին (selling group): Այսինքն՝ առկա է 3 մակարդակ՝ կառավարիչներ, անդերրայթեր և վաճառողներ, որն անվանվում է սինդիկատ (syndicate): Անդերրայթերները գնում են պարտատոմսերը նվազագույն գնով և հաշվարկում են ռիսկերը, երբ հնարավոր չի լինի վաճառել վերջիններս շուկայում ավելի բարձր գնով: Անդերրայթերները (կամ կառավարիչների խումբը, եթե անդերրայթեր չկան) վաճառում են պարտատոմսերը վաճառող խմբին, որը տեղաբաշխում է պարտատոմսերը ներդրողներին: Սինդիկատային կազմակերպությունները և ներդրող հաճախորդները համարվում են եվրապարտատոմսերի շուկայի առաջնային մասնակիցներ, իսկ երբ վերջիններս վերավաճառում են հիմնական ներդրողներին, պարտատոմսերը սկսում են շրջանառվել երկրորդային շուկայում¹⁷⁹:

¹⁷⁹

Տե՛ս

Քաղվածք

Հայաստանի Հանրապետության կառավարության նիստի արձանագրությունից 16 մայիսի 2013 թվականի N 19 «Միջազգային կապիտալի շուկայում արտարժույթային պարտատոմսերի թողարկման հայեցակարգին հավանություն տալու մասին»:

**Գ Լ Ո Ւ Խ 3. Ա Կ Տ Ի Վ Լ Ե Ր Ո Վ Ա Պ Ա Յ Ո Վ Վ Ա Յ Պ Ա Ր Տ Ա Տ Ո Մ Ս Ե Ր Ի
Ի Ր Ա Վ Ա Կ Ա Ն Կ Ա Ր Գ Ա Վ Ո Ր Ո Ւ Մ Ը Հ Ա Յ Ա Ս Տ Ա Ն Ի
Հ Ա Ն Ր Ա Պ Ե Տ Ո Ւ Թ Յ Ո Ւ Ն Ո Ւ Մ**

**§ 3.1. Ա կ տ հ Վ Ն Ե Ր Ի ար ժ Ե Թ Ղ Թ ա Վ ո Ր մ ա ն Է ո Լ Թ յ ո Լ ն ը և
ա կ տ հ Վ Ն Ե Ր ո Վ ա պ ա հ ո Վ Վ ա ծ պ ա Ր տ ա տ ո մ ս Ե Ր ը**

Ն ա խ ո Ր դ դ ար ի 70-ա կ ա ն թ Վ ա կ ա ն ն Ե Ր Ի ն \$ Ի ն ա ն ս ա կ ա ն
շ ո Լ կ ա յ ո Լ մ ս կ ի գ Բ ա ռ ա ն խ ո շ ո Ր ձ և ա փ ո խ ո Լ Թ յ ո Լ ն ն Ե Ր
և ն ո Ր ա մ ո Լ ծ ո Լ Թ յ ո Լ ն ն Ե Ր : Ի թ ի Վ ս ա յ Լ ն ի , ա յ դ
զ ար գ ա գ ո Լ մ ն Ե Ր ի ց Է Ր հ ա կ ո Լ մ ը դ ա ս ա կ ա ն Բ ա ն կ ա յ ի ն
Վ ար կ ա Վ ո Ր մ ա մ Բ \$ Ի ն ա ն ս ա կ ա ն մ ի ջ ո ց ն Ե Ր ի
ն Ե Ր գ Ր ա Վ ո Լ մ ը փ ո խ ար ի ն Ե Լ ա Վ Ե Լ ի ն ո Ր ար ար ա կ ա ն
մ ի ջ ո ց ն Ե Ր ո Վ , մ ա ս ն ա Վ ո Ր ա պ Ե ս ` ա կ տ հ Վ Ն Ե Ր ո Վ
ա պ ա հ ո Վ Վ ա ծ ար ժ Ե Թ Ղ Թ Ե Ր ի թ ո Ղ ար կ մ ա մ Բ , ո Ր ո ն ց մ Ե ջ
գ Ե Ր ա կ շ ի ռ մ Ե ծ ա մ ա ս ն ո Լ Թ յ ո Լ ն Է ի ն կ ա զ մ ո Լ մ
պ ա Ր տ ա տ ո մ ս Ե Ր ը : Դ Ր ա ն ո Վ մ ի կ ո Ղ մ ի ց խ ո շ ո Ր և հ ա յ տ ն ի
Վ ար կ ա ռ ո Լ կ ա զ մ ա կ Ե Ր պ ո Լ Թ յ ո Լ ն ն Ե Ր ը , Լ ո Լ ծ Ե Լ ո Վ
պ ա Ր տ ք ի Վ Ե Ր ա \$ Ի ն ա ն ս ա Վ ո Ր մ ա ն և ն ո Ր դ Ր ա մ ա կ ա ն
մ ի ջ ո ց ն Ե Ր ի ն Ե Ր գ Ր ա Վ մ ա ն խ ն դ ի Ր ը , ս կ ս Ե ց ի ն
ո Լ ղ ղ ա կ ի ո Ր Ե ն ա ռ ն չ Վ Ե Լ ն Ե Ր դ Ր ո Ղ ն Ե Ր ի հ Ե տ `
շ Ր ջ ա ն ց Ե Լ ո Վ \$ Ի ն ա ն ս ա կ ա ն
կ ա զ մ ա կ Ե Ր պ ո Լ Թ յ ո Լ ն ն Ե Ր ի մ ի ջ ն ո Ր դ ո Լ Թ յ ո Լ ն ը , ի ս կ
մ յ ո Լ ս կ ո Ղ մ ի ց ար ժ Ե Թ Ղ Թ Ե Ր ի զ ար գ ա գ մ ա մ Բ
ն Ե Ր դ Ր ո Ղ ն Ե Ր ի հ ա մ ար ս տ Ե ղ ծ Վ Ե ց ն շ ա ն ա կ ա Լ ի
ա յ Լ ը ն տ Ր ա ն ք Բ ա ն կ ա յ ի ն ա Վ ա ն դ ն Ե Ր ի ն , ո Ր ո ն ց
դ Ե պ ք ո Լ մ տ ո կ ո ս ա յ ի ն Ե կ ա մ տ ա Բ Ե Ր ո Լ Թ յ ո Լ ն ը , ո Ր պ Ե ս
կ ա ն ո ն , ա Վ Ե Լ ի ց ա ծ Ր Է Ր ¹⁸⁰: Ա յ ս պ ի ս ո Վ ` \$ Ի ն ա ն ս ա կ ա ն
հ ո ս ք Ե Ր ի ո Լ ղ ղ ո Լ Թ յ ո Լ ն ն Ե Ր ի փ ո փ ո խ ո Լ Թ յ ո Լ ն ը ,
փ ո խ ա տ ո Լ և փ ո խ ա ռ ո Լ հ ար ա Բ Ե Ր ո Լ Թ յ ո Լ ն ն Ե Ր ի
Բ ն ո Լ յ թ ի ա յ Լ ը ն տ Ր ա ն ք ի ա ռ ա ջ ա գ ո Լ մ ը և զ ար գ ա գ ո Լ մ ը
ի Ր հ Ե տ Բ Ե Ր Ե ց ար ժ Ե Թ Ղ Թ ա Վ ո Ր մ ա ն /securitization/
զ ար գ ա գ մ ա ն ը , ի ս կ Բ ա ն կ ա յ ի ն հ ա ս տ ա տ ո Լ Թ յ ո Լ ն ն Ե Ր ի ն

¹⁸⁰ Տ Ե ´ ս Բ Ե Ր Խ. Ս. Տ Ե Կ յ ո Ր ի ղ ի ղ ա յ ա յ ա : Տ Ե Կ յ ո Ր ի ղ ի ղ ա յ ա ֆ ի ն ա ն ս ո Վ ի ա կ յ ո Վ - ի ն ն ո Վ ա յ ի ո ն ն ա յ ա տ Ե խ ն ի կ ա
ֆ ի ն ա ն ս յ ո Վ ա ն Ե թ Ր . Տ Ն Ե Մ . Ա Լ Ե Կ Ս Ե Վ , Օ . Մ . Ի Վ ա ն Վ) . - Մ ո Ս կ Վ ա , Վ ո Լ Ե Ր Տ Կ Լ Վ Ե Ր , 2007 - Է ջ 3 :

այդ շղթայից դուրս մղումը բնութագրվեց մեկ ընդհանուր եզրույթով՝ «ապամիջնորդավորում» (disintermediation)¹⁸¹: «Արժեթղթավորում» հասկացությունը ներառում է հիմնականում արժեթղթավորումը (Asset securitization) ֆինանսավորման նորարարական միջոց, իսկ ակտիվների արժեթղթավորումը (Asset securitization) ֆինանսավորման մի նոր գործիք, որը ծագեց և սկզբնական շրջանում լայն զարգացում ստացավ ԱՄՆ-ում, ապա տարածում ձեռք բերեց նաև Եվրոպայում: Խոսքը գնում է մի մեխանիզմի մասին, որի շրջանակներում ֆինանսական ակտիվները (վարկեր, ցանկացած դրամական հոսքեր և այլն) դուրս են գրվում կազմակերպության (Originator, որը հիմնականում լինում է բանկը կամ վարկային կազմակերպությունը) հաշվեկշռից, առանձնացվում են այլ գույքերից և դրա ամբողջությունում ձևավորվում է ակտիվների խումբ (pool), որը փոխանցվում է (վաճառվում է) դրա համար հատուկ կազմավորված կառուցակարգին՝ արժեթղթավորման հիմնադրամին (special purpose vehicle - SPV): Արժեթղթավորման հիմնադրամը, իր հերթին, իրականացնում է ակտիվներով ապահովված արժեթղթերի թողարկում, որոնց գերակշիռ մասը կազմում են պարտատոմսեր և որոնց սպասարկումը, տոկոսագումարների վճարումները, մարումները տեղի են ունենում ապահովված ակտիվներից հոսող ֆինանսական միջոցների հաշվին: Ընդ որում՝ ակտիվների հետագա սպասարկումը հիմնականում շարունակում է իրականացնել այն նախաձեռնողը (բանկը կամ վարկային կազմակերպությունը), որը վաճառել է ակտիվները արժեթղթավորման հիմնադրամին: Այսինքն՝ վարկառու-պարտապանի համար որևէ բան չի փոխվում, նա շարունակում է իր վարկի

¹⁸¹ Տե՛ս José María Serena Garralda, Financial Disintermediation In International Markets And Global Banks, «Estabilidad Financiera» ամսագիր, N26, 5/2014, էջ 111:

վճարող մենեջերը կատարել իր վարկատու բանկում, սակայն այդ վարկը արդեն վաճառված է արժեթղթավորման հիմնադրամին և բանկը շարունակում է միայն սպասարկել վարկը՝ ծառայող յոլեններին մատուցման պայմանագրի հիման վրա:

Համաշխարհային պրակտիկայում արժեթղթավորումը սկսեց զարգանալ ԱՄՆ-ից, որտեղ էլ 1970թ. տեղի ունեցավ առաջին արժեթղթավորումը, երբ թողարկվեցին առաջին արժեթղթերը, որոնք ապահովված էին բնակարանային հիփոթեքային վարկերով¹⁸²: Արժեթղթավորման շուկան իր մեջ ներառում է արժեթղթավորման մի շարք տեսակներ, որոնց բոլորի էությունը կայանում է որոշակի ակտիվների ապահովումով արժեթղթերի, գլխավորապես՝ պարտատոմսերի թողարկման մեջ: Իրենց շրջանառությամբ գերակշիռ դիրք են գրավում հիփոթեքային վարկերով ապահովված արժեթղթերը, որոնք էլ բաժանվում են բնակարանային հիփոթեքով ապահովված արժեթղթերի (Residential mortgage-backed security կամ RMBS) և առևտրային տարածքների հիփոթեքով ապահովված արժեթղթերի (Commercial mortgage-backed security կամ CMBS)¹⁸³: Հիփոթեքով ապահովված արժեթղթերի չափազանց մեծ հաջողությունները իրենց հետքերեցին նաև ոչ հիփոթեքային ակտիվների արժեթղթավորման (Asset-backed security կամ ABS) առաջացմանը: Ակտիվների հրապարակային արժեթղթավորումը, որը կապված չէր հիփոթեքային վարկերի հետ, առաջին անգամ տեղի ունեցած ԱՄՆ-ում 1985թ., երբ ամերիկյան համակարգչային «Սպերրի» կորպորացիան թողարկեց 192,5 միլիոն ԱՄՆ դոլար անվանական արժեքով պարտատոմսեր, որոնք

¹⁸² Տե՛ս Carbo-Valverde S., Rosen R. J., Rodríguez-Fernández F. “Are Covered Bonds a Substitute For Mortgage-Backed Securities?”, (November 2011), FBR of Chicago Working Paper No. 2011-14, էջ 6:

¹⁸³ Տե՛ս Frank J. Fabozzi, Bond Markets, Analysis, And Strategies, eight edition - Pearson, Boston - 2013, էջեր 213-330:

ապահովված էին համակարգչային սարքավորումները իրենց պայմանագրերից բխող պահանջի իրավունքով¹⁸⁴: Ակտիվներով ապահովված արժեթղթերը գլխավորապես կազմված են պարտատոմսերից, կան նաև մասնակցության վկայագրեր, ածանցյալ գործիքներ, որոնք շատ փոքր տոկոս են կազմում ընդհանուր արժեթղթավորման մեջ:

Ակտիվների արժեթղթավորման համաշխարհային շուկան իրականում ահռելի է: Վիճակագրական տվյալների համաձայն՝ 1996թ.-ի վերջին ԱՄՆ-ում շրջանառության մեջ գտնվող ակտիվներով ապահովված արժեթղթերի շուկան գումարային արտահայտությամբ (MBS և ABS միասին) կազմում էր մոտ 2,1 տրիլիոն ԱՄՆ դոլար, որը այդ ժամանակ կազմում էր ԱՄՆ-ում ընդհանուր առմամբ թողարկված պարտատոմսերի 18,4 տոկոսը՝ երկրորդը պետական պարտատոմսերից հետո (3,5 տրիլիոն դոլար - 31,3%)¹⁸⁵: Իսկ նույն ժամանակահատվածում Եվրոպայում ակտիվներով ապահովված արժեթղթերի շուկան կազմում էր ընդամենը 90 միլիարդ ԱՄՆ դոլար¹⁸⁶: Եվրոպայում այս տիպի \$ հիսնասական գործիքը սկսեց զարգացում ապրել միայն 1990-ականների սկզբից և 1996թ. արդեն Եվրոպական միության անդամ երկրների մեծ մասում իրականացվել էին ակտիվների արժեթղթավորման գործարքներ¹⁸⁷: 2003թ. վերջին ԱՄՆ-ի \$ նդային բորսայում շրջանառվող ակտիվներով ապահովված արժեթղթերի ծավալը կազմում էր արդեն 7 տրիլիոն դոլար, որոնցից առանց հիփոթեքային ապահովության արժեթղթերը կազմում էին 1,7

¹⁸⁴ Տե՛ս James A. Rosenthal, Juan M. Ocampo «Securitization of credit: inside the new technology of finance», John Wiley & Sons, Texas, 1988, էջ 158:

¹⁸⁵ Տե՛ս Бер Х. П. Секьюритизация активов: секьюритизация финансовых активов – инновационная техника финансирования банков/ Волтерс Клувер, 2007 – էջ 411:

¹⁸⁶ Տե՛ս նույն տեղում, էջ 4:

¹⁸⁷ Տե՛ս նույն տեղում:

տրիլիոն դոլար¹⁸⁸: Նույն ժամանակահատվածում՝ 2003թ., Եվրոպայում արժեթղթավորման արդյունքում թողարկված արժեթղթերի թիվը հասավ մոտ 250 միլիարդ Եվրոյի¹⁸⁹: Արժեթղթավորման շուկան զարգացման իր գագաթնակետին հասավ 2007-2008թթ. ֆինանսական ճգնաժամից առաջ. այսպես՝ 2008թ. սկզբին ակտիվների արժեթղթավորման շուկայի ծավալը կազմում էր 10.2 տրիլիոն դոլար ԱՄՆ-ում (առանց հիփոթեքով ապահովված պարտատոմսերի՝ 4.5 տրիլիոն դոլար) և մոտ 2.3 տրիլիոն Եվրոպայում (առանց հիփոթեքով ապահովված պարտատոմսերի՝ 800 միլիարդ դոլար)¹⁹⁰: Ռուսաստանում արժեթղթավորումը սկսել է կիրառվել 2004թ.-ից և տարեցտարի շարունակում է զարգացում ապրել: Միայն 2004-2013թթ. ակտիվներով ապահովված արժեթղթերի թողարկման ծավալը Ռուսաստանում հասավ 567 միլիարդ ռուբլի¹⁹¹: 2008թ. համաշխարհային ֆինանսական ճգնաժամը մեծապես ազդեց արժեթղթավորման տեմպերի վրա: Յենց արժեթղթավորումը և դրակառուցակարգերի փխրուն և ոչ ապահով լինելը նույնպես հանդիսացան այն գործոնները, որոնք, ի թիվս այլնի, սկիզբ դրեցին համաշխարհային տնտեսական ճգնաժամին¹⁹²: Ճգնաժամի ընթացքում արժեթղթերի շուկայի մի շարք հատվածներում արժեթղթավորումը հասավ նույնիսկ զրոյական մակարդակի: Այժմ նոր նկատվում է շուկայի կայունացման միտում՝ չնայած, որ դեռևս շուկան չի հասել

¹⁸⁸ Տե՛ս նույն տեղում:

¹⁸⁹ Տե՛ս Бойс М., Саус Е. Сделки секьюритизации на европейском рынке: медленное восстановление, Энциклопедия Российской Секьюритизации, 2014, - էջ 31:

¹⁹⁰ Տե՛ս Кашеев Н., Голубев И., История развития рынка секьюритизации: от США до Китая, Энциклопедия Российской Секьюритизации, 2015, - էջ 18: Տե՛ս նաև <http://www.statista.com/statistics/189228/asset-backed-security-issuer-sector-credit-market-debt-in-the-us/> և Бойс М., Саус Е. Сделки секьюритизации на европейском рынке: медленное восстановление, Энциклопедия Российской Секьюритизации, 2014, - էջ 31, որտեղ արտացոլված են տվյալները առանց հիփոթեքով ապահովված պարտատոմսերի:

¹⁹¹ Տե՛ս Можаровский Е. В. Секьюритизация активов в финансах организаций, Дисс. ... к.э.н., Самара 2015., էջ - 3:

¹⁹² Տե՛ս Сучков А., Рынок секьюритизации: итоги-2013 и проблемы развития, Энциклопедия Российской Секьюритизации, 2014, - էջ 41:

մի ն չ ճ գ ն ա ժ ա մ ա յ ի ն մ ա կ ա ր դ ա կ ի ն . ա յ ս ա Ե ս ` 2014թ . Ե վ ը ո պ ա յ ո ւ մ թ ո ղ ա ր կ վ ա ծ ա կ տ ի վ ն Ե ը ո վ ա պ ա հ ո վ վ ա ծ ա ր ժ Ե թ ղ թ Ե ը ի տ Ե ղ ա Բ ա շ խ մ ա ն ծ ա վ ա լ ը կ ա զ մ Ե ց 63 մ ի լ ի ա ր դ Ե վ ը ո ¹⁹³, ի ս կ Ա Մ Ն -ո ւ մ 2013թ . ա կ տ ի վ ն Ե ը ո վ ա պ ա հ ո վ վ ա ծ ա ր ժ Ե թ ղ թ Ե ը ի թ ո ղ ա ր կ ո ղ ն Ե ը ի պ ա ր տ ք ը կ ա զ մ ո ւ մ Ե ը 1,62 տ ը ի լ ի ո ն դ ո լ լ ա ր ¹⁹⁴:

Հ ա յ ա ս տ ա ն ի Հ ա ն ր ա պ Ե տ ո ւ թ յ ո ւ ն ո ւ մ 2008թ . մ ա յ ի ս ի 26-ի ն մ ի ա ժ ա մ ա ն ա կ ը ն դ ո ւ ն վ Ե ց Ե ը կ ո ւ օ ը Ե ն ք ` «Ա կ տ ի վ ն Ե ը ի ա ր ժ Ե թ ղ թ ա վ ո ը մ ա ն և ա կ տ ի վ ն Ե ը ո վ ա պ ա հ ո վ վ ա ծ ա ր ժ Ե թ ղ թ Ե ը ի մ ա ս ի ն » և «Ա պ ա հ ո վ վ ա ծ հ ի փ ո թ Ե ք ա յ ի ն պ ա ր տ ա տ ո մ ս Ե ը ի մ ա ս ի ն »: Ա ռ ա ջ ի ն ը կ ա ր գ ա վ ո ը ո ւ մ Ե ա կ տ ի վ ն Ե ը ի ա ր ժ Ե թ ղ թ ա վ ո ը մ ա ն և ա կ տ ի վ ն Ե ը ո վ ա պ ա հ ո վ վ ա ծ ա ր ժ Ե թ ղ թ Ե ը ի թ ո ղ ա ր կ մ ա ն և շ ը ջ ա ն ա ռ ո ւ թ յ ա ն հ Ե տ կ ա պ վ ա ծ հ ա ր ա Բ Ե ը ո ւ թ յ ո ւ ն ն Ե ը ը : «Ա պ ա հ ո վ վ ա ծ հ ի փ ո թ Ե ք ա յ ի ն պ ա ր տ ա տ ո մ ս Ե ը ի մ ա ս ի ն » օ ը Ե ն ք ո վ Հ Հ -ո ւ մ ն Ե ը դ ը վ Ե ց Բ ա ն կ Ե ը ի և վ ա ր կ ա յ ի ն կ ա զ մ ա կ Ե ը պ ո ւ թ յ ո ւ ն ն Ե ը ի կ ո ղ մ ի ց ա պ ա հ ո վ վ ա ծ հ ի փ ո թ Ե ք ա յ ի ն պ ա ր տ ա տ ո մ ս Ե ը ի թ ո ղ ա ր կ մ ա ն ի ն ս տ ի տ ո ւ տ ը և կ ա ր գ ա վ ո ը վ Ե ց ի ն դ ը ա ն ց թ ո ղ ա ր կ մ ա ն և շ ը ջ ա ն ա ռ ո ւ թ յ ա ն հ Ե տ կ ա պ վ ա ծ հ ա ր ա Բ Ե ը ո ւ թ յ ո ւ ն ն Ե ը ը ¹⁹⁵: Ս ա կ ա յ ն ն շ վ ա ծ օ ը Ե ն ք ն Ե ը ի ը ն դ ո ւ ն ո ւ մ ը կ ա ր ծ Ե ս թ Ե ո ը և Ե կ Ե ը պ չ Ե ը խ թ ա ն ո ւ մ ա ր ժ Ե թ ղ թ ա վ ո ը մ ա ն գ ո ը ծ ը ն թ ա ց ը , ո ը ո վ հ Ե տ և չ կ ա յ ի ն ա ր ժ Ե թ ղ թ ա վ ո ը մ ա ն ա ր դ յ ո ւ ն ք ո ւ մ թ ո ղ ա ր կ վ ա ծ պ ա ր տ ա տ ո մ ս Ե ը : Ս ա կ ա յ ն 2015թ . դ Ե կ տ Ե մ Բ Ե ը ի 14-ի ն «Վ ա ր կ ա յ ի ն պ ո ը տ Ֆ Ե լ ի ա ր ժ Ե թ ղ թ ա վ ո ը մ ա ն հ ի մ ն ա դ ը ա մ -1»-ի կ ո ղ մ ի ց ա ռ ա ջ ի ն ա ն գ ա մ Հ ա յ ա ս տ ա ն ի Հ ա ն ր ա պ Ե տ ո ւ թ յ ո ւ ն ո ւ մ թ ո ղ ա ր կ վ Ե ց ի ն 446,260,000 Հ Հ դ ը ա մ հ ա ն ր ա գ ո ւ մ ա ը ո վ և 1,132,800 Ա Մ Ն դ ո լ ա ր հ ա ն ր ա գ ո ւ մ ա ը ո վ ա ն վ ա ն ա կ ա ն ա ր ժ Ե ք ո ւ ն Ե ց ո ղ պ ա ր տ ա տ ո մ ս Ե ը , ո ը ո ն ք ա պ ա հ ո վ վ ա ծ Ե ն Հ Հ -ո ւ մ գ ո ը ծ ո ղ 5

¹⁹³ Տ Ե ´ ս Բոյс М., Саус Е. Сделки секьюритизации на европейском рынке: медленное восстановление, Энциклопедия Российской Секьюритизации, 2014, - Է ջ 30:

¹⁹⁴ Տ Ե ´ ս <http://www.statista.com/statistics/189228/asset-backed-security-issuer-sector-credit-market-debt-in-the-us/> :

¹⁹⁵ Ա պ ա հ ո վ վ ա ծ հ ի փ ո թ Ե ք ա յ ի ն պ ա ր տ ա տ ո մ ս Ե ը ի մ ա ս ի ն կ խ ո ս վ ի հ ա ջ ո ը դ պ ա ր ա գ ը ա Ֆ ո ւ մ :

վարկային կազմակերպություններից գնված ակտիվներով¹⁹⁶: Ակտիվները բաղկացած են գյուղատնտեսական, սպառողական և ՓՄՁ (փոքր և միջին բիզնեսի ֆինանսավորման) վարկերից: Նշված պարտատոմսերը տեղաբաշխվեցին ՀՀ «ՆԱՍԴԱՔ ՕԵՄԷՔՍ Արմենիա»ԲԲԸ ֆոնդային բորսայում 24.12.2015թ.:

Քննարկենք ինչ է իրենից ներկայացնում արժեթղթավորումը, ինչպես են թողարկվում ակտիվներով ապահովված պարտատոմսերը և ինչպիսի խնդիրներ են առկա ՀՀ օրենսդրական կարգավորումներում:

Գրականության մեջ առկա չէ միասնական տեսակետ արժեթղթավորման հասկացությունների վերաբերյալ: Ընդհանուր առմամբ, արժեթղթավորման բոլոր հասկացությունները պայմանականորեն բաժանվում են երկու խմբի: Առաջին խմբի մեջ են մտնում այն հասկացությունները, որոնք շեշտը դնում են արժեթղթավորման տնտեսագիտական հիմքի վրա, այն հանգամանքի վրա, որ ակտիվը «փոխակերպվում է» ավելի հեշտ իրացվելի միջոցի: Երկրորդ խմբի մեջ են մտնում այն հասկացությունները, որոնք նկարագրում են արժեթղթավորումը որպես որոշակի հերթական գործողությունների ամբողջություն¹⁹⁷: Այսպես՝ Ա.Ս. Սելիվանովսկին գտնում է, որ արժեթղթավորումը իրենից ներկայացնում է այնպիսի շահույթ ապահովող ակտիվի ֆինանսավորում կամ վերաֆինանսավորում, որը իրականացվում է այդպիսի ակտիվը փոխակերպելով ավելի իրացվելի ձևի, թողարկելով պարտատոմսեր կամ այլ արժեթղթեր¹⁹⁸: Պ. Ս. Ռոնոկը նշում է, որ

¹⁹⁶ Տե՛ս <http://capital.com.am/wp-content/uploads/2015/12/Prospectus-LPSF.pdf>:

¹⁹⁷ Տե՛ս Улюкаев С., Секьюритизация активов и секьюритизация банковских активов: как отличать, понимать и трактовать?, Электронная публикация журнала «Экономическая политика». 2010. № 1-эл), էջ 1 (http://www.ep.ane.ru/pdf/online/EPonline_1-2010_ulukaev1.pdf):

¹⁹⁸ Տե՛ս Селивановский А. С., Правовые риски ипотечного агента // Хозяйство и право. 2005. № 8:

արժեթղթավորումը ոչ իրացվելի ակտիվների փոխակերպումն է իրացվելի ակտիվների¹⁹⁹: Մյուս խմբի հեղինակներից, օրինակ՝ Յ.Պ.Բենքը գտնում է, որ ակտիվների արժեթղթավորումը \$ինանսավորման նորարարական գործիք է, որի կիրառման դեպքում \$ինանսական ակտիվների տարանջատված խումբը դուրս է գալիս բանկի կամ այլ կազմակերպության հաշվեկշռից, ձեռք է բերում իրավական ինքնուրույնություն փոխանցելով այն հատուկ ստեղծված իրավաբանական անձի, որը իրականացնում է դրավերաֆինանսավորումը կապիտալի շուկայում արժեթղթերի թողարկման միջոցով²⁰⁰: «Ակտիվների արժեթղթերի մասին» ՀՀ օրենքը (սույն պարագրաֆում այսուհետ՝ նաև Օրենք) որդեգրել է երկրորդ խումբի հեղինակների մոտեցումը՝ սահմանելով, որ արժեթղթավորումը գործընթաց է, որի միջոցով նախաձեռնողը կամ վաճառողն արժեթղթավորման հիմնադրամին վաճառում է ակտիվներ՝ արժեթղթավորման հիմնադրամին փոխանցելով այդ ակտիվների նկատմամբ փոխանցման համար անհրաժեշտ բոլոր իրավունքները, իսկ արժեթղթավորման հիմնադրամը թողարկում է արժեթղթեր՝ ապահովված գնված ակտիվներով և այդ ակտիվներից ստացվող վճարներով:

Ակտիվների արժեթղթավորման գործընթացում առաջին հերթին անհրաժեշտ է առանձնացնել այն ակտիվների տեսակները, որոնք կարող են արժեթղթավորման ենթարկվել: Օրենքով օգտագործվող ակտիվների հասկացությունը իրմեջ որոշ անհստակություն է պարունակում: Բանն այն է, որ Օրենքի 3-րդ հոդվածի 1-ին մասը ակտիվը

¹⁹⁹Տե՛ս Բанковский менеджмент: Предоставление финансовых услуг : пер. с англ. / П.С. Роуз ; Под общ.рук.М.В. Белова, др. . - Москва : Дело, 1997, էջ 429:

²⁰⁰Տե՛ս Բер Х. П. Секьюритизация активов: секьюритизация финансовых активов – инновационная техника финансирования банков/ Волтерс Клувер, 2007 – էջ 37:

սահմանում է որպես «Յաշվապահական հաշվառման մասին» ՀՀ օրենքով²⁰¹ սահմանված ակտիվներին ցայնպիսի դրամական միջոցներ և (կամ) դրանց նկատմամբ պահանջի իրավունքներ և (կամ) այլ ֆինանսական ակտիվներ, որոնք ապահովում են կամ կարող են ապահովել որոշակի դրամական ներհոսքեր: Սակայն «Յաշվապահական հաշվառման մասին» ՀՀ օրենքը 2008թ. դեկտեմբերի 26-ին կատարված օրենքի փոփոխություններից հետո չի սահմանում ակտիվի հասկացությունը կամ տեսակներ: Մինչ այդ գործող խմբագրության համաձայն՝ ակտիվ էր համարվում կազմակերպության կողմից վերահսկվող միջոցը՝ որպես կատարված գործառնությունների (դեպքերի) արդյունք, որից ակնկալվում է ապագա տնտեսական օգուտների ներհոսք կազմակերպություն: Ներկայումս ակտիվի հասկացությունը ՀՀ իրավական այլ ակտերից պարունակում է «Շահույթահարկի մասին» ՀՀ օրենքը²⁰², որի 7-րդ հոդվածի 1-ին մասի գ) կետի համաձայն՝ ակտիվ է համարվում հարկատուին սեփականության իրավունքով պատկանող ցանկացած միջոցը՝ գույքը (նյութական ակտիվները), գույքային իրավունքները և գույքային իրավունքների հետ կապված անձնական ոչ գույքային իրավունքները (ոչ նյութական ակտիվները), արտարժույթը, արժեթղթերը, դեբիտորական պարտքը և այլ գույքը: Գտնում ենք, որ «Շահույթահարկի մասին» ՀՀ օրենքով սահմանված ակտիվի հասկացությունը չափազանց լայն է և համահունչ չէ ակտիվների արժեթղթավորման բնույթին, ուստի և սույն դեպքում կիրառելի չէ: Խնդիրը կարող է լուծվել Օրենքում «Յաշվապահական հաշվառման մասին» ՀՀ

²⁰¹ Ընդունվել է 26.12.2002թ., ուժի մեջ է մտել 22.02.2003թ.: Տե՛ս ՀՀ ՊՏ 2003.02.12/9(244) Հոդ. 154, ՀՕ-515-Ն:

²⁰² Ընդունվել է 30.09.1997թ., ուժի մեջ է մտել 01.01.1998թ.: Տե՛ս ՀՀ ՊՏ 1997.12.03/27, ՀՕ-155:

օրենքին տրված հղումը հանելով, քանի որ Օրենքով օգտագործված ակտիվի հասկացությունը ինքնաբավ և ամբողջական է նաև առանց «Հաշվապահական հաշվառման մասին» ՀՀ օրենքին հղում տալու: Ուստի առաջարկում ենք ակտիվը սահմանել հետևյալ կերպ. *«ակտիվներ են այնպիսի դրամական միջոցներ և (կամ) դրանց նկատմամբ պահանջի իրավունքներ և (կամ) ցանկացած այլ ֆինանսական ակտիվներ, որոնք ապահովում են կամ կարող են ապահովել որոշակի դրամական ներհոսքեր»:* Այս հասկացությունը լիովին արտացոլում է արժեթղթավորման ընթացքում ներգրավվող ակտիվների բնույթը և հնարավորություն է տալիս ներգրավել ակտիվների լայն շրջանակ: Այստեղ պետք է ընդգծել նաև, որ Օրենքը ակտիվ է համարում նաև այն դրամական հոսքերը, որոնք ոչ միայն ապահովում են, այլև ապագայում կարող են ապահովել որոշակի դրամական հոսքը: Ապագայում առաջացող դրամական ներհոսքերի արժեթղթավորումը համարվում է արժեթղթավորման բաղկացուցիչ մասը և կիրառելի է շատ երկրներում: Ռուսաստանի Դաշնությունում ապագայում առաջացող դրամական ներհոսքերի արժեթղթավորումը հնարավոր դարձավ միայն 2014թ. հունիսի մեկից հետո ուժի մեջ մտած օրենքի փոփոխությամբ ²⁰³:

Ամենից շատ արժեթղթավորվող ակտիվների թվին են դասվում հիփոթեքային վարկերը, ավտովարկերը, կրեդիտ քարտերի վարկավորումը, ուսումնական վարկերը, ավտոմեքենաների, ինքնաթիռների և սարքավորումների լիզինգը, միջին և փոքր բիզնեսի վարկավորումը ²⁰⁴: Ինչպես նշվեց, ՀՀ-ում դեռևս առաջին անգամ թողարկված պարտատոմսերը

²⁰³Տե՛ս Калинин С., Ушаков О., Фильчуков А. “Закон о секьюритизации: новые возможности” Энциклопедия Российской Секьюритизации, 2014, - էջ 148:

²⁰⁴Տե՛ս Кашеев Н., Голубев И., История развития рынка секьюритизации: от США до Китая, Энциклопедия Российской Секьюритизации, 2015, - էջ 19:

ապահովված էին սպառողական, գյուղատնտեսական, փոքր և միջին բիզնեսի ֆինանսավորման վարկերով: Արժեթղթավորման զարգացմանը հետմեկտեղ ի հայտ եկան այնպիսի բազմազան ակտիվների արժեթղթավորման դեպքեր, ինչպիսիք էին օրինակ՝ հեռահաղորդակցման կազմակերպությունների կողմից ստացված ծառայությունների վճարները, երկաթուղային ֆրախտի պայմանագրերի վճարները, ապահովագրական ընկերությունների ապահովագրավճարները: Պարտատոմսեր են թողարկվել նույնիսկ այնպիսի ակտիվների արժեթղթավորմամբ, ինչպիսիք են երգիչներ Դեյվիդ Բոուի և Ջեյմս Բրաունի ստեղծագործական աշխատանքներից ապագայում ստացվող ռոյալթիներից սպասվող եկամուտները²⁰⁵: Ամեն դեպքում Օրենքը չի սահմանափակում անձի իրավունքը ՀՀ օրենսդրությամբ սահմանված պահանջներին համապատասխան և կարգով թողարկել ակտիվների գրավով կամ այլ կերպ ապահովված արժեթղթեր, որոնք կապ չունեն արժեթղթավորման հետ: Այսինքն՝ հնարավոր է թողարկել արժեթղթեր, որոնք ապահովված են ակտիվների գրավով, սակայն թողարկված չեն «Ակտիվների արժեթղթավորման և ակտիվներով ապահովված արժեթղթերի մասին» օրենքի իրավակարգավորումների սահմաններում և Օրենքի մաստով չեն հանդիսանում արժեթղթավորում: Օրինակ՝ «Ազգային Հիփոթեքային Ընկերություն» վերաֆինանսավորում իրականացնող վարկային

²⁰⁵Դեյվիդ Բոուի և առաջին արտիստն էր, ով 1997թ. նախածեռնեց այսպիսի ակտիվներով ապահովված պարտատոմսերի թողարկումը, որոնք ստացան հենց նրանունը «Բոուի բոնդեր»: Այդ պարտատոմսերը ապահովված էին Դեյվիդ Բոուի ստեղծագործական գործություններով յոթնից ստացված ռոյալթիներից, թողարկված էին 55 միլիոն անվանական արժեքով, 10 տարի մարման ժամկետով, գնվեց «Պրոդյուսերս» ապահովագրական ընկերության կողմից: Տե՛ս Frank J. Fabozzi, Bond Markets, Analysis, And Strategies, eight edition – Pearson, 2013, էջ 3:

կազմակերպությունն փակ բաժնետիրական ընկերության կողմից 2014թ. դեկտեմբերի 7-ին 12-րդ թողարկմամբ թողարկված պարտատոմսերը, որոնք ապահովված են վերջինիս կողմից իր գործընկեր ֆինանսական հաստատություններին տրամադրված վարկերից բխող պահանջի իրավունքի գրավով²⁰⁶: Բերված օրինակում տեղի չի ունեցել ակտիվների արժեթղթավորում Օրենքի իմաստով, քանի որ չի ստեղծվել արժեթղթավորման հիմնադրամ, ակտիվները չեն վաճառվել դրան և այլն, սակայն պարտատոմսերը ապահովված են ակտիվների (տվյալ դեպքում՝ պահանջի իրավունքի) գրավով:

Ակտիվների առանձնացումից և մեկ խմբում համակարգելուց հետո այն վաճառվում է հատուկ կազմավորված կառուցակարգին (Special purpose vehicle կամ SPV)²⁰⁷: Չատուկ կազմավորված իրավաբանական անձը Օրենքի համաձայն ստեղծվում է հիմնադրամի կարգավիճակով: Արժեթղթավորման հիմնադրամը ստեղծվում է միայն մեկ նպատակով, որպեսզի իրականացնի իրեն փոխանցված ակտիվների խմբով ապահովված արժեթղթերի թողարկում: Այն չունի աշխատողներ, պայմանագրային հիմունքներով կառավարվում է առևտրային կազմակերպություն հանդիսացող հիմնադրամի կառավարչի կողմից, ունի միայն կառավարման բարձրագույն մարմին՝ տնօրենների խորհուրդ, իսկ ակտիվների սպասարկումը, այդ թվում՝ դրամական հոսքերի ներգրավումը, կատարում է սպասարկողը՝ սպասարկման պայմանագրի հիման վրա: Արժեթղթավորման հիմնադրամը կարող է ունենալ միայն ակտիվներով ապահովված արժեթղթերի գծով պարտավորություններ և Օրենքով նախատեսված իր

²⁰⁶Տե՛ս պարտատոմսերի ազդագիրը http://www.nmc.am/uploaded/NMC_Bonds/Issue_Papers/12th_Issue/3.pdf :

²⁰⁷Տե՛ս Ռոբբե Ж. Ж. В., Али П.; Секьюритизация и право: пер. с англ. – Москва: Волтерс Клувер, 2008 – էջ 3:

հիմնական գործառնությունները հետևյալ կապով ած
պարտավորությունները (ծառայությունների
մատուցման պայմանագրերից բխող և այլն):

Գտնում ենք, որ հատուկ կազմավորված
կառուցակարգի (SPV) կազմակերպարավական
կարգավիճակի՝ հիմնադրամի ընտրությունը ՀՀ
օրենսդրությունում չի բխում արժեթղթավորման
էություններից: Այսպես՝ «Հիմնադրամների մասին» ՀՀ
օրենքի²⁰⁸ 3-րդ հոդվածի 1-ին մասի համաձայն՝
հիմնադրամ է համարվում քաղաքացիների և (կամ)
իրավաբանական անձանց կամավոր գույքային
վճարների հիման վրա ստեղծված և անդամություն
չունեցող ոչ առևտրային կազմակերպությունը, որը
հետապնդում է սոցիալական, բարեգործական,
մշակութային, կրթական, գիտական, առողջապահական,
բնապահպանական և (կամ) այլ հանրօգուտն պատակներ:
Համանման հասկացություն է տալիս նաև
Քաղաքացիական օրենսգրքի 123-րդ հոդվածը: Ինչպես
վերը նշվեց, հիմնադրամը ոչ առևտրային
կազմակերպություն է, որի նպատակը պետք է լինի
հանրօգուտ, լինի դա առողջապահական,
մշակութային, բարեգործական, կրթական կամ այլ:
Նման պայմաններում ակտիվների
արժեթղթավորումը հիմնականում իրականացվում է
առևտրային ոլորտում, հետապնդում է միջարք
օգուտներ, որոնք իրենց էությունամեննին էլ
հանրօգուտ չեն, այլ հետապնդում են մասնավոր
կորպորացիայի կամ անանձին անձանց շահեր: Ավելի
մանրամասն պետք է նշել, որ արժեթղթավորման
հիմնական նպատակները նախաձեռնողների համար
հետևյալներն են²⁰⁹.

²⁰⁸ Ընդունվել է 26.12.2002թ., ուժի մեջ է մտել 22.02.2003թ.: Տե՛ս ՀՀ ՊՏ
2003.02.12/9(244) 3-րդ .155, ՀՕ-516-Ն:

²⁰⁹ Տե՛ս Frank J. Fabozzi, Bond Markets, Analysis, And Strategies, eight edition – Pearson, 2013, էջ 334:

1. ստանալ կանխիկ միջոցներ՝ արժեթղթավորման արդյունքում ակտիվները վաճառելով,
2. դիվերսիֆիկացնել ֆինանսավորման աղբյուրները,
3. նվազեցնել վարկավորման ծախսերը,
4. հաշվեկշռից ակտիվները դուրս գրելով՝ ապահովել բանկերի և վարկային կազմակերպությունների համար ՀՀ կենտրոնական բանկի կողմից սահմանված հիմնական տնտեսական նորմատիվներից ու ցանիշները²¹⁰:

Ինչպես տեսնում ենք, վերը նշված նպատակները բոլորն էլ առևտրային բնույթի են և չեն ներկայացնում որևէ հանրագուտնապատակ: Բացի այդ, ակտիվների խմբի մնացորդային արժեքը, որը իրենից ներկայացնում է արժեթղթավորման հիմնադրամի՝ ակտիվներով ապահովված արժեթղթերի թողարկումից բխող պարտավորությունների կատարումից հետո մնացած եկամուտների, ակտիվների իրացումից ստացված և (կամ) ստացվելիք միջոցների կամ դրանց գծով այլ վճարների հանրագումարը, Օրենքի 27-րդ հոդվածի համաձայն հանդիսանում է արժեթղթավորման հիմնադրամի սեփականությունը

²¹⁰ Բանկերի համար հիմնական տնտեսական նորմատիվները սահմանված են ՀՀ ԿԲ խորհրդի կողմից 09.02.2007թ. ընդունված «Բանկերի գործունեության կարգավորումը, բանկային գործունեության հիմնական տնտեսական նորմատիվները» կանոնակարգ 2-ը հաստատելու մասին N 39-Ն որոշմամբ (ՀՀԳՏ 2007.05.15/13(253) Հոդ.205), իսկ վարկային կազմակերպությունների համար՝ ՀՀ ԿԲ խորհրդի կողմից 05.11.2002թ. ընդունված «վարկային կազմակերպությունների գործունեության կարգավորումը, վարկային կազմակերպությունների գործունեության տնտեսական նորմատիվները» կանոնակարգ 14-ը հաստատելու մասին N 347-Ն որոշմամբ (ՀՀԳՏ 2002.12.30/32.1 Հոդ.363):

և կարող է տնօրինվել կանոնադրությամբ և ազդագրում նշված կարգով: Այդ եկամուտը տնօրինելու համար արժեթղթավորման հիմնադրամը թողարկում է մասնակցության վկայագրեր, որոնք վաճառում է ներդրողներին, որոնք էլ իրենց հերթին հետագայում արժեթղթավորման հիմնադրամի եկամտի նկատմամբ ունեն փայի իրավունք: Այսինքն՝ ակտիվների արժեթղթավորման հետ կապված պարտավորությունները կատարելուց հետո մնացած եկամուտը ևս օգտագործվում է առևտրային նպատակով: Յիմք ընդունելով վերոգրյալը՝ գտնում ենք, որ SPV-ին չի կարող հանդիսանալ ոչ առևտրային կազմակերպություն և նրան հիմնադրամի կազմակերպչի րավական ձևով համահունչ չէ հիմնադրամի քաղաքացիաիրավական կարգավիճակին: Այդ դեպքում՝ ինչ կարգավիճակով պետք է հանդես գա արժեթղթավորման համար ստեղծված հատուկ կազմավորումը:

Միջազգային փորձը ուսումնասիրելով՝ նկատում ենք, որ SPV-ները հանդես են գալիս առևտրային իրավաբանական անձանց կամ կազմավորումների ձևով: Դրանք հիմնականում լինում են կորպորացիայի, ընկերակցության կամ տրաստի ձևով²¹¹: Ընդ որում՝ SPV-ն Կանադայում հիմնականում հանդես է գալիս տրաստի, ԱՄՆ-ում՝ սահմանափակ պատասխանատվությամբ կորպորացիայի, Եվրոպայում՝ սահմանափակ պատասխանատվությամբ կորպորացիայի, իսկ օձնորային գոտիներում՝ տրաստների ձևով²¹²:

Արժեթղթավորման դեպքում լայն տարածում գտած մեխանիզմը տրաստն է: Տրաստը իրավական

²¹¹Տե՛ս Gorton G. B., Souleles N. S., ' ' Special Purpose Vehicles and Securitization' ' , Volume: The Risks of Financial Institutions, University of Chicago Press, 2007, էջ - 555:
²¹² Տե՛ս Gosrani n., Gray A. The next chapter Creating an understanding of Special Purpose Vehicles, PricewaterhouseCoopers LLP, the United Kingdom - 2011 - էջ 6, (<https://www.pwc.com/gx/en/banking-capital-markets/publications/assets/pdf/next-chapter-creating-understanding-of-spv.pdf>):

կառուցակարգ է, որի դեպքում որևէ գույքի կամ ակտիվի կառավարման վերաբերյալ անձանց միջև ձևավորվում են ֆինդոնգիար (վստահություն վրահիմնված) փոխհարաբերություններ, որոնց շրջանակներում տրաստին (գույքի կամ ակտիվների կառավարիչը) ունի որոշակի պարտականություններ կատարելու հոգուտ քենե ֆիացիարների²¹³: Սակայն մեր իրավական համակարգը, ինչպես և ողջ մայրցամաքային իրավական համակարգի երկրները Եվրոպայում, բացի Լիխտենշտեյնի դքսությունից²¹⁴, չունի այնպիսի կառուցակարգ, ինչպիսին անգլոամերիկյան տրաստն է: Լյուքսեմբուրգում SPV-ները կարող են ստեղծվել կամ որպես առևտրային իրավաբանական անձեր՝ հանրային կամ մասնավոր բաժնետիրական ընկերությունների, կոոպերատիվների կամ ընկերակցությունների կազմակերպարավական ձևերով, կամ որպես արժեթղթավորման ֆոնդ (securitization fond): Արժեթղթավորման ֆոնդը չունի իրավաբանական անձի կարգավիճակ, ակտիվները առանձնացվում են մեկ խմբի մեջ և կառավարվում են առևտրային իրավաբանական անձի կողմից²¹⁵: Ռուսաստանի դաշնությունում SPV-ների երեք տարատեսակ գոյություն ունի՝ հիփոթեքային գործակալ, մասնագիտացված ֆինանսական ընկերություն և նախագծային ֆինանսավորման մասնագիտացված ընկերություն, որոնցից երեքն էլ ստեղծվում են սահմանափակ պատասխանատվությամբ ընկերության կամ բաժնետիրական ընկերության կազմակերպարավական կարգավիճակով:

²¹³ Տե՛ս նաև Նյուտոնը, էջ 8:

²¹⁴ Տե՛ս Бер Х. П. Секьюритизация активов: секьюритизация финансовых активов – инновационная техника финансирования банков/ Волтерс Клувер, 2007 – էջ 117:

²¹⁵ Տե՛ս Kothari V., Securitization – The financial instrument of the future, John Wiley & Sons (Asia), Singapore-2006, էջ – 143:

Գտնում ենք, որ արժեթղթավորման համար հատուկ կազմավորված կառուցակարգը պետք է հանդես գաներ դրոմային ֆոնդի, մասնավորապես՝ արժեթղթավորման ֆոնդի տեսքով: Այսպես՝ «Ներդրումային ֆոնդերի մասին» 2010թ. դեկտեմբերի 22-ին ընդունված ՀՀ օրենքի²¹⁶ 3-րդ հոդվածի 1-ին մասի 1-ին կետը սահմանում է, որ ներդրումային ֆոնդ է հանդիսանում իրավաբանական անձը կամ թաղաքացիական օրենսգրքով նախատեսված ֆոնդի կառավարման պայմանագրերի կամ նմանատիպ այլ պայմանագրերի հիման վրա ձևավորված ակտիվների համախումբը, որն ստեղծվել և (կամ) գործում (օգտագործվում) է՝ որպես նպատակ կամ հիմնական նպատակներից մեկն ունենալով ներդրողներից հավաքագրված միջոցները միասնական ներդրումային քաղաքականությամբ ներքո արժեթղթերում և (կամ) այլ ակտիվներում կոլեկտիվ ներդրումների միջոցով ապահովել այդ միջոցների վերադարձը ներդրողներին կապիտալի ավելացման, շահաբաժինների և (կամ) այլ ֆինանսական եկամտի տեսքով (...): Ներդրումային ֆոնդի հասկացողությամբ ունից բխում է, որ ֆոնդը ստեղծվում է որպես իրավաբանական անձ կամ ակտիվների համախումբ և նպատակ ունի հավաքագրելով ներդրողների միջոցները դրանք ներդնել արժեթղթերում կամ այլ ակտիվներում և ստացված եկամուտը վերադարձնել ներդրողներին: Արժեթղթավորման դեպքում ներկայումս գործող արժեթղթավորման հիմնադրամը նախաձեռնողից կամ վաճառողից հավաքագրում է (գնում է) ակտիվներ, այդ ակտիվների հիման վրա թողարկում և տեղաբաշխում է պարտատոմսեր ու մասնակցության վկայագրեր և վճարում է նախաձեռնողին կամ վաճառողին

²¹⁶ Ընդունվել է 22.12.2010թ., ուժի մեջ է մտել 09.01.2011թ.: Տե՛ս ՀՀ ՊՏ 2010.12.30/69(803).13-րդ .1634.19, ՀՕ-245-Ն:

ակտիվներին գումարը: Ինչպես վերը նշվեց, ակտիվի առաջնային սեփականատերը կամ նախաձեռնողը արժեթղթավորման արդյունքում ստանում է իր օգուտները և առաջին հերթին՝ կանխիկ փողը, իսկ ներդրումային ֆոնդերի դեպքում ներդրողը նույնպես տալիս է ակտիվներ և դրանց դիմաց ստանում է ֆինանսական եկամուտ:

«Ներդրումային ֆոնդերի մասին» ՀՀ օրենքի համաձայն ֆոնդերը կարող են ստեղծվել պայմանագրային կամ կորպորատիվ ֆոնդի կարգավիճակով: Պայմանագրային ֆոնդը Քաղաքացիական օրենսգրքով նախատեսված պայմանագրային ներդրումային ֆոնդի կառավարման պայմանագրերի հիման վրա ձևավորված ակտիվներին համախուլմբ է, իսկ կորպորատիվ ֆոնդը իրավաբանական անձ է, որի ակտիվները հավաքագրվում են միայն բաժնետոմսերի կամ այլ բաժնային արժեթղթերի տեղաբաշխման միջոցով: Կորպորատիվ ֆոնդերը հիմնականում ստեղծվում են բաժնետիրական ընկերության կազմակերպչի րավական ձևով, բացի ևրացուցիչ ռիսկով ֆոնդերի և մասնավոր բաժնետմասնակցային ֆոնդերի, այդ թվում՝ վենչուրային ֆոնդերի, որոնք կարող են հանդես գալ նաև վստահության վրա հիմնված ընկերակցության կազմակերպական-իրավական ձևով: Օրենքում որպես մասնագիտացված ֆոնդի տարատեսակ նշված է արժեթղթավորման ֆոնդը, առանց մանրամասնեցնելու, թե դա ինչ է: Ընդ որում՝ մեր կողմից ուսումնասիրության է կատարվել և ՀՀ օրենսդրության մբ որևէ այլ տեղ առկա է նշում, թե ինչ է արժեթղթավորման ֆոնդը կամ ինչպես է այն կիրառության ու ստանում: Հետաքրքիր է նաև նշել, որ ՀՀ կենտրոնական բանկի կայքում հրապարակված «Ներդրումային ֆոնդերի մասին» և «Ակտիվներին

արժեթղթավորման և ակտիվներով ապահովված արժեթղթերի մասին» ՀՀ օրենքների անգլերեն տարբերակներում և՛ արժեթղթավորման \$ոնդը, և՛ արժեթղթավորման հիմնադրամը թարգմանված են նույն ձևով՝ որպես «securitization fund»²¹⁷: Պետք է հաշվի առնել նաև, որ «Ներդրումային \$ոնդերի մասին» ՀՀ օրենքը ընդունվել է 2010թ., իսկ «Ակտիվների արժեթղթավորման և ակտիվներով ապահովված արժեթղթերի մասին» ՀՀ օրենքը 2008թ., ուստի վերջինս չէր կարող նախատեսել արժեթղթավորման \$ոնդի կարգավիճակը՝ որպես արժեթղթավորման համար հատուկ կազմավորված կառուցակարգի (SPV) կարգավիճակ:

Այսպիսով՝ գտնում ենք, որ արժեթղթավորման համար հատուկ կազմավորված կառուցակարգը (SPV) պետք է ունենա մասնագիտացված ներդրումային \$ոնդի, մասնավորապես՝ արժեթղթավորման \$ոնդի կարգավիճակ, որը կարող է ունենալ և՛ պայմանագրային, և՛ կորպորատիվ \$ոնդի ձև: Ընդ որում՝ «Ներդրումային \$ոնդերի մասին» ՀՀ օրենքի համաձայն՝ կորպորատիվ \$ոնդերը հանդես կգան բաժնետիրական ընկերության կազմակերպչական ձևով: Այդ դեպքում նախաձեռնողները կհանդիսանան բաժնետիրական ընկերության բաժնետերեր իրենց կողմից ներդրված ակտիվների չափով: Իհարկե՝ ավելի նախընտրելի կառուցակարգը SPV-ի համար պայմանագրային \$ոնդն է, քանի որ հատուկ կազմավորված կառուցակարգը կունկրետ մեկ նպատակի համար հիմնված կառույց է, այն չունի աշխատողներ, կառավարվում է երրորդ անձի կողմից, բացի այդ պայմանագրային \$ոնդի դեպքում կբացառվեն բաժնետիրական ընկերությունների

²¹⁷ Տե՛ս https://www.cba.am/EN/lalaws/Law_on_asset_Securitization_and_asset_backed_securities.pdf և https://www.cba.am/EN/lalaws/Law_on_Investment%20funds.pdf:

համար գործող իրավակարգավորումներին անաշտ կողմից քարոզչությունները, օրինակ՝ խոշոր կամ շահագրգռվածությունները ամբողջությամբ գործարքների համար սահմանված կարգավորումները, ընկերությունները նդհանուր ժողովի պարտադիր գումարումնային: SPV-ն ներդրումային ֆոնդի ձևով հանդես գալու դեպքում դրա կառավարիչը պետք է լինի արդեն ներդրումային ֆոնդի կառավարիչ կարգավիճակով:

2015թ. նոյեմբերի 11-ին «Յայաստանի Յանրապետությունների քաղաքացիական օրենսգրքում փոփոխություններ և լրացումներ կատարելու մասին» թիվ ՅՕ-139-Ն օրենքով քաղաքացիական օրենսգրքում ներմուծվեց հատուկ բանկային հաշիվների ինստիտուտը, որոնցով Յայաստանում ներդրվեցին զարգացած արևմտյան երկրներում արդեն բավական երկար ժամանակ կիրառվող էսքրոու, անվանատիրոջ, սոցիալական փաթեթի և միջանկյալ հատուկ հաշիվների տարատեսակները: Յատուկ բանկային հաշիվ էությունը կայանում է նրանում, որ դրանում նախատեսված միջոցները կարող են օգտագործվել միայն պայմանագրերով կամ նորմատիվ իրավական ակտերով սահմանված ուղղություններով և պայմաններով, ինչպես նաև դրանք չեն կարող գրավադրվել, արգելադրվել, բռնագանձվել հաճախորդի պարտավորությունների դիմաց կամ հաճախորդի սնանկության դեպքում հանդիսանալ պարտավորությունների կատարման համար լուծարային միջոց, բացառությամբ այդ հաշիվ օգտագործման ուղղությունների հետ կապված դեպքերի: Գտնում ենք, որ հաշիվ առնելով այն հանգամանքը, որ արժեթղթավորման հիմնադրամը ակտիվներով ապահովված արժեթղթերի գծով պարտավորություններից բացի, չի կարող ունենալ այլ պարտավորություններ, բացառությամբ նախաձեռնողի կամ վաճառողի հանդես ակտիվների

ծ ե ո ք ք ե ր մ ա ն կ ա պ ա կ ց ու թ յ ա մ ք մ ի ջ ո ց ն ե ր ի վ ճ ա ր մ ա ն
պ ա ր տ ա վ ո ր ու թ յ ա ն , ա ծ ա ն ց յ ա լ ա ր ժ ե թ ղ թ ե ր ո վ կ ն ք վ ա ծ
գ ո ր ծ ա ր ք ն ե ր ի գ ծ ո վ պ ա ր տ ա վ ո ր ու թ յ ու ն ն ե ր ի և
Օ ր ե ն ք ո վ թ ու յ լ ա տ ր վ ա ծ ` ծ առ ա յ ու թ յ ու ն ն ե ր ի
մ ա տ ու ց մ ա ն պ ա յ մ ա ն ա գ ր ե ր ի ց ք խ ո ղ
պ ա ր տ ա վ ո ր ու թ յ ու ն ն ե ր ի , պ ե տ ք Ե Յ Յ կ ե ն տ ր ո ն ա կ ա ն
ք ա ն կ ի ն ո ր մ ա տ ի վ ի ր ա վ ա կ ա ն ա կ տ ո վ
ա ր ժ ե թ ղ թ ա վ ո ր մ ա ն հ ի մ ն ա դ ր ա մ ի գ ո ր ծ ու ն ե ու թ յ ա ն
ի ր ա կ ա ն ա ց ու մ ը թ ու յ լ ա տ ր ե լ մ ի ա յ ն հ ա տ ու կ
ք ա ն կ ա յ ի ն հ ա շ վ ո վ : Ն ե ր կ ա յ ի ս պ ա յ մ ա ն ն ե ր ու մ դ ա
կ ա ր ո ղ Ե լ ի ն ե լ ա ն վ ա ն ա տ ի ր ո ջ հ ա շ ի վ ը , ս ա կ ա յ ն ե թ ե
ա ր ժ ե թ ղ թ ա վ ո ր մ ա ն հ ի մ ն ա դ ր ա մ ի կ ա ր գ ա վ ի ճ ա կ ը
փ ո խ վ ի ն ե ր դ ր ու մ ա յ ի ն \$ ո ն դ ի , ք ա ն ի ո ր
Ք ա ղ ա ք ա ց ի ա կ ա ն օ ր ե ն ս գ ր ք ի 928.4-ր դ հ ո դ վ ա ծ ի 2-ր դ
մ ա ս ի հ ա մ ա ձ ա յ ն ա ն վ ա ն ա տ ի ր ո ջ հ ա շ ի վ ը կ ա ր ո ղ Ե
օ գ տ ա գ ո ր ծ վ ե լ մ ի ա յ ն ն ե ր դ ր ու մ ա յ ի ն
ծ առ ա յ ու թ յ ու ն ն ե ր մ ա տ ու ց ո ղ ա ն ձ ի և
ն ե ր դ ր ու մ ա յ ի ն \$ ո ն դ ի կ առ ա վ ա ր չ ի (պ ա հ առ ու ի)
կ ո ղ մ ի ց ն ե ր դ ր ու մ ա յ ի ն ծ առ ա յ ու թ յ ու ն ն ե ր ի
մ ա տ ու ց մ ա ն կ ա մ ն ե ր դ ր ու մ ա յ ի ն \$ ո ն դ ե ր ի
կ առ ա վ ա ր մ ա ն (պ ա հ առ ու թ յ ա ն) հ ե տ կ ա պ վ ա ծ
գ ո ր ծ առ ն ու թ յ ու ն ն ե ր ի ի ր ա կ ա ն ա ց մ ա ն հ ա մ ա ր :

Ա կ տ ի վ ն ե ր ի խ ու մ ք ը SPV-ի ն վ ա ճ առ ե լ ու ց հ ե տ ո ,
վ ե ր ջ ի ն ս ն ա խ ա ձ ե ո ն ու մ Ե ա ր ժ ե թ ղ թ ե ր ի թ ո ղ ա ր կ մ ա ն և
տ ե ղ ա ք ա շ խ մ ա ն գ ո ր ծ ը ն թ ա ց ը : «Ա կ տ ի վ ն ե ր ի
ա ր ժ ե թ ղ թ ա վ ո ր մ ա ն և ա կ տ ի վ ն ե ր ո վ ա պ ա հ ո վ վ ա ծ
ա ր ժ ե թ ղ թ ե ր ի մ ա ս ի ն » Յ Յ օ ր ե ն ք ի հ ա մ ա ձ ա յ ն `
ա ր ժ ե թ ղ թ ա վ ո ր մ ա ն հ ի մ ն ա դ ր ա մ ը թ ո ղ ա ր կ ու մ Ե
պ ա ր տ ա տ ո մ ս ե ր և մ ա ս ն ա կ ց ու թ յ ա ն վ կ ա յ ա գ ր ե ր :

Մ ա ս ն ա կ ց ու թ յ ա ն վ կ ա յ ա գ ի ր ը ո չ ք ա ժ ն ա յ ի ն
ա ն վ ա ն ա կ ա ն , ձ ա յ ն ի ի ր ա վ ու ն ք չ տ վ ո ղ ն ե ր դ ր ու մ ա յ ի ն
ա ր ժ ե թ ու ղ թ Ե , ո ր ն ի ր տ ի ր ա պ ե տ ո ղ ի ն
տ վ յ ա լ ա կ տ ի վ ն ե ր ի խ մ ք ի ց ս տ ա ց վ ո ղ
ե կ ա մ ու տ ն ե ր ու մ , ա յ լ ս տ ա ց վ ե լ ի ք վ ճ ա ր ն ե ր ու մ ,
ի ն չ պ ե ս ն ա ն ա յ դ ա կ տ ի վ ն ե ր ի ի ր ա ց ու մ ի ց ս տ ա ց վ ա ծ

միջոցներում փայտի իրավունք է տալիս: Այս արժեթղթերով հիմնականում ներգրավվում են ինստիտուցիոնալ ներդրողներին, որոնք ստանում են այն եկամտից փայլ, որը ստացվում է պարտատոմսերի սեփականատերերին վճարվելիք պարտավորությունները, ինչպես նաև Օրենքով նախատեսված արժեթղթավորման հիմնադրամի ծախսերը կատարելուց հետո: Մասնակցության վկայագրերը նաև գործիք են՝ ամրագրելու դրանց սեփականատերերի, որոնք կարող են լինել նաև նախածեռնողները (Originator), մասնակցությունը արժեթղթավորման հիմնադրամի հնարավոր անվճարունակության ռիսկի նվազեցմանը: Այդ դեպքում՝ մասնակցության վկայագրերով դրանց սեփականատերերի եկամուտ ստանալու իրավունքը ստորադասվում է ապահովված պարտատոմսերի սեփականատերերի տոկոսագումար և մարման գումարը ստանալու իրավունքին, և քանի որ մասնակցության վկայագրերը նույնպես ապահովված են ակտիվների խմբի մեջ ընդգրկվող որոշակի տոկոսի ակտիվներով, ստացվում է, որ բոլոր այն դեպքերում, երբ ակտիվների որոշակի մասը ինչ-որ պատճառով չի կատարի իր ապահովության դերը (վարկառուն չի վճարի առանց ապահովման միջոցի վարկը, կամ վարկառուի կողմից վարկը չվճարելու դեպքում գրավի իրացումը չի ծածկի ամբողջ վարկի գումարը և այլն), ապա այդ «անորակ» ակտիվների բացասական հետևանքները կկրեն մասնակցության վկայագրերի սեփականատերերը: Օրինակ՝ «Վարկային պորտֆելի արժեթղթավորման հիմնադրամ -1»-ի կողմից թողարկված մասնակցության վկայագրերը ապահովված են ընդհանուր վարկային պորտֆելի 20 տոկոս ակտիվներով, տեղաբաշխված են նախածեռնողների միջև իրենց կողմից տրամադրված

ակտիվներին համապատասխան և դրանցից բխող փայտանալու իրավունքը ստորադասված է պարտատոմսերի սեփականատերերի պարտավորումներին բավարարմանը²¹⁸: Ստացվում է, երբ որևէ մեկ նախաձեռնողի վարկային պորտֆելում նախատեսված վարկերի մի մասը համարվում է չաշխատող և դրանցով ապահովված պարտատոմսերի սեփականատերերի իրավունքները վտանգվում են, այդ չաշխատող ակտիվներին փոխարինելու են գալիս մասնակցության վկայագրերի տիրույթում գտնվող ակտիվները և պարտատոմսերում ներդրողը չի կրում որևէ վնաս: Այստեղ պետք է ընդգծել, որ բոլոր արժեթղթերը ապահովված են ակտիվներին խմբով և ոչ կոնկրետ ակտիվներով, և երբ նշվում է, որ մասնակցության վկայագրերի տիրույթում գտնվող ակտիվները փոխարինում են այլ ակտիվներին, ապա դա օգտագործվում է պայմանականորեն, քանի որ ակտիվներին տեղաշարժ իրականում տեղի չի ունենում: Այս դեպքում մասնակցության վկայագրերի սեփականատերը չի ստանա իր վկայագրից բխող եկամուտը: Պետք է նշել, որ միջարքեր կրնեն երևալ նախաձեռնողների անվճարունակության ռիսկի որոշ չափաբաժինը իր վրավերցնելու պարտականությունը պարտադիր է օրենքով: Օրինակ՝ Ռուսաստանում 2014թ. հունիս 1-ից գործող նոր օրենքով նախաձեռնողները պետք է ստանձնեն առնվազն անվճարունակության ռիսկի 20%-ը, միջարք եվրոպական երկրներում այդ տոկոսը կազմում է 5%, իսկ ԱՄՆ-ում՝ նման պարտադիր նորմը նդհանրապես չկա²¹⁹: ՀՀ-ում դա նույնպես օրենքով պարտադիր չէ, ինչը, մեր կարծիքով, հիմնավոր է, քանի որ նախաձեռնողի մասնակցությունը ռիսկի

²¹⁸ Տե՛ս ազդագիրը - <http://capital.com.am/wp-content/uploads/2015/12/Prospectus-LPSF.pdf>:

²¹⁹ Տե՛ս Сучков А., Рынок секьюритизации: итоги-2013 и проблемы развития, Энциклопедия Российской Секьюритизации, 2014, - էջ 44:

նվազեցմանը համարվում է արժեթղթավորման հիմնադրամի անվճարունակության բացառման, պարտատոմսերով վճարներին վերադարձնելիության ապահովման և պարտատոմսերի վարկային գրավչության ավելացման միջոց: Օրենքը և համաշխարհային պրակտիկան ձևավորել են անվճարունակություններից ապահովագրվելու և վարկային գրավչության մի շարք միջոցներ (ապահովագրություն, երաշխավորություն, մնացորդային սպրեդ, գերապահովվածություն, ստորադասում և այլն), որպիսի պայմաններում թողարկողները չունենան կայան պայմաններում, որ միջոցն է ավելի ձեռնտու, և որ միջոցն է ավելի գրավիչ դարձնում իր կողմից թողարկված պարտատոմսերը:

Ակտիվներով ապահովված պարտատոմսերը ապահովված են ակտիվների խմբով: Ակտիվների խումբը վաճառվում է նախաձեռնողի կամ վաճառողի կողմից արժեթղթավորման հիմնադրամին: Ակտիվների վաճառքը մի անձից մյուսին. հիմնականում բանկից կամ վարկային կազմակերպությունից արժեթղթավորման հիմնադրամին, ՀՀ օրենսդրությամբ ոչ այնքան հստակ է կարգավորված: Մասնավորապես՝ ակտիվների վաճառքի հետ կապված հարաբերություններում տեղի է ունենում պարտավորության մեջ անձանց փոփոխություն (հիմնականում տեղի է ունենում վարկային հարաբերություններում վարկատուի փոփոխություն), ընդ որում՝ փոխանցվում են այդ ակտիվները ձևավորող պայմանագրերով նախատեսված բոլոր իրավունքները և պարտականությունները («պայմանագրերի փոխանցում»), որոնց նկատմամբ պետք է կիրառվեն համապատասխանաբար պահանջի գիշման և պարտքի

փոխանցման կանոնները միասին ²²⁰: Քաղաքացիական օրենսգրքը հիմք է ընդունել այն կանխադրույթը, որ ակտիվի վաճառքի դեպքում տեղի է ունենում միայն պարտատիրոջ փոփոխություն, քանի որ վարկատուները (բանկերը, վարկային կազմակերպությունները) վարկը տալուց հետո գլխավորապես հանդես են գալիս պարտատիրոջ դերում: Այդ կապակցությամբ Քաղաքացիական օրենսգրքի 403-րդ հոդվածի 2-րդ կետով նախատեսված է, որ «Ակտիվների արժեթղթավորման և ակտիվներով ապահովված արժեթղթերի մասին» ՀՀ օրենքով սահմանված դեպքերում առանց պարտապանի համաձայնության հնարավոր է այն պահանջների գիշումը, որում պարտատիրոջ անձը էական նշանակություն ունի պարտապանի համար: Սակայն ինչպես նշվեց, ակտիվի վաճառքի դեպքում տեղի է ունենում ամբողջ պայմանագրի փոխանցում, որտեղ վարկատուներն ունին նաև միայն իրավունքներ, այլ նաև պարտականություններ: Օրինակ՝ «Սպառողական կրեդիտավորման մասին» ՀՀ օրենքով ²²¹, ի թիվս կրեդիտավորողի մի շարք պարտականությունների, սահմանված է նաև կրեդիտավորողի պարտականությունը առնվազն երեսուրյա պարբերականությամբ սպառողին փոստային կապի կամ օրենքով նախատեսված այլ միջոցով ներկայացնել կրեդիտավորման պայմանագրից բխող սպառողի պարտավորություններին և դրանց առաջացման հիմքերի և մարումների վերաբերյալ գրավոր տեղեկատվություն: Սասպառող-վարկառուի իրավունքն է և նա այս մասով հանդիսանում է պարտատեր, իսկ բանկը՝ պարտապան, ուստի եթե

²²⁰ Տե՛ս Суханов Е. А., Обязательственное право: Учебник: В 2 т. Т. II: Отв. ред. Е. А. Суханов.-4-е изд., Стереотип. - Москва: Статут, 2015, էջ 65:

²²¹ Ընդունվել է 17.06.2008թ., ուժի մեջ է մտել 23.01.2009թ.: Տե՛ս ՀՀ ՊՏ 2008.07.23/47(637) Հոդ. 775, ՀՕ-122-Ն:

ընդհանուր վարկային պայմանագրից բխող բոլոր
 իրավունքներն ու պարտականությունները
 վաճառվում են արժեթղթավորման հիմնադրամին, ապա
 պետք է վաճառվի նաև այս իրավունքը, իսկ դրահամար
 անհրաժեշտ է վարկառուի համաձայնությունը, քանի
 որ Քաղաքացիական օրենսգրքի 406-րդ հոդվածի
 համաձայն պարտքը այլ անձի փոխանցվում է միայն
 պարտատիրոջ համաձայնությամբ: Այլ կերպ ասած՝
 Քաղաքացիական օրենսգրքի 406-րդ հոդվածի 1-ին
 մասում սահմանված չէ բացառությունը նշված
 կանոնից «Ակտիվների արժեթղթավորման և
 ակտիվներով ապահովված արժեթղթերի մասին» ՀՀ
 օրենքով նախատեսված դեպքերի համար: Այս
 հանգամանքը չի բխում արժեթղթավորման
 էությունից և կարող է եական խոչընդոտներ առաջ
 բերել արժեթղթավորման գործընթացում, քանի որ
 ակտիվների արժեթղթավորման հիմնական
 հատկանիշներից է մեծ քանակի ակտիվների հետգործ
 ունենալը և յուրաքանչյուր ակտիվի դեպքում
 պարտատիրոջ համաձայնությունը ստանալը
 իրատեսական չի դարձնում այս գործընթացը:

Կարծում ենք, որ Քաղաքացիական օրենսգրքի 406-
 րդ հոդվածի 1-ին կետում նախատեսված
 բացառությունների շարքում, որոնք սահմանում են
 այն դեպքերը, երբ պարտքի փոխանցման դեպքում
 անհրաժեշտ չէ պարտատիրոջ համաձայնությունը,
 պետք է ավելացվի ակտիվների արժեթղթավորման
 դեպքը, որից հետո հոդվածը կունենա հետևյալ
 տեսքը. *«Պարտապանը կարող է իր պարտքն այլ անձի
 փոխանցել միայն պարտատիրոջ համաձայնությամբ,
 բացառությամբ «Ապահովագրական և
 ապահովագրական գործունեության մասին»
 Հայաստանի Հանրապետության օրենքով,
 «Ապահովված հիփոթեքային պարտատոմսերի մասին»
 Հայաստանի Հանրապետության օրենքով,*

«Ակտիվ ներքին արժեթղթավորման և ակտիվ ներքին ապահովման արժեթղթերի մասին» Հայաստանի Հանրապետության օրենսդրական ակտերի մասին»:

Այս տեղ պետք է նշել, որ մասնագիտական գրականության մեջ քննարկվում է նաև այն հարցը, թե արդյոք իրավաչափ է բանկային կամ վարկային գործունեության իրականացումը և լիցենզիա ստացած իրավաբանական անձի կողմից վարկերի վաճառքը մի անձի, ով տվյալ դեպքում իրավունք չունի իրականացումը բանկային կամ վարկային գործունեության ²²²: Այդ հարցը նույնիսկ քննության է առել Ռուսաստանի Գերագույն արբիտրաժային դատարանը՝ նախագահության 13.09.2011թ. թիվ 146 գրությունով, որ պարտավորությունը խախտած վարկառուի հետ կապված վարկային պայմանագրով նախատեսված իրավունքների զիջումը ոչ վարկային կազմակերպությանը իրավաչափ է, իսկ սպառողական վարկերի դեպքում այդ զիջումը իրավաչափ է, եթե դրա հնարավորությունը նախատեսված է պայմանագրով կամ օրենքով ²²³: Այս հարցի վերաբերյալ ՀՀ օրենսդրությունը չի նախատեսում հստակ կարգավորում, որի պատճառով էլ առաջանում են գործնական խնդիրներ: Այսպես՝ օրինակ՝ բանկերից և այլ ֆինանսական կազմակերպություններից վարկեր ստացած ֆիզիկական անձ վարկառուները իրենց իրավունքների պաշտպանության համար իրավունք ունեն դիմելով ՀՀ ֆինանսական համակարգի հաշտարարին, որը քննում է գործեր միայն ՀՀ կենտրոնական բանկի կողմից լիցենզիա ստացած ֆինանսական կազմակերպությունների դեմ՝ նրանց կողմից մատուցվող ծառայությունների

²²² Տե՛ս Калинин С., Ушаков О., Фильчуков А. «Закон о секьюритизации: новые возможности» Энциклопедия Российской Секьюритизации, 2014, - էջ 145:

²²³ Տե՛ս նույն տեղում:

վերաբերյալ : Արժեթղթավորման գործընթացում առանց վարկառուի համաձայնության իր վարկը ՀՀ կենտրոնական բանկի կողմից լիցենզավորված ֆինանսական կազմակերպությունից տեղափոխվում է արժեթղթավորման հիմնադրամին, որը չի հանդիսանում ֆինանսական կազմակերպություն : Ստացվում է, որ վարկառուն, որն ունի վարկային պայմանագիր, որով նախատեսված է ֆինանսական համակարգի հաշտարարին դիմելու իր իրավունքը, և որը չի արտահայտել կամք՝ այդ պայմանագիրը փոփոխելու վերաբերյալ, արժեթղթավորման գործընթացից հետո գրվում է իր այդ իրավունքից : Խնդիրը կարելի է լուծվել «ֆինանսական համակարգի հաշտարարի մասին» ՀՀ օրենքում փոփոխություն կատարելով և այդ օրենքի 2-րդ հոդվածի 1-ին մասի 3-րդ կետում կազմակերպություն հասկացություն վերջում ավելացնելով նաև՝ «Ակտիվների արժեթղթավորման և ակտիվներով ապահովված արժեթղթերի մասին» ՀՀ օրենքով նախատեսված արժեթղթավորման հիմնադրամ (իսկ հիմնադրամը ֆոնդի փոխելու դեպքում արժեթղթավորման ֆոնդ) : Իսկ ընդհանուր առմամբ գտնում ենք, որ այս դեպքում իրավաչափ է բանկային գործունեության լիցենզիաչ ստացած անձի կողմից վարկային պորտֆելի կառավարումը, քանի որ դա նախատեսված է օրենքով և արժեթղթավորման ողջ գործընթացը ընթանում է ՀՀ կենտրոնական բանկի վերահսկողության ներքո՝ ակտիվների խմբի գրանցումից մինչև արժեթղթավորման հիմնադրամի լուծարում :

Արժեթղթավորման հիմնադրամին ակտիվների վաճառքը ներառում է նաև դրանց հետկապված բոլոր պայմանագրերի, իրավունքների, գրավի, հիփոթեքի և պարտավորությունների կատարման ապահովման այլ միջոցների, ներառյալ՝ երաշխիքների փոխանցումն

արժեթղթավորման հիմնադրամին : Իսկ
Քաղաքացիական օրենսգրքի 399-րդ հոդվածը
սահմանում է, որ պարտատիրոջ փոփոխություն
դեպքում սկզբնական պարտատիրոջ իրավունքը նոր
պարտատիրոջ նեանցում իրավունքի անցման պահին
գոյություն ունեցող ծավալով և պայմաններով,
եթե այլ բան նախատեսված չէ օրենքով կամ
պայմանագրով : Մասնավորապես՝ նոր պարտատիրոջ
նեանցում պարտավորության կատարումն
ապահովող, ինչպես նաև պահանջի հետ կապված այլ
իրավունքները՝ ներառյալ չվճարված տոկոսների
նկատմամբ իրավունքը : Ակտիվների խմբի անցումը
արժեթղթավորման հիմնադրամին պետք է գրանցվի ՀՀ
կենտրոնական բանկում : Օրենքի 24-րդ հոդվածի 7-րդ
մասի համաձայն՝ *Կենտրոնական բանկի կողմից
ակտիվների գրանցումը պետական գրանցում է, և
ակտիվների նկատմամբ պահանջի իրավունքի որևէ
այլ գրանցում չի պահանջվում* : Այստեղից հարց է
առաջանում արդյո՞ք պետք է գրանցման ենթարկվեն
պետական գրանցման ենթակա այն բոլոր ապահովման
միջոցները, որոնք ներառվել են ակտիվների մեջ և
փոխանցվել են դրանց հետ միաժամանակ : «Ակտիվների
արժեթղթերի մասին» ՀՀ օրենքը չի պատասխանում
այս հարցին, միայն Օրենքի 22-րդ հոդվածի 3-րդ մասը
սահմանում է՝ եթե ակտիվների վաճառքը ենթադրում
է նաև անշարժ գույքի հետ կապված իրավունքների
փոխանցում, ապա ակտիվների նկատմամբ
սեփականության իրավունքը համարվում է
փոխանցված արժեթղթավորման հիմնադրամին՝ այդ
իրավունքի պետական գրանցման պահից : «Գույքի
նկատմամբ իրավունքների պետական գրանցման
մասին» ՀՀ օրենքի 1-ին հոդվածի 5-րդ մասը
սահմանում է՝ սույն օրենքով սահմանված նորմերը
չեն տարածվում «Ապահովված հիփոթեքային

պարտատոմսերի մասին» և «Ակտիվների արժեթղթավորման և ակտիվներով ապահովված արժեթղթերի մասին» ՀՀ օրենքներով նախատեսված ապահովված հիփոթեքային պարտատոմսերի և ակտիվներով ապահովված արժեթղթերի թողարկման նպատակով գրավադրվող ակտիվների նկատմամբ գրավի իրավունքի գրանցման հետ կապված հարաբերուն թյունների վրա: Այստեղ անհրաժեշտ է քննարկել, թե ակտիվի գրանցումը չպետք է ներառի նաև ակտիվի կազմում ընդգրկված բոլոր ապահովման միջոցները, թե միայն ակտիվի գրանցում է համարվում կոնկրետ ակտիվի, օրինակ՝ վարկի գրանցումը ՀՀ կենտրոնական բանկում: Պետք է նկատի ունենանք, որ ակտիվները, որոնք հիմնականում վաճառվում են արժեթղթավորման հիմնադրամին, շատ դեպքերում ունենում են ապահովված թյուն անշարժ գույքի, տրանսպորտային միջոցների կամ այլ շարժական գույքի տեսքով: ՀՀ-ում գործում է անշարժ գույքի, տրանսպորտային միջոցների և շարժական գույքի նկատմամբ գրավի իրավունքի գրանցման երեք տարբեր մեխանիզմներ, որոնք կարգավորվում են տարբեր օրենքներով: Ընդ որում՝ Օրենքը նշում է, որ Կենտրոնական բանկի կողմից ակտիվների գրանցումը պետական գրանցում է, և ակտիվների նկատմամբ պահանջի իրավունքի որևէ այլ գրանցում չի պահանջվում: Այդ նորմը տարակարծիք ընկալումների տեղիք է տալիս, սակայն ամեն դեպքում ներկայումս առկա չէ միասնական համակարգ, որի միջոցով ՀՀ կենտրոնական բանկի կողմից ակտիվների խմբի գրանցումը կհամարվեր բավարար նաև դրանց հիմքում ընկած ապահովման միջոցների նկատմամբ գրավի իրավունքի գրանցման և կփոխանցեր գրանցման վերաբերյալ տեղեկությունները համապատասխան մարմիններին,

որոնք և կիրականացնելն համապատասխան գույքի նկատմամբ գրանցված սահմանափակման իրավատիրոջ անձի փոփոխությունը: «Վարկային պորտֆելի արժեթղթավորման հիմնադրամ -1»-ի 2015թ. դեկտեմբերի 14-ին թողարկված պարտատոմսերի ապահովման միջոց հանդիսացող ակտիվներով արժեթղթավորման հիմնադրամը իրականացրել է ակտիվներում ընդգրկված հիփոթեքի և տրանսպորտային միջոցների գրավառուների փոփոխությունը յուրաքանչյուր ակտիվով առանձին-առանձին համապատասխան պետական մարմիններում՝ անշարժ գույքի դեպքում ՀՀ ԿԱ Անշարժ գույքի կադաստրի պետական կոմիտեում, իսկ տրանսպորտային միջոցների դեպքում՝ ՀՀ ոստիկանությունում, յուրաքանչյուր գույքի համար առանձին դիմում ներկայացնելով և պետական տուրքը վճարելով: Սակարող է եսկան խոչընդոտ հանդիսանալ ակտիվների հետագա ավելի մեծ քանակի արժեթղթավորման դեպքում, քանի որ ավելի մեծ ակտիվների խմբերում կարող են ընդգրկվել հազարավոր գրանցման ենթակա իրեր, որոնցից յուրաքանչյուրի նկատմամբ իրավունքների առանձին-առանձին գրանցումը և՛ ժամանակատար է, և՛ ավելացնում է արժեթղթավորման գինը: Խնդիրը անհստակ է դեռևս տրանսպորտային միջոց չհանդիսացող այլ շարժական գույքի նկատմամբ ապահովված իրավունքների գրանցման դեպքում, քանի որ 2015թ. հոկտեմբերի 1-ից ուժի մեջ մտած «Շարժական գույքի նկատմամբ ապահովված իրավունքների գրանցման մասին» ՀՀ օրենքը նոր է կիրառություն ստանում և արդեն իսկ արժեթղթավորված ակտիվներում այդ իրերի նկատմամբ առկա գրավի իրավունքի գրանցում տեղի չի ունեցել վերը նշված օրենքով ներդրված մեխանիզմով: Կարծում ենք, որ ՀՀ կենտրոնական բանկի կողմից ակտիվների գրանցումը պետք է

համարվի նաև ապահովման միջոցների նկատմամբ
իրավունքների պետական գրանցում, ինչպես նաև
անհրաժեշտ է այս մասով ստեղծել միասնական
տեխնիկաժրային հենք, որը թույլ կտա ՀՀ
կենտրոնական բանկին ակտիվների խմբի
գրանցումից հետո փոխանցել տվյալները
համապատասխան պետական մարմիններին (անշարժ
գույքի դեպքում՝ ՀՀ ԿԱ Անշարժ գույքի կադաստրի
պետական կոմիտե, տրանսպորտային միջոցների
դեպքում՝ ՀՀ ոստիկանություն, այլ շարժական
գույքի դեպքում՝ ՀՀ արդարադատության
նախարարություն), որոնք էլ կիրականացնեն այդ
իրերի նկատմամբ գրանցված իրավունքների
իրավատերերի փոփոխությունն արժեթղթավորման
հիմնադրամով: Այդ դեպքում «Ակտիվների
արժեթղթավորման և ակտիվներով ապահովված
արժեթղթերի մասին» ՀՀ օրենքի 24-րդ հոդվածը պետք է
լրացնել 7.1-րդ մասով. «Կենտրոնական բանկի կողմից
ակտիվների պետական գրանցումը հիմք է այլ
պետական մարմինների կողմից ակտիվների հետ
կապված բոլոր պայմանագրերով նախատեսված
գրավով, հիփոթեքով և պարտավորությունների
կատարման ապահովման այլ միջոցներով
նախատեսված իրավունքների գրանցումներում
համապատասխան փոփոխություններ կատարելու
համար: Այդ փոփոխությունները կատարելու համար
Արժեթղթավորման հիմնադրամը չի դիմում
գրանցում իրականացնող մարմիններին, այլ
Կենտրոնական բանկը բոլոր իրավասու
մարմիններին ծանուցում է ակտիվների
գրանցումից հետո տասն աշխատանքային օրվա
ընթացքում»: Այդ կապակցությամբ պետք է հանվի այդ
օրենքի 22-րդ հոդվածի 2-րդ նախադասությունը, որը
սահմանում է՝ եթե ակտիվների վաճառքը
ենթադրում է նաև անշարժ գույքի հետ կապված

ի ր ա վ ու ն ք ն ե ր ի փ ո խ ա ն ց ու մ ,
ա պ ա ա կ տ ի վ ն ե ր ի ն կ ա տ մ ա մ ք ս ե փ ա կ ա ն ու թ յ ա ն
ի ր ա վ ու ն ք ը հ ա մ ա ր վ ու մ է փ ո խ ա ն ց վ ա ծ
ա ր ժ ե թ ղ թ ա վ ո Ր մ ա ն հ ի մ ն ա դ ր ա մ ի ն` ա յ դ ի ր ա վ ու ն ք ի
պ ե տ ա կ ա ն գ ր ա ն ց մ ա ն պ ա հ ի ց :

Ա յ դ ա մ ե ն ի հ ե տ մ ե կ տ ե ղ ա ն հ ր ա ժ ե շ տ է ն ա ն
հ ա տ ու կ ն շ ու մ ա ն ե լ հ ա մ ա պ ա տ ա ս խ ա ն օ Ր ե ն ք ն ե ր ու մ
(«Գ ու յ ք ի ն կ ա տ մ ա մ ք ի ր ա վ ու ն ք ն ե ր ի պ ե տ ա կ ա ն
գ ր ա ն ց մ ա ն մ ա ս ի ն» Հ Հ օ Ր ե ն ք , «Ճ ա ն ա պ ա ր հ ա յ ի ն
ե ր թ ն ե կ ու թ յ ա ն ա ն վ տ ա ն գ ու թ յ ա ն ա պ ա հ ո վ մ ա ն մ ա ս ի ն »
Հ Հ օ Ր ե ն ք , «Շ ա ր ժ ա կ ա ն գ ու յ ք ի ն կ ա տ մ ա մ ք ա պ ա հ ո վ վ ա ծ
ի ր ա վ ու ն ք ն ե ր ի գ ր ա ն ց մ ա ն մ ա ս ի ն» Հ Հ օ Ր ե ն ք), ո Ր
ա կ տ ի վ ն ե ր ի ա ր ժ ե թ ղ թ ա վ ո Ր մ ա ն դ ե պ ք ու մ գ ո Ր ծ ու մ է
ի ր ա վ ու ն ք ն ե ր ի գ ր ա ն ց մ ա ն հ ա տ ու կ կ ար գ`
«Ա կ տ ի վ ն ե ր ի ա ր ժ ե թ ղ թ ա վ ո Ր մ ա ն և ա կ տ ի վ ն ե ր ո վ
ա պ ա հ ո վ վ ա ծ ա ր ժ ե թ ղ թ ե ր ի մ ա ս ի ն» Հ Հ օ Ր ե ն ք ո վ
ս ա հ մ ա ն վ ա ծ կ ար գ ո վ :

Ա կ տ ի վ ն ե ր ի խ ու մ ք ը ա ր ժ ե թ ղ թ ա վ ո Ր մ ա ն
հ ի մ ն ա դ ր ա մ ի ն ա ն ց ն ե լ ու ց , դ Ր ա գ ր ա ն ց ու մ ի ց հ ե տ ո
ա ր ժ ե թ ղ թ ա վ ո Ր մ ա ն հ ի մ ն ա դ ր ա մ ը ի ր ա կ ա ն ա ց ն ու մ է
ա ր ժ ե թ ղ թ ե ր ի` պ ա ր տ ա տ ո մ ս ե ր ի , ի ս կ ո Ր ո շ դ ե պ ք ե Ր ու մ
ն ա ն մ ա ս ն ա կ ց ու թ յ ա ն վ կ ա յ ա գ Ր ե Ր ի թ ո ղ ա Ր կ ու մ :
Օ Ր ե ն ք ի հ ա մ ա ձ ա յ ն` ա կ տ ի վ ն ե ր ո վ ա պ ա հ ո վ վ ա ծ
ա ր ժ ե թ ղ թ ե Ր ը կ ար ո ղ ե ն տ ե ղ ա ք ա շ խ վ ե լ փ ա կ կ ա մ
հ ր ա պ ա ր ա կ ա յ ի ն տ ե ղ ա ք ա շ խ ու մ ն ե ր ի մ ի ջ ո ց ո վ :
Ա կ տ ի վ ն ե ր ո վ ա պ ա հ ո վ վ ա ծ ա ր ժ ե թ ղ թ ե Ր ը ,
«Ա ր ժ ե թ ղ թ ե Ր ի շ ու կ ա յ ի մ ա ս ի ն» Հ Հ օ Ր ե ն ք ի հ ա մ ա ձ ա յ ն ,
կ ար ո ղ ե ն վ ա ճ ա ռ վ ե լ ք ո Ր ս ա յ ու մ կ ա մ ք ո Ր ս ա յ ի ց
դ ու Ր ս : Ա ռ ա ն ց Հ Հ կ ե ն տ Ր ո ն ա կ ա ն ք ա ն կ ի ն ա խ ն ա կ ա ն
թ ու յ լ տ վ ու թ յ ա ն ն ա խ ա ձ ե ռ ն ո ղ ի ն , վ ա ճ ա ռ ո ղ ի ն
ա ր գ ե լ վ ու մ է ձ ե ռ ք ք ե Ր ե լ ա կ տ ի վ ն ե ր ո վ ա պ ա հ ո վ վ ա ծ
ա ր ժ ե թ ղ թ ե Ր ի յ ու Ր ա ք ա ն չ յ ու Ր թ ո ղ ա Ր կ մ ա ն ծ ա վ ա լ ի 10
տ ո կ ո ս ի ց ա վ ե լ ի ն : Ա կ տ ի վ ն ե ր ո վ ա պ ա հ ո վ վ ա ծ
ա ր ժ ե թ ղ թ ե Ր ի ռ ե ե ս տ Ր ի վ ա Ր մ ա ն և պ ա հ ա ռ ու թ յ ա ն

գործառույթներն իրականացնում է Կենտրոնական դեպոզիտարիան:

«Ակտիվներին արժեթղթավորման և ակտիվներով ապահովված արժեթղթերի մասին» ՀՀ օրենքը չի նախատեսում նաև թողարկված արժեթղթերի սեփականատերերի շահերի ներկայացուցչի ինստիտուտը, որը պարտադիր է արժեթղթավորման գործընթացում արժեթղթերի սեփականատերերի շահերը միասնաբար ներկայացնելու և պաշտպանելու, թողարկողի նկատմամբ վերահսկողություն իրականացնելու համար, և որը կիրառվում է զարգացած երկրներում արժեթղթավորման գործընթացում²²⁴: Արժեթղթերի սեփականատերերի շահերի ներկայացուցչի չը, որը «Վարկային պորտֆելի արժեթղթավորման հիմնադրամ -1»-ի կողմից թողարկված պարտատոմսերի ազդագրով կոչվում է պարտատոմսերի սեփականատերերի գործակալ, իրավաբանական ծառայություններ մատուցող կազմակերպություն է, որը արժեթղթավորման հիմնադրամի հետ կնքված գործակալության պայմանագրի հիման վրա իրականացնում է պարտատոմսերի սեփականատերերի շահերի պաշտպանություն, մասնավորապես՝ պարտատոմսերի սեփականատերերի ժողովի գումարում, պարբերաբար ստանում է և ուսումնասիրում է թողարկողի հաշվետվությունները, պարտատոմսերի սեփականատերերի իրավունքների խախտման դեպքում ծանուցում է արժեթղթավորման հիմնադրամին պարտատոմսի մայր գումարի և ձևավորված արժեկտրոնների վճարման մասին և այլն: Օրենքով միայն նախատեսված է ներդրողների լիազոր ներկայացուցչի ինստիտուտը, որը

²²⁴ Տե՛ս Բեր X. П. Секьюритизация активов: секьюритизация финансовых активов – инновационная техника финансирования банков/ Волтерс Клувер, 2007 – էջ 105:

նշանակվում է արժեթղթավորման հիմնադրամի գործունեության հարկադիր դադարեցման դեպքում և իրականացնում է հիմնադրամի կառավարման մարմինների իրավասությունները: Գտնում ենք, որ օրենքով անհրաժեշտ է ներմուծել արժեթղթերի սեփականատերերի ներկայացուցչի ինստիտուտը, որը պարտադիր կլինի արժեթղթավորման գործընթացում և որը կիրականացնի պարտատոմսերի սեփականատերերի շահերի պաշտպանությունը արժեթղթավորման հիմնադրամի քննադատական գործունեության ընթացքում:

Պարտատոմսերի սեփականատերերը ապահովված են իրենց պարտատոմսերի գումարի և տոկոսների վերադարձի համար ակտիվների խմբով: Պետք է հստակեցնել, որ կոնկրետ մեկ պարտատոմսը չունի իր հետևում ապահովման միջոց հանդիսացող կոնկրետ մեկ կամ մի քանի ակտիվ, այլ բոլոր ակտիվները ապահովում են բոլոր պարտատոմսերով պարտավորության կատարումը: Իսկ ե՞րբ կարող է պարտատոմսի սեփականատերը իր պարտավորության կատարումը պահանջել ապահովման միջոց հանդիսացող ակտիվի իրացումից: Դրա պատասխանն է միայն արժեթղթավորման հիմնադրամի անվճարունակության դեպքում, այսինքն՝ այն դեպքում, երբ արժեթղթավորման հիմնադրամը չունի բավարար միջոցներ պարտատոմսի սեփականատիրոջ նկատմամբ պարտավորությունը կատարելու, որի դեպքում էլ Օրենքի համաձայն կարող է սկսվել սնանկության գործընթաց: Պետք է արձանագրել, որ «Ակտիվների արժեթղթավորման և ակտիվներով ապահովված արժեթղթերի մասին» ՀՀ օրենքը ոչ բավարար ուղղորդություն է դարձրել պարտատոմսի սեփականատիրոջ կողմից իր պարտավորության կատարում, ինչպես նաև անհրաժեշտության դեպքում հարկադիր կատարում պահանջելու իրավունքին:

Մասնավորապես՝ Օրենքը ընդհանրապես չի անդրադառնում այն հարցին, թե ինչ պետք է լինի, եթե արժեթղթավորման հիմնադրամը խախտում է կոնկրետ պարտատիրոջ նկատմամբ իր գումարը վճարելու պարտավորությունը, սակայն նրա միջոցները բավարարեն դա կատարելու համար: Այդ դեպքում «Վարկային պորտֆելի արժեթղթավորման հիմնադրամ -1»-ի կողմից թողարկված արժեթղթերի ազդագրում նշված է, որ պարտատոմսերի սեփականատերերի գործակալը կարող է ծանուցում ուղարկել թողարկողին, որ տվյալ պարտատոմսի սեփականատիրոջը պատկանող պարտատոմսերով մայր գումարը հայտարարվում է վճարման ենթակա և ծանուցումը ստանալուց հետո 30 օրյա ժամկետում թողարկողը պարտավոր է կամ վերացնել խախտումը, կամ վճարել պարտատոմսերի մայր գումարը և կուտակված արժեկտրոնները: Իսկ եթե թողարկողը այդ դեպքում էլ չի վճարում պարտավորության գումարը, ապա պարտատոմսերի սեփականատերերի գործակալը կարող է պարտատոմսի տիրոջ անունից հայցով դիմել դատարան ընդդեմ թողարկողի:

Օրենքի 39-րդ հոդվածը սահմանում է արժեթղթավորման հիմնադրամի գործունեության հարկադիր դադարեցման երկու հիմք՝ ա. արժեթղթավորման հիմնադրամի կողմից թողարկված ակտիվներով ապահովված արժեթղթերի անվանական արժեքի 2/3-ի սեփականատեր հանդիսացող անձանց կողմից արժեթղթավորման հիմնադրամի լուծարման պահանջ ներկայացնելու դեպքում,

բ. եթե արժեթղթավորման հիմնադրամի գույքը, այդ թվում՝ ապահովման միջոց հանդիսացող ակտիվները բավարարչեն նրա գործունեության իրականացման և ստանձնած պարտավորությունների կատարման համար, և արժեթղթավորման հիմնադրամի կողմից ստանձնած պարտավորությունների

իրականացման համար անհրաժեշտ գույք ստանալու հնարավորությունն իրական է:

Ընդ որում՝ վերը նշված բ) կետը հանդիսանում է նաև արժեթղթավորման հիմնադրամի սնանկ ճանաչելու դիմում ներկայացնելու միակ հիմքը, որի իրավունքը Օրենքի համաձայն պատկանում է բացառապես ՀՀ կենտրոնական բանկին: Ուշագրավ է, որ այդ նույն հիմքով Օրենքի տարբեր հոդվածներ ՀՀ կենտրոնական բանկին պարտավորեցնում են կատարել երկու տարբեր գործողություններ: Այսպես՝ Օրենքի 41-րդ հոդվածը նախատեսում է, որ այն դեպքում, երբ արժեթղթավորման հիմնադրամի գույքը, այդ թվում՝ ապահովման միջոց հանդիսացող ակտիվները բավարար չեն նրա գործունեության իրականացման և ստանձնած պարտավորությունների կատարման համար, ՀՀ կենտրոնական բանկը պետք է միջոցներ ձեռնարկի արժեթղթավորման հիմնադրամի գործունեության հարկադիր դադարեցման և լուծարման համար, որից բխում է համապատասխան գործողությունների կատարումը. ներդրողների լիազոր ներկայացուցչի նշանակում և այլն, իսկ Օրենքի 42-րդ հոդվածը նախատեսում է, որ այդ հիմքի առկայության դեպքում ՀՀ կենտրոնական բանկը տասնհինգ աշխատանքային օրվա ընթացքում սնանկության դիմում է ներկայացնում դատարան: Գտնում ենք, որ այս հակասությունը պետք է հստակեցվի և քանի որ փաստացի հիմքը վերաբերում է արժեթղթավորման հիմնադրամի անվճարունակությանը, ապա պետք է թողնել միայն սնանկության դիմում ներկայացնելու պարտականությունը:

Այսպիսով՝ արժեթղթավորման հիմնադրամի գործունեության հարկադիր դադարեցման հիմքերից մեկով կարող են դիմում ներկայացնել արժեթղթերի անվանական արժեքի 2/3-ի

ս Ե փ ա կ ան ա տ Ե ր Ե ր ը , Ի ս կ մ յ ո ւ ս հ ի մ ք ո վ մ ի ա յ ն Յ Յ
 կ Ե ն տ ր ո ն ա կ ան ք ա ն կ ը : Ա յ ս տ Ե ղ ա ռ ա ջ ա ն ո ւ մ Է օ ր Ե ն ք ի
 ք ա ց ա յ ն դ Ե պ Ե ր ո ւ մ , Ե ր ք թ ո ղ ա ր կ վ ա ծ ա ր ժ Ե թ ղ թ Ե ր ի
 ս Ե փ ա կ ան ա տ Ե ր Ե ր ի մ ի մ ա ս ի ի ր ա վ ո ւ ն ք ն Ե ր ն Ե ն
 խ ա խ տ վ Ե Լ , ո ր ո ն ց թ ի վ ը չ ի հ ա ս ն ո ւ մ 2/3-ի , ա ր դ յ ո ք
 չ պ Ե տ ք Է ն ր ա ն ք ի ր ա վ ո ւ ն ք ո ւ ն Ե ն ա ն ս կ ս Ե Լ ո ւ
 ս ն ա ն կ ո ւ թ յ ա ն գ ո ր ծ ը ն թ ա ց և վ Ե ր ջ ի վ Ե ր ջ ո
 գ ո ր ծ ն ա կ ա ն ո ւ մ կ ի ր ա ռ Ե ն ի ր Ե ն ց պ ա ր տ ա տ ո մ ս Ե ր ի
 ա պ ա հ ո վ վ ա ծ ո ւ թ յ ո ւ ն ը : Մ յ ո ւ ս կ ո ղ մ ի ց ` պ Ե տ ք Է
 հ ա շ վ ի ա ռ ն Ե Լ ա յ ն հ ա ն գ ա մ ա ն ք ը , ո ր յ ո ւ ր ա ք ա ն չ յ ո ւ ր
 պ ա ր տ ա տ ի ր ո ջ ս ն ա ն կ ո ւ թ յ ա ն դ ի մ ո ւ մ
 ն Ե ր կ ա յ ա ց ն Ե Լ ո ւ ի ր ա վ ո ւ ն ք տ ր ա մ ա դ ր Ե Լ ո վ , կ ա ր ո ղ Է
 խ ա թ ա ր վ Ե Լ ա ր ժ Ե թ ղ թ ա վ ո ր մ ա ն հ ի մ ն ա դ ր ա մ ի
 ք ն ա կ ա ն ո ն գ ո ր ծ ո ւ ն Ե ո ւ թ յ ո ւ ն ը , ն ր ա կ ո ղ մ ի ց
 թ ո ղ ա ր կ վ ա ծ և ա պ ա գ ա յ ո ւ մ թ ո ղ ա կ վ ո ղ ա ր ժ Ե թ ղ թ Ե ր ի
 ն կ ա տ մ ա մ ք կ ա ր ո ղ Է ա ռ ա ջ ա ն ա Լ ա ն վ ս տ ա հ ո ւ թ յ ո ւ ն և
 ա ր ժ Ե թ ղ թ Ե ր ի վ ա ր կ ա ն ի շ ի ա ն կ ո ւ մ , ի ն չ ն Ե Լ կ ա ր ո ղ Է
 հ ա ն գ Ե ց ն Ե Լ ա ր ժ Ե թ ղ թ ա վ ո ր մ ա ն հ ի մ ն ա դ ր ա մ ի
 գ ո ր ծ ո ւ ն Ե ո ւ թ յ ա ն դ ա դ ա ր մ ա ն ` ա ն կ ա խ ա յ ն
 հ ա ն գ ա մ ա ն ք ի ց ի ր ա կ ա ն ո ւ մ ս ն ա ն կ ո ւ թ յ ա ն հ ի մ ք Ե ր
 Ե ղ Ե Լ Ե ն , թ Ե ո չ : Ա յ ս պ ա յ մ ա ն ն Ե ր ո ւ մ պ Ե տ ք Է ն Ե ր դ ն Ե Լ
 ս ն ա ն կ ո ւ թ յ ա ն վ ա ր ո ւ յ թ ս կ ս Ե Լ ո ւ ա յ ն պ ի ս ի
 մ Ե խ ա ն ի գ մ , ո ր ը և ` հ ն ա ր ա վ ո ր ո ւ թ յ ո ւ ն կ ը ն ծ Ե ռ ի
 պ ա ր տ ա տ Ե ր Ե ր ի ն օ գ տ վ Ե Լ ո ւ ս ն ա ն կ ո ւ թ յ ա ն
 գ ո ր ծ ը ն թ ա ց ս կ ս Ե Լ ո ւ ա ր դ յ ո ւ ն ա վ Ե տ մ Ե խ ա ն ի գ մ ի ց , և `
 հ ա շ վ ի կ ա ռ ն ի ա ր ժ Ե թ ղ թ ա վ ո ր մ ա ն հ ի մ ն ա դ ր ա մ ի
 շ ա հ Ե ր ը ` ք ա ց ա ռ Ե Լ ո վ յ ո ւ ր ա ք ա ն չ յ ո ւ ր պ ա ր տ ա տ ի ր ո ջ
 կ ո ղ մ ի ց ս ն ա ն կ ո ւ թ յ ա ն դ ի մ ո ւ մ ն Ե ր կ ա յ ա ց ն Ե Լ ո ւ
 դ Ե պ Ե ո ւ մ ի ր գ ո ր ծ ո ւ ն Ե ո ւ թ յ ա ն խ ա թ ա ր մ ա ն ռ ի ս կ ը :
 Ա ռ ա ջ ա ր կ ո ւ մ Ե ն ք ա յ ս դ Ե պ Ե ո ւ մ ն Ե ր դ ն Ե Լ « Բ ա ն կ Ե ր ի ,
 վ ա ր կ ա յ ի ն կ ա գ մ ա կ Ե ր պ ո ւ թ յ ո ւ ն ն Ե ր ի ,
 ն Ե ր դ ր ո ւ մ ա յ ի ն ը ն կ Ե ր ո ւ թ յ ո ւ ն ն Ե ր ի ,
 ն Ե ր դ ր ո ւ մ ա յ ի ն \$ ո ն դ ի կ ա ռ ա վ ա ր ի չ ն Ե ր ի և
 ա պ ա հ ո վ ա գ ր ա կ ա ն ը ն կ Ե ր ո ւ թ յ ո ւ ն ն Ե ր ի

ս ն ա ն կ ու թ յ ա ն մ ա ս ի ն » Զ Զ օ Ր Ե Ն Ք Ո Վ ²²⁵ 26-ր դ հ ո դ վ ա ծ ո վ ն ե Ր դ Ր Վ ա ծ մ Ե Խ ա ն ի գ մ ը , ո Ր ի հ ա մ ա ձ ա յ ն ` Բ ա ն կ ի պ ա Ր տ ա տ Ե Ր Ե Ր ն ի Ր ա վ ու ն Ք ու ն Ե ն դ ի մ Ե Լ Զ Զ կ Ե ն տ Ր ո ն ա կ ա ն ք ա ն կ ` ա յ դ օ Ր Ե Ն Ք Ո Վ ս ա հ մ ա ն վ ա ծ կ ա Ր գ ո վ ք ա ն կ ի ս ն ա ն կ ու թ յ ա ն մ ա ս ի ն դ ի մ ու մ ը դ ա տ ա Ր ա ն ն ե Ր կ ա յ ա գ ն Ե Լ ու մ ի ջ ն ո Ր դ ու թ յ ա մ ք : Ի ս կ Զ Զ կ Ե ն տ Ր ո ն ա կ ա ն ք ա ն կ ի կ ո ղ մ ի ց ա յ դ մ ի ջ ն ո Ր դ ու թ յ ու ն ը չ ք ա վ ա Ր ա Ր Ե Լ ու ո Ր ո շ ու մ կ ա յ ա գ ն Ե Լ ու դ Ե պ ք ու մ ա ն ձ ը ի Ր ա վ ու ն Ք ու ն ի ա յ դ ո Ր ո շ ու մ ը վ ի ճ ա Ր կ Ե Լ դ ա տ ա Ր ա ն ու մ :

Ուստի առաջարկում ենք Օրենքը լրացնել 42.1 հոդվածով՝ «Արժեթղթավորման հիմնադրամի սնանկու թյան վարույթ նախաձեռնելու միջնորդու թյամբ Կենտրոնական բանկ դիմելը» վերտառու թյամբ՝ սահմանելով .

«1. Արժեթղթավորման հիմնադրամի կողմից թողարկված ակտիվներով ապահովված արժեթղթերի սեփականատերերն իրավունք ունեն դիմել Կենտրոնական բանկ՝ սույն օրենքով սահմանված կարգով արժեթղթավորման հիմնադրամի սնանկու թյան մասին դիմումը դատարան ներկայացնելու միջնորդու թյամբ : Միջնորդու թյանը պետք է կցվեն արժեթղթավորման հիմնադրամի դրամական պարտավորու թյուններին առկայ ու թյունը և նրանց չափը հիմնավորող փաստաթղթերը :

2. Կենտրոնական բանկը միջնորդու թյունը քննարկում և երկշաքաթյա ժամկետում որոշում է կայացնում այն քավարարելու կամ մերժելու մասին՝ ենօրյա ժամկետում ուղարկելով դիմողին : Բացառիկ դեպքերում Կենտրոնական բանկի նախագահը կարող է երկարաձգել միջնորդու թյան քննարկման ժամկետը և սերկու շաքաթով :

²²⁵ Ը ն դ ու ն վ Ե Լ Է 06.11.2001թ ., ու ժ ի մ Ե ջ Է մ տ Ե Լ 15.12.2001թ .: Տ Ե ´ ս Զ Զ Պ Տ 2001.12.15/40(172) Զ ո դ .958, Զ Օ -262:

3. Կենտրոնական բանկի որոշումը միջնորդությունը մերժելու մասին կարող է բողոքարկվել դատարան միջնորդությունը ներկայացրած արժեթղթերի սեփականատիրոջ կողմից՝ Կենտրոնական բանկի որոշումը ստանալու պահից՝ տասնօրյա ժամկետում:

4. Բողոքի քննության ժամանակ դատարանն առաջարկում է Կենտրոնական բանկին՝ ներկայացնել եզրակացություն սույն օրենքի 39-րդ հոդվածի 1-ին մասի 2-րդ կետի «բ» ենթակետում նշված հիմքի բացակայության մասին: Կենտրոնական բանկը, դատարանի առաջարկն ստանալուց հետո՝ տասնօրյա ժամկետում, պարտավոր է նշված փաստաթուղթը ուղարկել դատարան, որը չունի արկելու դեպքում՝ սնանկության գործի վարույթը համարվում է սկսված:

5. Սույն օրենքի 39-րդ հոդվածի 1-ին մասի 2-րդ կետի «բ» ենթակետում նշված հիմքի բացակայության մասին Կենտրոնական բանկի հիմնավոր եզրակացության առկայության դեպքում դատարանը մերժում է արժեթղթի սեփականատիրոջ դիմումը:»

Այսպիսով՝ պետք է նշել, որ ակտիվների արժեթղթավորման սկիզբը և զարգացումը Հայաստանի Հանրապետության ֆինանսական շուկայում կարող է մեծ խթան հանդիսանալ տնտեսության հետագա զարգացման, ֆինանսական աղբյուրների դիվերսիֆիկացման և դրամական միջոցների «էժանացման» գործընթացում: Արժեթղթավորման արդյունքում թողարկված պարտատոմսերը էական դեր են խաղում զարգացած երկրների պարտատոմսերի շուկայում՝ անցնելով կորպորատիվ պարտատոմսերին իրենց թողարկման ծավալով և ընդհուպ մոտեսալով շրջանավոր պետական պարտատոմսերի քանակին: ՀՀ բանկերի

կողմից ակտիվներին արժեթղթավորման նախաձեռնումը կարող է խթանվել նաև ՀՀ կենտրոնական բանկի խորհրդի 30.12.2014թ. թիվ 376-Ն որոշմամբ²²⁶ բանկերի ընդհանուր կապիտալի նվազագույն չափի ավելացմամբ. նախկինում գործող 5 միլիարդ ՀՀ դրամի փոխարեն 2017թ. հունվարի մեկից բանկերի ընդհանուր կապիտալի նվազագույն չափը պետք է կազմի 30 միլիարդ ՀՀ դրամ: Ուստի արժեթղթավորման միջոցով բանկերը կարող են իրենց ունեցած վարկային պարտավորությունները փոխարինել կանխիկ գումարով և համալրել ընդհանուր կապիտալը:

§3.2. Ապահովված հիփոթեքային պարտատոմսերը և դրանց կիրառման իրավական հիմնախնդիրները

Ապահովված հիփոթեքային պարտատոմսերն այն պարտատոմսերն են, որոնք թողարկվում են բանկերի կամ վարկային կազմակերպությունների կողմից և ապահովված են հիփոթեքային վարկերի խմբի գրավով: Ինչպես տեսնում ենք, ինչպես դասական արժեթղթավորման դեպքում, որը քննարկվեց նախորդ պարագրաֆում, այս դեպքում նույնպես գործունենք պարտատոմսերի հետ, որոնք ապահովված են ակտիվներին խմբով: Սակայն այս դեպքում առկա են որոշակի տարբերություններ: Եթե դասական արժեթղթավորման դեպքում ակտիվները դուրս են գրվում նախաձեռնողի հաշվեկշռից և վաճառվում են հատուկ կազմավորված կառուցակարգին (SPV), ապա այս դեպքում ակտիվները (հիփոթեքային վարկեր) շարունակում են մնալ նախաձեռնողի հաշվեկշռում

²²⁶ Տե՛ս ՀՀ կենտրոնական բանկի խորհրդի կողմից 30.12.2014թ. ընդունված «Հայաստանի Հանրապետության կենտրոնական բանկի խորհրդի 2007թվականի փետրվարի 9-ի թիվ 39-Ն որոշման մեջ փոփոխություն կատարելու մասին» թիվ 376-Ն որոշում (ՀՀԳՏ 2015.02.16/5(517).13-րդ.23.16):

և չեն վաճառվում որևէ մեկին²²⁷: Այս կապակցությամբ գիտնականները ապահովված պարտատոմսերի (Covered Bonds) թողարկումը անվանում են նաև «հաշվեկշռային արժեթղթավորում»²²⁸: Բացի ապահովման միջոց հանդիսացող ակտիվներից ստացվող միջոցներից ապահովված հիփոթեքային պարտատոմսերի սեփականատիրոջ պահանջները կատարվում են նաև թողարկող կազմակերպության միջոցների հաշվին (dual recourse)²²⁹:

2008թ. մայիսի 26-ին ընդունվեց «Ապահովված հիփոթեքային պարտատոմսերի մասին» ՀՀ օրենքը (սույն պարագրաֆում այսուհետ՝ նաև Օրենք), որը ակտիվների արժեթղթավորմանը և ակտիվներով ապահովված պարտատոմսերին (Asset-backed security) գույքահեն, Հայաստանում ներդրեց ապահովված պարտատոմսերի (Covered bond) ինստիտուտը: Եթե ակտիվներով ապահովված պարտատոմսերը սկիզբ առան և մեծ զարգացում ապրեցին հիմնականում Ամերիկայի Միացյալ Նահանգներում և դրանից հետո միայն տարածվեցին ամբողջ աշխարհով, ապա ապահովված պարտատոմսերը կարելի է համարել տիպիկ եվրոպական գործիք, որը սկիզբ է առել եվրոպայում դեռևս երկու հարյուր հիսուն տարի առաջ²³⁰: Եթե 2014թ. ակտիվներով ապահովված արժեթղթերի թողարկման ծավալը եվրոպայում կազմում էր 63 միլիարդ եվրո, ապա

²²⁷ Այս կանոնից շեղվում է Մեծ Բրիտանիայի ապահովված պարտատոմսերի (Covered bonds) շուկան, որտեղ կիրառվում է ակտիվների վաճառքը հատուկ կազմավորված կառուցակարգի (SPV) (Տե՛ս <http://www.fca.org.uk/static/documents/factsheets/factsheet-004-cbi.pdf>):

²²⁸ Տե՛ս Golin J., Covered Bonds beyond Pfandbriefe: Innovations, Investment and Structured Alternatives, 2006, Euromoney Institutional Investor Plc, London, էջ 11:

²²⁹ Տե՛ս Consultation Document Covered Bonds In The European Union, European Commission, 2015, Brussels, էջեր 25-26 (http://ec.europa.eu/finance/consultations/2015/covered-bonds/docs/consultation-document_en.pdf):

²³⁰ Առաջին ապահովված պարտատոմսը, որ համարվում է այժմյա գերմանական հայտնի ապահովված պարտատոմսերի (Pfandbrief) նախատիպը, ստեղծվել է Պրուսիայում 290 գոստոսի 1767թ.՝ Ֆրիդրիխ 2-ի դեկրետով, և իրավունք է տվել հողերի սեփականատերերի ասոցիացիային թողարկել ապահովված պարտատոմսեր գյուղատնտեսության ֆինանսավորման նպատակով: Տե՛ս Golin J., Covered Bonds beyond Pfandbriefe: Innovations, Investment and Structured Alternatives, 2006, Euromoney Institutional Investor Plc, London, էջ 6:

ն ու յ ն ժամանակահատվածում ապահովված պարտատոմսերի շրջանառության ծավալը Եվրոպայում կազմում էր 2,3 տրիլիոն Եվրո: 2014թ. հիսգ խոշոր թողարկող երկրներն էին Դանիան, Շվեդիան, Գերմանիան, Իտալիան, Ֆրանսիան²³¹: Ընդ որում՝ Եվրոպական միության երկրներում թողարկված ապահովված պարտատոմսերը 2012թ. վերջին կազմել են ամբողջ աշխարհում թողարկված ապահովված պարտատոմսերի (covered bonds) 89.5%²³²:

Օրենքի համաձայն՝ ապահովված հիփոթեքային պարտատոմսեր են համարվում բանկի կամ վարկային կազմակերպության թողարկած հրապարակայնորեն առաջարկվող պարտատոմսերը, որոնք ապահովված են հիփոթեքային վարկերի, ինչպես նաև Օրենքով սահմանված այլ ֆինանսական ակտիվների գրավով: Օրենքը այլ ֆինանսական ակտիվներ սահմանել է միայն փոխարինող և լրացուցիչ ակտիվների համար: Այսինքն՝ Օրենքով ներդրված կառուցակարգի համաձայն ակտիվները կարող են ապահովվել միայն հիփոթեքային վարկերով՝ ի տարբերություն «Ակտիվների արժեթղթավորման և ակտիվներով ապահովված արժեթղթերի մասին» ՀՀ օրենքի, որտեղ թողարկված արժեթղթերը ապահովվում էին ցանկացած ֆինանսական ակտիվով, որը ապահովում է կամ կարող է ապահովել դրամական ներհոսք: Համաշխարհային պրակտիկայում ապահովված պարտատոմսեր են թողարկվում նաև այլ ակտիվների հիման վրա, օրինակ՝ պետությանը կամ հանրային կառավարման մարմիններին տրված փոխառու

²³¹ Տե՛ս Grossmann R., “Overview of covered bonds”, European Covered Bond Fact Book, ECBC publication, 2015, 10-րդ հրատարակչություն, էջ 116:

²³² Տե՛ս EBA Report On EU Covered Bond Frameworks And Capital Treatment, European Banking Authority, 2014, էջ 14 (<https://www.eba.europa.eu/documents/10180/534414/EBA+Report+on+EU+Covered+Bond+Frameworks+and+Capital+Treatment.pdf>):

միջոցներով, ինքնաթիռներին և նավերի վարկերով²³³: 2012թ. Եվրոպայում ապահովված պարտատոմսերի 80,2%-ը հիմնված էին հիփոթեքային վարկերի վրա, պետությունը կամ հանրային կառավարման մարմիններին տրված փոխառու միջոցներին ապահովումը թողարկվել էին 19.3%, նավերի վարկավորման ապահովումը՝ 0,5%²³⁴: 2013թ. Գերմանիայում առաջին անգամ թողարկվեցին ապահովված պարտատոմսեր, որոնք ապահովված էին փոքր և միջին բիզնեսի տրվող վարկավորմամբ, Իտալիան և Իսպանիան ընդունել են օրենքներ, որոնք թույլ են տալիս թողարկել պարտատոմսեր, որոնք ապահովված են արտահանման վարկերով, կորպորատիվ պարտատոմսերով, դեբիտորական պարտքերով և այլն, սակայն որոնցով դեռևս պարտատոմսերի թողարկում տեղի չի ունեցել²³⁵: Շուկայի զարգացմանը հետմեկտեղ կարելի է նաև Յայաստանի Յանրապետությունում դիտարկել ակտիվների ցանկի ընդլայնումը և ապահովված հիփոթեքային պարտատոմսեր եզրույթը փոխարինել ապահովված պարտատոմսեր (covered bonds) եզրույթով, ինչպես որ օգտագործվում է ամբողջ աշխարհում: Սակայն այժմ, երբ դեռևս չկա ապահովված հիփոթեքային պարտատոմսերի թողարկում Յայաստանում, ակտիվների ցանկի ընդլայնման մասին խոսելը դեռևս վաղ է:

Օրենքը ակտիվ հասկացությունը սահմանելիս նշում է, որ ակտիվներ են համարվում «Յաշվապահական հաշվառման մասին» ՀՀ օրենքով սահմանված ակտիվներից այն դրամական միջոցները և (կամ) դրանց նկատմամբ պահանջի իրավունքները և

²³³ Տե՛ս Consultation Document Covered Bonds In The European Union, European Commission, 2015, Brussels, էջ 34 (http://ec.europa.eu/finance/consultations/2015/covered-bonds/docs/consultation-document_en.pdf)

²³⁴ Տե՛ս EBA Report On EU Covered Bond Frameworks And Capital Treatment, European Banking Authority, 2014, էջ 14

²³⁵ Տե՛ս Grossmann R., “Overview of covered bonds”, European Covered Bond Fact Book, ECBC publication, 2015, 10-րդ հրատարակչություն, էջ 114:

(կամ) այլ ֆինանսական ակտիվները, որոնք ապահովում են կամ կարող են ապահովել որոշակի դրամական ներհոսքեր: Նախորդ պարագրաֆում արդեն քննարկել ենք, որ «Հաշվապահական հաշվառման մասին» ՀՀ օրենքով այլևս չի սահմանվում ակտիվ հասկացությունը և չի տրվում դրա շրջանակ, ուստի հաշվի առնելով նաև նախորդ պարագրաֆում տրված հիմնավորումները առաջարկում ենք ակտիվը սահմանել հետևյալ կերպ. *«ակտիվներ են այն պիսի դրամական միջոցներ և (կամ) դրանց նկատմամբ պահանջի իրավունքներ և (կամ) ցանկացած այլ ֆինանսական ակտիվներ, որոնք ապահովում են կամ կարող են ապահովել որոշակի դրամական ներհոսքեր»:*

Ապահովված հիփոթեքային պարտատոմսերի Օրենքով տրված հասկացությունն ինքնուրույն է, որ այդ պարտատոմսերը միայն կարող են թողարկել բանկերը կամ վարկային կազմակերպությունները: Ընդհանուր առմամբ բոլոր պետությունների կողմից ապահովված պարտատոմսերի միասնական ընդհանուր սահմանում առկա չէ, սակայն եվրոպական միության կողմից 2009թ. ընդունված 2009/65/EC դիրեկտիվի²³⁶ 52(4) հոդվածը սահմանում է այն սկզբունքները, որոնք պահպանելու դեպքում պարտատոմսը կարող է դիտվել իբրև ապահովված.

1. պարտատոմսը պետք է թողարկվի վարկային կազմակերպության կողմից, որն ունի գրանցված գրասենյակ եվրոպական միության անդամ երկրներից որևէ մեկում,
2. թողարկողը պետք է օրենքով ենթարկվի հատուկ պետական վերահսկողության պարտատոմսերի սեփականատերերի շահերի ապահովման նպատակով,

²³⁶ Տե՛ս <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=OJ:L:2009:302:0032:0096:en:PDF>:

3. Կարտատոմսերի թողարկումից ստացվող միջոցները պետք է ներդրվեն այնպիսի ակտիվներում, որոնք կարտատոմսերի գոյունության ողջ ժամանակահատվածում պետք է ապահովեն դրանցից բխող կարտավորումներին բավարարումը, ինչպես նաև թողարկողի անվճարունակություն դեպքում պետք է առաջնային կարգով ուղղվեն կարտատոմսերից բխող հիմնական կարտքի և տոկոսներին վճարմանը:

Ընդհանուր առմամբ կարելի է հաստատել, որ ՀՀ-ում գործող ապահովված հիփոթեքային կարտատոմսերի մոդելը համապատասխանում է եվրոպական ապահովված կարտատոմսերի (covered bonds) մոդելին: Ընդ որում՝ եվրոպական ապահովված կարտատոմսերը իրենց շրջանառության ողջ պատմության ընթացքում ապացուցել են, որ հանդիսանում են ավելի կայուն և վստահելի \$ինանսավորման միջոց, քան ակտիվների արժեթղթավորման արդյունքում թողարկված ակտիվներով ապահովված կարտատոմսերը (ABS), որոնք էական անկում ապրեցին 2007 թվականի \$ինանսական ճգնաժամից հետո և վերականգնվում են մինչև այսօր: Այս գործիքի հուսալիությունը հանգեցնում է նաև դրանց ռիսկայնության շատ ցածր աստիճանի և բարձր վարկանիշի՝ հաշվի առնելով նաև այն հանգամանքը, որ գոյունության ամբողջ պատմության ընթացքում ապահովված կարտատոմսերով ներդրողները չեն ունեցել իրենց ներդրումների կորուստներ²³⁷:

Ապահովված կարտատոմսերի ցածր ռիսկայնության աստիճանի ապահովմանն է ուղղված նաև հիփոթեքային վարկերին առաջադրվող պահանջները: Օրենքի 6-րդ հոդվածի 1-ին մասի

²³⁷ Տե՛ս Consultation Document Covered Bonds In The European Union, European Commission, 2015, Brussels, էջ 8:

համաձայն՝ հիփոթեքային վարկերը կարող են ընդգրկվել հիմնական ակտիվներում միայն հետևյալ չափանիշներին համապատասխանելու դեպքում՝

1) եթե հիփոթեքի առարկա հանդիսացող անշարժ գույքը գտնվում է ՀՀ տարածքում, կամ հիփոթեքի առարկան ՀՀ տարածքում հողամասի կառուցապատում իրականացնելու իրավունք է.

2) եթե հիփոթեքը առաջնային գրավ է և չի կարող հանդիսանալ հաջորդող գրավի առարկա.

3) հիփոթեքային վարկի գումարը չի գերազանցում այդ հիփոթեքային վարկի գծով պարտավորությունների ապահովման միջոց հանդիսացող գրավի առարկայի (անշարժ գույքի) գնահատված շուկայական արժեքի 70 տոկոսը: Ընդ որում, այդ հիփոթեքային վարկը ներառվում է հիփոթեքային պարտատոմսերի ապահովման միջոցներում թողարկման պահին հիփոթեքային վարկի մնացորդային արժեքի չափով:

Ակտիվների խմբի մեջ մտնող հիփոթեքային վարկերը կարող են լինել տարբեր բնույթի (բնակարանային, առևտրային տարածքների, կառուցապատում իրականացնելու իրավունքի հիփոթեքային վարկեր): Ընդ որում՝ առկա է որևէ սահմանափակում, թե խմբի մեջ մտնող որևէ վարկի տեսակը ինչ չափաբաժնով պետք է ներառվի, ինչպես, օրինակ, եվրոպական որոշ երկրներում²³⁸, բացառությամբ հողամասի կառուցապատման իրավունքի գրավի, որը Օրենքի 6-րդ հոդվածի 4-րդ մասի համաձայն՝ չպետք է գերազանցի հիփոթեքային պարտատոմսերի

²³⁸ Տե՛ս EBA Report On EU Covered Bond Frameworks And Capital Treatment, European Banking Authority, 2014, էջ 43

ապահովման միջոցներում ներառված ակտիվների գումարի 20 տոկոսը:

Օրենքի համաձայն՝ հիփոթեքային վարկի չափանիշներից մեկն է նաև, որ հիփոթեքը հանդիսանա առաջնային գրավ և չի կարող հանդիսանալ հաջորդող գրավի առարկա: Աշխատանքը գրելու ժամանակ ՀՀ Ազգային ժողովի կողմից առաջին ընթերցմամբ 08.12.2015թ. ընդունվել է օրենքի նախագիծ «Հայաստանի Հանրապետության քաղաքացիական օրենսգրքում և քաղաքացիական փոփոխությունն կատարելու մասին»²³⁹, որով նախատեսվում է փոփոխել քաղաքացիական օրենսգրքի 236-րդ հոդվածը և սահմանել. «*Գրավ դրված գույքը այլ գրավի (հաջորդող գրավի) առարկա դարձնելու գրավատուի իրավունքը սահմանափակող համաձայնությունն առնչիչ է*»: Սույն օրենքի փոփոխությունը ուժի մեջ մտնելու դեպքում այն կհակասի Օրենքով սահմանված այն չափանիշին, որի համաձայն ապահովված հիփոթեքային պարտատոմսերի ապահովման միջոց կարող են հանդիսանալ միայն այն հիփոթեքային վարկերը, որոնք չեն կարող հանդիսանալ հաջորդող գրավի առարկա, սակայն քաղաքացիական օրենսգրքում վերը նշված փոփոխությունը կատարելու օրենսդրական փաթեթում ընդգրկված չէ նաև «Ապահովված հիփոթեքային պարտատոմսերի մասին» ՀՀ օրենքի փոփոխությունը: Ուստի գտնում ենք, որ պետք է փոփոխել նաև Օրենքի 6-րդ հոդվածի 1-ին մասի 2-րդ կետը, հանել հաջորդող գրավ չհանդիսանալու վերաբերյալ չափանիշը և թողնել միայն առաջնային գրավ հանդիսանալու պահանջը՝ սահմանելով. «*Եթե հիփոթեքը առաջնային գրավ է*»:

²³⁹ Տե՛ս «Հայաստանի Հանրապետության քաղաքացիական օրենսգրքում և քաղաքացիական փոփոխությունն կատարելու մասին» ՀՀ օրենքի նախագիծ թիվ Կ-886-28.10.2015, 07.12.2015-ՊԻ-010/1 (<http://www.parliament.am/drafts.php?sel=showdraft&DraftID=7865&Reading=1>):

Օրենքի 7-րդ հոդվածի 1-ին մասի համաձայն՝
յուրաքանչյուր պահի
դրույթամբ հիփոթեքային պարտատոմսերի գծով
չմարված պարտավորությունների գումարը պետք
է ապահովված լինի համարժեք ապահովման
միջոցներով, ընդ որում՝

1) ապահովման միջոց հանդիսացող ակտիվների
անվանակալ արժեքների գումարային մեծությունը
պետք է առնվազն հավասար
լինի հիփոթեքային պարտատոմսերի անվանակալ
արժեքների գումարային մեծությանը.

2) ապահովման միջոցներ հանդիսացող
ակտիվների դիմաց ստացվելիք գումարները պետք է
առնվազն հավասար
լինեն հիփոթեքային պարտատոմսերի դիմաց
վճարվելիք գումարներին.

3) ապահովման միջոց հանդիսացող ակտիվների
գումարներ կարժեքը յուրաքանչյուր պահի
դրույթամբ պետք է առնվազն 5 տոկոսով
գերազանցի հիփոթեքային պարտատոմսերի գծով
բոլոր պարտավորությունների գումարների
գումարը:

Վերը նշված չափանիշներն ուղղված են
ապահովված պարտատոմսերով
պարտավորությունների կատարման ապահովմանը:
Համաշխարհային պրակտիկայում կիրառվում է այդ
մեխանիզմներից հետևյալ ձևերը.

1) անվանակալ ծածկույթ, երբ ապահովման միջոց
հանդիսացող ակտիվների անվանակալ
արժեքների գումարային մեծությունը
առնվազն հավասար է հիփոթեքային
պարտատոմսերի անվանակալ արժեքների
գումարային մեծությանը (կիրառվում է
Ավստրիայում, Բելգիայում, Գերմանիայում,

Չեխիայում, Կիպրոսում, Ֆինլանդիայում և այլն),

2) գուտ ներկա արժեքի ծածկույթ, երբ ապահովման միջոց հանդիսացող ակտիվների գուտ ներկա արժեքը (net-present value) յուրաքանչյուր պահի դրույթամբ առնվազն հավասար է հիփոթեքային պարտատոմսերի գծով բոլոր պարտավորությունների գուտ ներկա արժեքի գումարին (կիրառվում է Գերմանիայում, Կիպրոսում, Ֆինլանդիայում, Իտալիայում, Լյուքսեմբուրգում, Էստոնիայում, Սլովենիայում և այլն)

3) գուտ ներկա արժեքի ծածկույթ սթրես-թեստային իրավիճակներում, երբ ապահովման միջոց հանդիսացող ակտիվների գուտ ներկա արժեքը յուրաքանչյուր պահի դրույթամբ առնվազն հավասար է հիփոթեքային պարտատոմսերի գծով բոլոր պարտավորությունների գուտ ներկա արժեքի գումարին՝ կիրառելով օրենսդրությամբ սահմանված սթրես-թեստեր (եկամտաբերության կորի սթրես-թեստ, արժույթային սթրես-թեստ և այլն)(այս մոդելը կիրառվում է Դանիայում, Մեծ Բրիտանիայում, Շվեդիայում, Պորտուգալիայում և այլն)

4) կաներկրներ, որոնք չունեն որևէ չափանիշ ակտիվների ծածկույթի քանակական մեծությունների վերաբերյալ (Նորվեգիա, Բուլղարիա):²⁴⁰

Ինչպես տեսնում ենք, Օրենքով ՀՀ-ում ներդրված մեխանիզմով կիրառվում են վերը նշված մոդելներից մի քանիսը միասին: Ապահովման միջոց հանդիսացող ակտիվների գուտ ներկա արժեքը

²⁴⁰ Սե' ւ EBA Report On EU Covered Bond Frameworks And Capital Treatment, European Banking Authority, 2014, էջ 52-53:

հիփոթեքային պարտատոմսերի գծով բոլոր պարտավորությունների գուտներկա արժեքի առնվազն 5 տոկոսով գերազանցող մասով թողարկողը պետք ունենալ րացուցիչ ակտիվներ: Օրենքի 5-րդ հոդվածի 3-րդ մասով նախատեսված է, որ որպես րացուցիչ ակտիվներ կարող են հանդիսանալ ՅՅ պետական պարտատոմսերը, Կենտրոնական բանկի սահմանած այլ պետությունների կամ Կենտրոնական բանկի սահմանած վարկանիշ ունեցող միջազգային կազմակերպությունների կողմից թողարկված և (կամ) երաշխավորված պարտատոմսեր, Կենտրոնական բանկի կողմից սահմանված վարկանիշ ունեցող առևտրային բանկերում ունեցած ավանդներ և Կենտրոնական բանկի նորմատիվ իրավական ակտով սահմանված այլ ակտիվներ²⁴¹: Ստացվում է, որ որպես րացուցիչ ակտիվ չեն կարող հանդես գալ հիփոթեքային վարկերը, այլ միայն այլ ակտիվներ: րացուցիչ ակտիվները իրենցից չեն ներկայացնում հատուկ ակտիվներ, որոնք առանձնացված են հիփոթեքային վարկերի խմբից և առանձին ապահովում են պարտատոմսերի վերադարձնելիությունը: րացուցիչ ակտիվները իրականացնում են «գերապահովվածություն» (over-collateralisation) գործառույթը, այսինքն՝ ապահովման միջոց հանդիսացող ակտիվների գուտներկա արժեքը, որը իրենից ներկայացնում է, հաշվի առնելով փողի ժամանակային արժեքը, տվյալ ակտիվով (հիփոթեքային վարկ) ձեռք բերվելիք բոլոր դրամական հոսքերի ներկա պահի դրույամբ հաշվարկված գումարային արժեքը, ավելի քան է, քան ապահովման առարկա համարվող պարտատոմսերից բխող պարտավորությունների գուտներկա արժեքը: Տարբեր երկրներում րացուցիչ ակտիվները

²⁴¹Նման նորմատիվ իրավական ակտ Կենտրոնական բանկը դեռևս չի ընդունել:

տարբեր չափեր ունեն. սկսած 0% պարտադիր գերապահովվածություններից հասնում է մինչև 40%-ի²⁴²: Այսինքն՝ Լրացուցիչ ակտիվները դրանք որևէ կերպ առանձնացված չեն խմբից, այլ ընդգրկվում են ակտիվների խմբի մեջ մտնող ակտիվների շարքում: Հետևաբար Լրացուցիչ ակտիվները պետք է լինեն միայն հիփոթեքային վարկերի տեսքով, քանի որ որևէ կերպ չեն առանձնանում հիփոթեքային վարկերի խմբում ընդգրկված այլ վարկերից և իրականում որևէ մեկը չգիտի, թե կոնկրետ որ ակտիվներն են հանդիսանում Լրացուցիչ, իսկ որոնք հիմնական, այլ միայն բոլոր ակտիվների որոշակի տոկոսը հանդիսանում են Լրացուցիչ ակտիվներ: Հիմք ընդունելով վերոգրյալը, առաջարկում ենք փոփոխել Օրենքի 5-րդ հոդվածի 3-րդ մասը և սահմանել հետևյալ կերպ. *«Թողարկողը սույն օրենքի 7-րդ հոդվածի 1-ին մասի 3-րդ կետի չափով պարտավոր է ունենալ Լրացուցիչ ակտիվներ, որոնք պետք է համապատասխանեն հիմնական ակտիվներում ընդգրկվող ակտիվների սույն օրենքով սահմանված չափանիշներին»:* Այս փոփոխությունը պայմանավորված անհրաժեշտ է փոփոխել նաև Օրենքի 8-րդ հոդվածի 3-րդ մասի 2-րդ կետը, որով ապահովման միջոցների ռեգիստրում պետք է ներառվեն փոխարինող և Լրացուցիչ ակտիվների տեսակը, անվանական և շուկայական արժեքները: Փոփոխություններից հետո այս կետի ձևակերպումը առաջարկում ենք հետևյալ կերպ. *«Փոխարինող ակտիվների տեսակը, շուկայական արժեքը, անվանական արժեքը, Լրացուցիչ ակտիվների տոկոսային հարաբերակցությունը հիմնական ակտիվներում»:*

Օրենքը համանման կարգավորում է նախատեսում նաև փոխարինող ակտիվների համար: Այսպես՝

²⁴²Տե՛ս նույն տեղում, էջ 55:

Օրենքի համաձայն
 մինչև հիփոթեքային պարտատոմսերի գծով
 պարտավորությունների ամբողջությամբ
 կատարումն ապահովման միջոցներից Օրենքով
 նախատեսված հիմքերով ակտիվների դուրսգրման
 դեպքում թողարկողին թույլատրվում է դրանք
 փոխարինել այլ
 ակտիվներով՝ հիփոթեքային պարտատոմսերի գծով
 չմարված պարտավորությունների գումարի մինչև 10
 տոկոսի չափով, որոնք և համարվում են փոխարինող
 ակտիվներ: Սակայն Օրենքը սահմանում է, որ
 փոխարինող ակտիվներ կարող են լինել միայն ՀՀ
 պետական պարտատոմսերը, ՀՀ կենտրոնական բանկի
 սահմանած այլ պետությունների կամ Կենտրոնական
 բանկի սահմանած վարկանիշ ունեցող միջազգային
 կազմակերպությունների կողմից թողարկված և
 (կամ) երաշխավորված պարտատոմսերը, Կենտրոնական
 բանկի սահմանած վարկանիշ ունեցող առևտրային
 բանկերում ունեցած ավանդները, Կենտրոնական
 բանկի նորմատիվ իրավական ակտով սահմանված այլ
 ակտիվները: Այս շարքում գտնում ենք, որ պետք է
 ընդգրկել նաև հիփոթեքային վարկերը, որոնք
 համապատասխանում են Օրենքով սահմանված
 հիմնական ակտիվների չափանիշներին, քանի որ
 ակտիվի դուրսգրումից հետո ավելի նախընտրելի
 պետք է լինի ակտիվի փոխարինումը համանման
 ակտիվով, իսկ հիփոթեքային վարկերի ընդհանրապես
 չնախատեսումը փոխարինող ակտիվների շարքում,
 գտնում ենք, որ չի բխում ապահովված հիփոթեքային
 պարտատոմսերի բնույթից: Այսպիսով՝ առաջարկում
 ենք Օրենքի 5-րդ հոդվածի 2-րդ պարբերությունը
 լրացնել 2.1 կետով. *«հիմնական ակտիվների
 չափանիշներին համապատասխանող հիփոթեքային
 վարկերը»:*

Յի փոթեք այ ի ն ա կ տի վ ն եր ի խ մ բ ի ձ ն ա վ ո թ ու մ ի ց
հ ե տո ն դր ա հ ա շ վ ա ռ ու մ ը ի թ ա կ ա ն ա ց ն ու մ է
թ ո ղ ա թ կ ո ղ ը՝ ա պ ա հ ո վ մ ա ն մ ի ջ ո ց ն եր ի ռ ե գ ի ս տր ի
վ ա թ մ ա ն մ ի ջ ո ց ո վ : Ա կ տի վ ն եր ի ռ ե գ ի ս տր ու մ
ն եր ա ռ վ ու մ ե ն բ ու լ ո թ ա կ տի վ ն եր ի վ եր ա բ եր յ ալ
Օր ե ն ք ո վ ս ա հ մ ա ն վ ա ծ տ ե ղ ե կ ու թ յ ու ն ն եր ը : Ա կ տի վ ը
ա պ ա հ ո վ մ ա ն մ ի ջ ո ց ն եր ի ռ ե գ ի ս տր ի ց դ ու թ ս է գր վ ու մ
ա կ տի վ ի մ ա թ մ ա ն , ա յ դ թ վ ու մ՝ վ ա ղ ա ժ ա մ կ ե տ մ ա թ մ ա ն
դ ե պ ք ու մ , ա կ տի վ ի՝ ո թ ա ե ս 90 օ թ ն ա վ ե լ ի ժ ա մ կ ե տ ա ն ց
ա կ տի վ դ ա ս ա կ ա թ գ վ ե լ ու դ ե պ ք ու մ . թ ո ղ ա թ կ ու մ ի ց
հ ե տո ա կ տի վ ի՝ Օր ե ն ք ո վ ս ա հ մ ա ն վ ա ծ պ ա հ ա ն ջ ն եր ի ն
չ հ ա մ ա պ ա տ ա ս խ ա ն ե լ ու դ ե պ ք ու մ : Օր ե ն ք ը ս ա հ մ ա ն ու մ
է ն ա ն , ո թ ա կ տի վ ն եր ը կ ա թ ո ղ ե ն դ ու թ ս գր վ ե լ ն ա ն
ռ ե գ ի ս տր ի ց ա պ ա հ ո վ մ ա ն մ ի ջ ո ց ն եր ի՝ Օր ե ն ք ո վ
ս ա հ մ ա ն վ ա ծ ա թ ժ ե ք ի ց ա վ ե լ ի ն լ ի ն ե լ ու ն ա պ ա հ ո վ մ ա ն
մ ի ջ ո ց ն եր ի ռ ե գ ի ս տր ու մ մ ն ա ց ո ղ ա կ տի վ ն եր ի՝
Օր ե ն ք ո վ ս ա հ մ ա ն վ ա ծ պ ա հ ա ն ջ ն եր ը բ ա վ ա թ ա թ ե լ ու
դ ե պ ք ու մ : Ս ա կ ա յ ն Օր ե ն ք ը չ ի ս ա հ մ ա ն ու մ
ա կ տի վ ն եր ի ա ռ ա վ ե լ ա գ ու յ ն ա թ ժ ե ք , ո թ ի դ ե պ ք ու մ
ա կ տի վ ն եր ը հ ա մ ա թ վ ու մ ե ն ա վ ե լ ի : Ի ն չ ա ե ս վ եր ը
ն շ վ ե ց , Օր ե ն ք ը ս ա հ մ ա ն ու մ է մ ի ք ա ն ի չ ա փ ա ն ի շ ն եր ,
ո թ ո ն ց ա պ ա հ ո վ մ ա ն մ ի ջ ո ց ն եր ի ռ ե գ ի ս տր ու մ գ տ ն վ ո ղ
ա կ տի վ ն եր ի ք ա ն ա կ ը ա ռ ն վ ա գ ն պ ե տ ք է բ ա վ ա թ ա թ ե ն՝
ա ն վ ա ն ա կ ա ն ա թ ժ ե ք ն եր ի ա ռ ն վ ա գ ն հ ա վ ա ս ա թ լ ի ն ե լ ու
չ ա փ ա ն ի շ ը , ս տ ա ց վ ե լ ի ք դ թ ա մ ա կ ա ն մ ի ջ ո ց ն եր ի (cash flow)
ա ռ ն վ ա գ ն հ ա վ ա ս ա թ լ ի ն ե լ ու չ ա փ ա ն ի շ ը ն գ ու տ ն եր կ ա
ա թ ժ ե ք ի ա ռ ն վ ա գ ն 5% տ ո կ ո ս ա վ ե լ ի ն լ ի ն ե լ ու
չ ա փ ա ն ի շ ը : Ի ն չ ա ե ս տ ե ս ն ու մ ե ն ք , չ կ ա Օր ե ն ք ո վ
ս ա հ մ ա ն վ ա ծ ա ռ ա վ ե լ ա գ ու յ ն չ ա փ , ո թ ի ց հ ե տո ա վ ե լ
ա կ տի վ ն եր ը կ ա թ ո ղ ե ն դ ու թ ս գր վ ե լ ա պ ա հ ո վ մ ա ն
մ ի ջ ո ց հ ա մ ա թ վ ո ղ ա կ տի վ ն եր ի ց ա ն կ ի ց : Գ տ ն ու մ ե ն ք ,
ո թ ա կ տի վ ն եր ի ք ա ն ա կ ի ա ռ ա վ ե լ ա գ ու յ ն չ ա փ ա ն ի շ
ս ա հ մ ա ն ե լ ը բ խ ու մ է ն ա ն թ ո ղ ա թ կ ո ղ ի ա յ լ
պ ա թ ա տ եր եր ի շ ա հ եր ի պ ա շ տ պ ա ն ու թ յ ու ն ի ց , ք ա ն ի
ո թ , ի ն չ ա ե ս հ ե տ ա գ ա յ ու մ կ ք ն ն ա թ կ ե ն ք , ա վ ե լ

ակտիվները հիփոթեքային ակտիվների խմբում պահելը կգրկի թողարկողի մյուս պարտատերերին թողարկողի և ծածարման կամ սնանկության դեպքում այդ ակտիվների հաշվին պարտավորությունների կատարում պահանջելուց: Ռուսաստանի «Հիփոթեքային արժեթղթերի մասին» օրենքի համաձայն՝ Լրացուցիչ ակտիվները պարտատոմսերի ողջ գոյության ընթացքում չեն կարող գերազանցել պարտատոմսերով պարտավորությունների հանրագումարի 20%-ը²⁴³: Գտնում ենք, որ «Ապահովված հիփոթեքային պարտատոմսերի մասին» ՀՀ օրենքով նույնպես պետք է սահմանվի Լրացուցիչ ակտիվների առավելագույն չափ: Չափը կարող է որոշվել տնտեսագիտական հաշվարկների հիման վրա՝ հաշվի առնելով այն հանգամանքը, որ Լրացուցիչ ակտիվները բավարարելիս են կատարելու իրենց ապահովման գործառնությունը:

Ակտիվների խումբը ձևավորվելուց հետո ակտիվների ցանկը հիփոթեքային պարտատոմսերի թողարկման ազդագրի հետ մեկտեղ ներկայացվում է ՀՀ կենտրոնական բանկ գրանցման համար: Կենտրոնական բանկի կողմից ակտիվների գրանցումը պետական գրանցում է, և ակտիվների նկատմամբ պահանջի իրավունքի որևէ այլ գրանցում չի պահանջվում: Ընդ որում՝ Կենտրոնական բանկի կողմից ակտիվների ցանկը գրանցելու պահից Օրենքի ուժով ապահովման միջոցները համարվում են գրավադրված՝ ի ապահովումն հիփոթեքային պարտատոմսերից բխող պարտավորությունների կատարման:

Օրենքը նախատեսում է նաև հսկողի ինստիտուտը, որը իրականացնում է ապահովման միջոցների ռեգիստրի նկատմամբ հսկողությունը,

²⁴³ Տե՛ս Բազմազանության ֆեդերալ օրենքի № 152-ՓՅ (11.11.2003) (մ. 30.12.2015) «Об ипотечных ценных бумагах», հոդված 13, մաս 3 (https://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_44997/feb94b6215bcb70195de5b7d7f1240eb0c1c7927/):

ապահովում է ապահովման միջոցների՝ Օրենքով սահմանված համարժեք ությունը հիփոթեքային պարտատոմսերի գծով պարտավորություններին, և կոչված է իրականացնել իր իրավունքները և կատարել ներդրողների նկատմամբ իր պարտականությունները բարեխիղճ ու ողջամիտ կերպով՝ հաշվի առնելով հիփոթեքային պարտատոմսերում ներդրողների շահերը: Ապահովված հիփոթեքային պարտատոմսերը կարող են վաճառվել միայն հրապարակային առաջարկի միջոցով՝ ազդագիր հրապարակելով, որը բացի «Արժեթղթերի շուկայի մասին» ՀՀ օրենքով նախատեսված տեղեկատվությունից, պետք է պարունակի նաև Օրենքով նախատեսված հավելյալ տեղեկատվություն ապահովման միջոց հանդիսացող վարկերի վերաբերյալ: Ընդ որում՝ Օրենքի համաձայն՝ հիփոթեքային պարտատոմսերի սեփականատերերի նկատմամբ պարտավորությունները կատարվում են՝ անկախ ապահովման միջոցներ հանդիսացող ակտիվների գծով պարտապանների կողմից պարտավորությունների կատարումից:

Անհրաժեշտ է ընդգծել, որ «Ապահովված հիփոթեքային պարտատոմսերի մասին» ՀՀ օրենքը մի շարք դեպքերում հղում տալիս ՀՀ կենտրոնական բանկի նորմատիվ ակտերին, օրինակ՝ Կենտրոնական բանկի նորմատիվ իրավական ակտերով սահմանում է ապահովման միջոցներ հանդիսացող ակտիվների և պարտավորությունների գուտ ներկա արժեքի հաշվարկման կարգը և մեթոդները կամ սահմանում է հսկողի որակավորման կարգը և (կամ) մասնագիտական համապատասխանության չափանիշները, կամ թողարկողի կողմից հրապարկվող եռամսյակային հաշվետվությունների ձևը, ներկայացման և հրապարակման կարգը և ժամկետները սահմանվում են

Կե ն տր ո ն ա կ ա ն բ ա ն կ ի ն ո Ր մ ա տ ի վ ի Ր ա վ ա կ ա ն ա կ տ ե Ր ո վ
և ա յ լ ն : Ս ա կ ա յ ն պ ե տ ք է ն շ ե լ , ո Ր Կ ե ն տր ո ն ա կ ա ն բ ա ն կ ը
դ ե ճ և ս չ ի ը ն դ ո ւ ն ե լ ո Ր և է ն ո Ր մ ա տ ի վ ի Ր ա վ ա կ ա ն ա կ տ ,
ո Ր ը կ կ ա ն ո ն ա կ ար գ ե Ր գ ո ւ տ ա պ ա հ ո վ վ ա ծ
հ ի փ ո թ ե ք ա յ ի ն պ ար տ ա տ ո մ ս ե Ր ի հ ե տ կ ա պ վ ա ծ
հ ար ա բ ե Ր ո ւ թ յ ո ւ ն ն ե Ր : Շ ո ւ կ ա յ ի գ ար գ ա ց մ ա ն
հ ն ար ա վ ո Ր ո ւ թ յ ա ն ա ճ ա ջ բ ե Ր ո ւ մ ը մ ե ծ ա պ ե ս կ ա խ վ ա ծ է
ն ա ն ա ճ կ ա ի Ր ա վ ա կ ա ն կ ար գ ա վ ո Ր ո ւ մ ն ե Ր ի ց , ի ս կ
Ֆ ի ն ա ն ս ա կ ա ն գ ո Ր ծ ի ք ի ար դ յ ո ւ ն ա վ ե տ ո ւ թ յ ո ւ ն ը ` ի
Ր ա վ ա կ ա ն կ ա ճ ո ւ ց ա կ ար գ ե Ր ի գ ո Ր ծ ո ւ ն լ ի ն ե լ ո ւ ց և
հ ս տ ա կ ո ւ թ յ ո ւ ն ի ց : Ն մ ա ն պ ա յ մ ա ն ն ե Ր ո ւ մ գ տ ն ո ւ մ
ե ն ք , ո Ր Կ ե ն տր ո ն ա կ ա ն բ ա ն կ ը պ ե տ ք է ն ա խ ա ճ ե ճ ն ի
ս ո ւ յ ն ո լ ո Ր տ ի ն վ ե Ր ա բ ե Ր ո ղ ի Ր ա վ ա կ ա ն ա կ տ ե Ր ի
ը ն դ ո ւ ն մ ա ն գ ո Ր ծ ը ն թ ա ց :

Ա պ ա հ ո վ վ ա ծ հ ի փ ո թ ե ք ա յ ի ն պ ար տ ա տ ո մ ս ե Ր ի
վ ար կ ա յ ի ն գ Ր ա վ չ ո ւ թ յ ա ն հ ի մ ն ա կ ա ն մ ի ջ ո ց ն ե Ր ի ց
մ ե կ ն է հ ա ն դ ի ս ա ն ո ւ մ դ Ր ա ն ց ո վ գ ո ւ մ ար ն ե Ր ի
վ ե Ր ա դ ար ծ ն ե լ ի ո ւ թ յ ա ն մ ե խ ա ն ի գ մ ը : Ա յ ս տ ե ղ
կ ի Ր ա ճ վ ո ւ մ է կ Ր կ ն ա կ ի պ ա հ ա ն ջ ի կ ա մ կ Ր կ ն ա կ ի
ճ ե գ Ր ե ս ի կ ա ճ ո ւ ց ա կ ար գ ը (dual recourse mechanism)²⁴⁴, ո Ր ն ի Ր ե ն ի ց
ե ն թ ա դ Ր ո ւ մ է պ ար տ ա տ ո մ ս ե Ր ի ս ե փ ա կ ա ն ա տ ե Ր ե Ր ի
ի Ր ա վ ո ւ ն ք ը ` ս տ ա ն ա լ ո ւ ի Ր ե ն ց ն ե Ր դ Ր ո ւ մ ը և
տ ո կ ո ս ն ե Ր ը ա ճ ա ջ ն ա հ ե Ր թ կ ար գ ո վ ա յ ն ա կ տ ի վ ն ե Ր ի ց ,
ո Ր ո ն ք գ Ր ա վ ա դ Ր վ ե լ ե ն ի ա պ ա հ ո վ ո ւ մ ն
պ ար տ ա տ ո մ ս ե Ր ի , ի ս կ դ Ր ա ն ց ա ն բ ա վ ար ար լ ի ն ե լ ո ւ
դ ե պ ք ո ւ մ ` պ ար տ ա տ ո մ ս ե Ր ի ս ե փ ա կ ա ն ա տ ե Ր ե Ր ը
ի Ր ա վ ո ւ ն ք ո ւ ն ե ն պ ա հ ա ն ջ ն ե Ր կ ա յ ա ց ն ե լ ն ա ն
թ ո ղ ար կ ո ղ ի ն ` ո Ր պ ե ս ս ո վ ո Ր ա կ ա ն (ա ճ ա ն ց գ Ր ա վ ի
ի Ր ա վ ո ւ ն ք ի) պ ար տ ա տ ե Ր ե Ր , ա յ լ պ ար տ ա տ ե Ր ե Ր ի հ ե տ
հ ա վ ա ս ար հ ի մ ո ւ ն ք ն ե Ր ո վ (pari passu) ի Ր ե ն ց
պ ար տ ա վ ո Ր ո ւ թ յ ո ւ ն ն ե Ր ի բ ա վ ար ար ո ւ մ ս տ ա ն ա լ ո ւ
հ ա մ ար ` թ ո ղ ար կ ո ղ ի ա յ լ պ ար տ ա վ ո Ր ո ւ թ յ ո ւ ն ն ե Ր ի

²⁴⁴ Տ ե ` ս Consultation Document Covered Bonds In The European Union, European Commission, 2015, Brussels, է ջ ե Ր
25-26:

հաշվին: Օրենքի համաձայն՝ թողարկողի բանկային կամ վարկային կազմակերպության գործունեության լիցենզիան ուժը կորցրած կամ անվավեր ճանաչելու, ինչպես նաև Կենտրոնական բանկի կողմից թողարկողի անվճարունակության մասին որոշման կամ դատարանի կողմից սնանկության մասին որոշման կայացման պահից ապահովման միջոցների ռեզիստորում գրանցված ակտիվները առանձնացվում են բանկի կամ վարկային կազմակերպության այլ ակտիվներից (asset segregation) և դրանց կառավարման նպատակով Կենտրոնական բանկը նշանակում է հիփոթեքային կառավարիչ: Թողարկողի անվճարունակության և սնանկության դեպքում ապահովման միջոցների կառավարումը և հիփոթեքային պարտատոմսերի գծով պարտավորությունների կատարումն իրականացվում է «Բանկերի, վարկային կազմակերպությունների, ներդրումային ընկերությունների, ներդրումային ֆոնդի կառավարիչների և ապահովագրական ընկերությունների սնանկության մասին» ՀՀ օրենքով²⁴⁵ (այսուհետ՝ նաև Բանկերի սնանկության մասին օրենք) սահմանված կարգով: Այդ օրենքի համաձայն՝ հիփոթեքային կառավարիչ պարտականություններն է ապահովման միջոցների կառավարումը և հիփոթեքային պարտատոմսերի գծով պահանջների բավարարմանն ուղղված գործողությունների իրականացումը, այդ թվում՝ ապահովման միջոց հանդիսացող ակտիվները և հիփոթեքային պարտատոմսերի գծով պարտավորությունները՝ որպես ամբողջություն, այլ թողարկողի փոխանցելուն ուղղված գործողությունների իրականացումը: Բանկերի

²⁴⁵ Ընդունվել է 06.11.2001թ., ուժի մեջ է մտել 15.12.2001թ.: Տե՛ս ՀՀ ՊՏ 2001.12.15/40(172) Հոդ. 958, ՀՕ-262:

ս ն ա ն կ ու թ յ ա ն մ ա ս ի ն օ Ր Ե Ն Ք ի 23.2-ր դ հ ո դ վ ա ծ ի 6-ր դ մ ա ս ի հ ա մ ա ձ ա յ ն ՝ հ ի փ ո թ Ե Ք ա յ ի ն կ առ ա վ ա ր ի չ ն ի ր ա վ ա ս ու Է ՝

ա) հ ա վ ա Ք ա գ ր Է Լ ու ա պ ա հ ո վ մ ա ն մ ի ջ ո գ ն Ե ր հ ա ն դ ի ս ա գ ո ղ ա կ տ ի վ ն Ե ր ի հ Ե տ կ ա պ վ ա ծ գ ու մ ա ր ն Ե ր ը ՝ հ ա մ ա ձ ա յ ն պ ա յ մ ա ն ա գ ր Ե ր ո վ ս ա հ մ ա ն վ ա ծ ժ ա մ կ Ե տ ն Ե ր ի .

բ) ն Ե ր կ ա յ ա գ ն Է Լ ու թ ո ղ ա ր կ ո ղ ի ն ի ր ի ր ա վ ա ս ու թ յ ու Լ ն ն Ե ր ի հ Ե տ կ ա պ վ ա ծ հ ա ր գ Ե ր ո վ դ ա տ ա ր ա ն ու մ և ա յ Լ ա ն ձ ա ն ց հ Ե տ հ ա ր ա ք Ե ր ու թ յ ու Լ ն ն Ե ր ու մ .

գ) ի ն չ ա Ե ս ի ր ն շ ա ն ա կ մ ա ն ժ ա մ ա ն ա կ , ա յ ն ա Ե ս Է Լ դ ր ա ն ի ց հ Ե տ ո ա պ ա հ ո վ մ ա ն մ ի ջ ո գ հ ա ն դ ի ս ա գ ո ղ ա կ տ ի վ ն Ե ր ը ՝ հ ի փ ո թ Ե Ք ա յ ի ն պ ա ր տ ա տ ո մ ս Ե ր ի գ ծ ո վ պ ա ր տ ա վ ո ր ու թ յ ու Լ ն ն Ե ր ի ն Բ ա ն կ Ե ր ի ս ն ա ն կ ու թ յ ա ն մ ա ս ի ն օ Ր Ե Ն Ք ո վ ս ա հ մ ա ն վ ա ծ կ ա ր գ ո վ հ ա մ ա ր ժ Ե Ք չ Լ ի ն Է Լ ու դ Ե պ Ք ու մ ի ր ա կ ա ն ա գ ն Է Լ ու ա պ ա հ ո վ մ ա ն մ ի ջ ո գ ն Ե ր ի , ա յ դ թ վ ու մ ՝ գ ր ա վ ի առ ա ր կ ա յ ի ո ղ ջ ա մ ի տ գ ն ո վ ի ր ա գ մ ա ն հ ա մ ա ր ա ն հ ր ա ժ Ե շ տ Բ ո Լ ո ր ի ր ա վ ա կ ա ն գ ո ր ծ ո ղ ու թ յ ու Լ ն ն Ե ր ը ՝ հ ի փ ո թ Ե Ք ա յ ի ն պ ա ր տ ա տ ո մ ս Ե ր ի ս Ե փ ա կ ա ն ա տ Ե ր Ե ր ի պ ա հ ա ն ջ ն Ե ր ն ա մ Բ ո ղ ջ ու թ յ ա մ Բ Բ ա վ ա ր ա ր Է Լ ու ն պ ա տ ա կ ո վ :

Զ ի փ ո թ Ե Ք ա յ ի ն կ առ ա վ ա ր ի չ ը կ ա ր ո ղ Է ռ Ե գ ի ս տ ր ու մ գ ր ա ն ց վ ա ծ ա կ տ ի վ ն Ե ր ը և հ ի փ ո թ Ե Ք ա յ ի ն պ ա ր տ ա տ ո մ ս Ե ր ի գ ծ ո վ պ ա ր տ ա վ ո ր ու թ յ ու Լ ն ն Ե ր ը ո ր ա Ե ս մ Ե կ ա մ Բ ո ղ ջ ու թ յ ու Լ ն փ ո խ ա ն ց Է Լ ա յ Լ թ ո ղ ա ր կ ո ղ ի ՝ Կ Ե ն տ ր ո ն ա կ ա ն Բ ա ն կ ի թ ու յ Լ տ վ ու թ յ ա ն հ ի մ ա ն վ ր ա :

Վ Ե ր ը ն շ վ ա ծ կ ա ր գ ա վ ո ր ու մ ն Ե ր ի ց Բ խ ու մ Է , ո ր հ ի փ ո թ Ե Ք ա յ ի ն կ առ ա վ ա ր ի չ ն ի ն Ք ն Է ի ր ա կ ա ն ա գ ն ու մ կ առ ա վ ա ր ու մ ը և առ ա ն ց ո ր Ե Է չ ա փ ա ն ի շ ի ո ր ո շ ու մ փ ո խ ա ն ց Է Լ ա կ տ ի վ ն Ե ր ը մ Ե կ ա յ Լ թ ո ղ ա ր կ ո ղ ի , վ ա ճ առ Է Լ ա կ տ ի վ ն Ե ր ո վ գ ր ա վ ի առ ա ր կ ա հ ա ն դ ի ս ա գ ո ղ ա ն շ ա ր ժ գ ու յ Ք ը , թ Ե շ ա ր ու Լ ն ա կ Է Լ կ առ ա վ ա ր Է Լ ա կ տ ի վ ն Ե ր ը ՝ ա գ դ ա գ ր ո վ ն շ վ ա ծ պ ա յ մ ա ն ն Ե ր ո վ

կատարելով պարտատոմսերի սեփականատերերի առջև պարտավորությունները: Բանկերի սնանկության վերաբերյալ օրենքը չի սահմանում հստակ կարգավորում, թե ինչ պետք է լինի ակտիվների կարգավիճակը, երբ դրանք պետք է փոխանցվեն այլ թողարկողի, երբ շարունակեն կառավարվել հիփոթեքային կառավարչի կողմից և վերջապես երբ ակտիվների գրավի առարկա անշարժ գույքը պետք է իրացվի: Չնայած Բանկերի սնանկության մասին օրենքի 23.2-րդ հոդվածի 6-րդ մասի 3-րդ մասը ակնարկում է, որ հիփոթեքային կառավարիչը իրավասու է իրականացնել ակտիվների գրավի առարկայի իրացում, եթե ապահովման միջոց հանդիսացող ակտիվները՝ հիփոթեքային պարտատոմսերի գծով պարտավորություններին Բանկերի սնանկության մասին օրենքով սահմանված կարգով համարժեք չեն, սակայն այս դեպքում նույնպես հստակ չէ, թե պարտավորությունները եթե համարժեք չեն, հիփոթեքային կառավարիչը պարտավոր է սկսել գրավի առարկայի իրացման գործընթաց, թե՛ ոչ: Ապահովման միջոցների կառավարման և իրացման հետ կապված այս անորոշությունը էականորեն խաթարում է ապահովված պարտատոմսերի ՀՀ-ում վստահելի գործիք լինելու հանգամանքը և, մեր կարծիքով, ենթակա է քննարկման և վերանայման:

Այս հարցի շուրջ տարբեր երկրների օրենսդրություններով նախատեսված են տարբեր կարգավորումներ, սակայն ձևավորված կառուցակարգերը ընդհանուր նպատակ ունեն ապահովել ապահովման միջոց հանդիսացող ակտիվների առանձնացումը և սնանկության լից հենացումը (bankruptcy remoteness), որն իր մեջ ներառում է.

1. ապահովման միջոցների ռեզիստրի պահպանման չափանիշը, որը հնարավորություն

կտամ շտապես առանձին պահել ապահովման միջոց հանդիսացող ակտիվները թողարկողի այլ ակտիվներին,

2. գործողություններին մեխանիզմը, որը հնարավորություն կտա պարտատոմսերի սեփականատերերին տոկոսագումարներին և հիմնական գումարի վճարումը չիրականացնել վաղաժամկետ (acceleration), այլ ազդագրով սահմանված ժամկետներում,

3. պահանջը՝ նշանակել հատուկ կառավարիչ (հիփոթեքային կառավարիչ), որը կապահովի պարտատոմսերի սեփականատերերին նկատմամբ պարտավորություններին պատշաճ կատարումը²⁴⁶:

Քննարկենք մի քանի պետությունների օրինակ, որոնք սահմանում են այն գործողություններին համախումբը, որը պետք է կատարվի թողարկողի անվճարունակության դեպքում:

Ռուսաստանի Դաշնությունում թողարկողին նկատմամբ սնանկության գործընթաց սկսելուց հետո սնանկության կառավարիչը (հատուկ կառավարիչ հիփոթեքային ակտիվների համար չի ստեղծվում) պետք է կամ փոխանցի հիփոթեքային ակտիվները պարտատոմսերի հետ միաժամանակ մեկ այլ թողարկողի, որը ստանձնում է պարտատոմսերի սեփականատերերի աջակցությունը թողարկողի բոլոր պարտավորությունները, կամ իրականացնի հիփոթեքային ակտիվների գրավի առարկա հանդիսացող անշարժ գույքի իրացում՝ պարտատոմսերի սեփականատերերին նկատմամբ պարտավորությունները վաղաժամկետ մարելով: Ընդ որում՝ սնանկության կառավարիչը, պարտավոր է իրականացնել անշարժ գույքի իրացում սնանկ ճանաչվելու մասին դատարանի որոշումից ոչ ուշ,

²⁴⁶ Տե՛ս EBA Report On EU Covered Bond Frameworks And Capital Treatment, European Banking Authority, 2014, էջեր 23-24:

քան ի նն ամսվա ընթացքում²⁴⁷: Այս ի նքն՝ եթե մինչև ի նն ամիս ժամկետը լրանալը, ակտիվները պարտատոմսերի հետ միասին չեն փոխանցվել այլ թողարկողի, ապա սնանկության կառավարիչը պարտավոր է վաճառել դրանք: Այն հանգամանքը, որ պարտատոմսերի սեփականատերերի պահանջները թողարկողի սնանկության լուծարման հետո չեն սպասարկվում և ենթակա են պարտադիր վաղաժամկետ մարման սնանկ ճանաչվելու ց ի նը ամիս անց, եթե ակտիվները չեն փոխանցվում այլ թողարկողի, հանգեցրեց Moody's վարկանիշային գործակալության կողմից ՌԴ թողարկվող ապահովված հիփոթեքային պարտատոմսերի ն ցածր վարկանիշի տրամադրման (Timely Payment Indicator ցուցանիշը սահմանվեց ամենացածր չափանիշով՝ very improbable)²⁴⁸:

Լեհաստանում 2015թ. օգոստոսին ընդունված և 2016թ. հունվարի 1-ից ուժի մեջ մտած օրենքի փոփոխության համաձայն նախատեսվում է, որ թողարկողի սնանկության դեպքում ավտոմատ մեկ տարով երկարաձգվում է ապահովված պարտատոմսերի մարման ժամկետը, որից հետո անկախ աուդիտորի կողմից իրականացվում է երկու թեստ ակտիվների կառավարման ուղղության ընդհանուր որոշելու համար: Առաջին թեստով ստուգվում է, թե արդյոք ակտիվները բավարար են պարտատոմսերի սեփականատերերի պարտավորության ներքին բավարարելու համար: Եթե ակտիվները բավարար չեն, իրականացվում է գրավի առարկա համարվող անշարժ գույքի իրացում և պարտատոմսերը մարվում են վաղաժամկետ: Եթե ակտիվները բավարար են պարտատոմսերի սեփականատերերի պարտավորության ներքին կատարելու համար, ապա

²⁴⁷ Տե՛ս Федеральный закон от 11.11.2003 N 152-ФЗ (ред. от 30.12.2015) "Об ипотечных ценных бумагах", հոդվածներ 16.1 և 16.2 (https://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_44997/):

²⁴⁸ Տե՛ս Лассен Т., Преимущественное право инвесторов при банкротстве банка-эмитента ипотечных облигаций в Европе, Энциклопедия Российской Секьюритизации, 2014, - էջ 180-181:

իրականացվում է երկրորդ թեստը՝
իրացվելի ու թյան թեստը, որով ստուգվում է, թե
արդյոք ակտիվները բավարարեն ապահովելու
պարտատոմսերի սեփականատերերի պահանջները
արդեն երկարաձգված ժամկետի համար: Եթե
իրացվելի ու թյան թեստը տալիս է դրական
արդյունք, ապա պարտատոմսերը շարունակում են
սպասարկվել ազդագրով սահմանված կարգով, եթե
ոչ՝ պարտատոմսերի մարման ժամկետը
երկարաձգվում է մինչև երեք տարով և ակտիվներից
ու գրավի առարկա համարվող անշարժ գույքից
ստացվող եկամուտները ուղղակիորեն անցնում են
ներդրողներին (Pass-Through մեխանիզմով)²⁴⁹:

Գերմանիայում գործող օրենքի համաձայն²⁵⁰՝
սնանկու թյան վարույթում գտնվող թողարկողի
ապահովման միջոց հանդիսացող ակտիվները չեն
ընդգրկվում լուծարային հաշվեկշռում, այլ
առանձնացվում են և դրանց կառավարման համար
նշանակվում է առանձին կառավարիչ (Sachwalter):
Սնանկու թյան վարույթում բանկային
գործունեության գրառվելու լիցենզիան
շարունակում է պահպանել իր ուժը միայն
ապահովված հիփոթեքային պարտատոմսերի
ապահովման միջոց հանդիսացող ակտիվների մասով
մինչև պարտատոմսերի սեփականատերերի
պարտավորությունների վերջնական մարումը:
Կառավարիչն իրավունք ունի իրականացնել
յուրաքանչյուր գործարք՝ պարտատոմսերի
սեփականատերերի շահերի ապահովման համար,
օրինակ՝ իրավունք ունի ներգրավել փոխառու
միջոցներ, օտարել անշարժ գույքի մի մասը,
թողարկել պարտքային արժեթղթեր կամ

²⁴⁹ Տե՛ս նույն տեղում, էջեր 181-182:

²⁵⁰ Տե՛ս Pfandbrief Act, ընդունված 22.05.2005թ.

([https://www.pfandbrief.de/cms/_internet.nsf/0/3C18276731304117C1257F06004A2571/\\$FILE/EN_PfandBG_11.2015.pdf](https://www.pfandbrief.de/cms/_internet.nsf/0/3C18276731304117C1257F06004A2571/$FILE/EN_PfandBG_11.2015.pdf)
?OpenElement):

Բ ու ն դ ե ս ք ա ն կ ի հ ե տ կ ն ք ե լ վ եր ա \$ ի ն ա ն ս ա վ ո Ր մ ա ն
պ ա յ մ ա ն ա գ Ր ե Ր : Կ առ ա վ ա Ր ի չ ը ի Ր ա վ ու ն ք ու ն ի ա ն ձ ա մ ք
ի Ր ա կ ա ն ա գ ն ե լ ա կ տ ի վ ն ե Ր ի կ առ ա վ ա Ր ու մ ը մ ի ն չ ն
ապ ա հ ո վ վ ա ծ պ ա Ր տ ա տ ո մ ս ե Ր ի լ Ր ի վ մ ա Ր ու մ ը կ ա մ
կ ա Ր ո Ղ Է ա կ տ ի վ ն ե Ր ը պ ա Ր տ ա տ ո մ ս ե Ր ի հ ե տ
մ ի ա ժ ա մ ա ն ա կ փ ո խ ա ն ց ե լ ա յ լ ք ա ն կ ի ²⁵¹:

Ի ն չ պ ե ս տ ե ս ն ու մ ե ն ք , վ եր ը ն շ վ ա ծ մ ո դ ե լ ն ե Ր ի ց
Հ Հ - ու մ գ ո Ր ծ ո Ղ մ ո դ ե լ ը ա վ ե լ ի շ ա տ մ ո տ Է
գ ե Ր մ ա ն ա կ ա ն մ ո դ ե լ ի ն , ս ա կ ա յ ն մ ե Ր դ ե պ ք ու մ պ ե տ ք Է
հ ս տ ա կ ե ց վ ի հ ի փ ո թ ե ք ա յ ի ն կ առ ա վ ա Ր չ ի
ի Ր ա վ ու ն ք ն ե Ր ը և պ ա Ր տ ա կ ա ն ու թ յ ու ն ն ե Ր ը ,
մ ա ս ն ա վ ո Ր ա պ ե ս ` հ ս տ ա կ կ ա ն ո ն ա կ ա Ր գ վ ի , թ ե
հ ի փ ո թ ե ք ա յ ի ն կ առ ա վ ա Ր ի չ ը ի ն չ
գ ո Ր ծ ո Ղ ու թ յ ու ն ն ե Ր պ ե տ ք Է կ ա տ ա Ր ի պ ա Ր տ ա տ ո մ ս ե Ր ի
ս ե փ ա կ ա ն ա տ ե Ր ե Ր ի պ ա հ ա ն ջ ն ե Ր ը ք ա վ ա Ր ա Ր ե լ ու և
պ ա Ր տ ա տ ո մ ս ե Ր ի թ ո Ղ ա Ր կ մ ա ն փ ա ս տ ա թ Ղ թ ե Ր ո վ
ն ա խ ա տ ե ս վ ա ծ պ ա Ր տ ա վ ո Ր ու թ յ ու ն ն ե Ր ի կ ա տ ա Ր մ ա ն
շ ա Ր ու ն ա կ ա կ ա ն ու թ յ ու ն ը ապ ա հ ո վ ե լ ու հ ա մ ա Ր :
Գ տ ն ու մ ե ն ք , ո Ր պ ե տ ք Է « Բ ա ն կ ե Ր ի , վ ա Ր կ ա յ ի ն
կ ա գ մ ա կ ե Ր պ ու թ յ ու ն ն ե Ր ի , ն ե Ր դ Ր ու մ ա յ ի ն
ը ն կ ե Ր ու թ յ ու ն ն ե Ր ի , ն ե Ր դ Ր ու մ ա յ ի ն \$ ո ն դ ի
կ առ ա վ ա Ր ի չ ն ե Ր ի և ապ ա հ ո վ ա գ Ր ա կ ա ն
ը ն կ ե Ր ու թ յ ու ն ն ե Ր ի ս ն ա ն կ ու թ յ ա ն մ ա ս ի ն » Հ Հ
օ Ր ե ն ք ո վ հ ս տ ա կ ս ա հ մ ա ն վ ի , ո Ր հ ի փ ո թ ե ք ա յ ի ն
կ առ ա վ ա Ր ի չ ը պ ե տ ք Է ի Ր ա կ ա ն ա գ ն ի ա կ տ ի վ ն ե Ր ի
կ առ ա վ ա Ր ու մ և պ ա Ր տ ա տ ո մ ս ե Ր ի ա գ դ ա գ Ր ո վ
ն ա խ ա տ ե ս վ ա ծ վ ճ ա Ր ու մ ն ե Ր ը կ ա տ ա Ր ի մ ի ն չ ն
պ ա Ր տ ա տ ո մ ս ե Ր ո վ ն ա խ ա տ ե ս վ ա ծ ք ո լ ո Ր
պ ա Ր տ ա վ ո Ր ու թ յ ու ն ն ե Ր ի մ ա Ր ու մ ը , ի ն չ պ ե ս ն ա ն
հ ի փ ո թ ե ք ա յ ի ն կ առ ա վ ա Ր ի չ ը կ ա Ր ո Ղ Է ի Ր ա կ ա ն ա գ ն ե լ
ա կ տ ի վ ն ե Ր ո վ գ Ր ա վ ի առ ա Ր կ ա հ ա մ ա Ր վ ո Ղ ա ն շ ա Ր ժ
գ ու յ ք ի ի Ր ա ց ու մ մ ի ա յ ն ե թ ե ապ ա հ ո վ մ ա ն մ ի ջ ո ց
հ ա ն դ ի ս ա ց ո Ղ ա կ տ ի վ ն ե Ր ը չ ե ն ք ա վ ա Ր ա Ր ու մ

²⁵¹ S Ե ' u Лассен Т., Преимущественное право инвесторов при банкротстве банка-эмитента ипотечных облигаций в Европе, Энциклопедия Российской Секьюритизации, 2014, - Է ջ 184:

պարտատոմսերի գծով չմարված
 պարտավորությունների կատարման համար՝ հաշվի
 առնելով «Ապահովված հիփոթեքային պարտատոմսերի
 մասին» ՀՀ օրենքի 7-րդ հոդվածի 1-ին մասով
 նախատեսված չափանիշները: Այսինքն՝ ներդրվի այն
 մեխանիզմը, որով հիփոթեքային կառավարիչը որպես
 կանոն պետք է շարունակի ապահովված
 պարտատոմսերի սպասարկումը մինչև այդ
 պարտավորությունների ժամանակին և լրիվ
 մարումը, իսկ անշարժ գույքի իրացում պետք է
 կատարվի միայն արտակարգ դեպքերում, երբ
 ապահովման միջոց հանդիսացող անշարժ գույքը
 բավարար չէ պարտատոմսերով
 պարտավորությունները կատարելու համար՝ ըստ
 Օրենքով սահմանված չափանիշների: Ուստի
 առաջարկում ենք «Բանկերի, վարկային
 կազմակերպությունների, ներդրումային
 ընկերությունների, ներդրումային ֆոնդի
 կառավարիչների և ապահովագրական
 ընկերությունների սնանկության մասին» ՀՀ
 օրենքի 23.2-րդ հոդվածը լրացնել 6.1. մասով՝
 սահմանելով. «6.1. Հիփոթեքային կառավարիչը պետք է
 իրականացնի ակտիվների կառավարում և ազդագրով
 սահմանված կարգով կատարի հիփոթեքային
 պարտատոմսերով նախատեսված չմարված
 պարտավորությունների վճարումները մինչև
 բոլոր պարտավորությունների մարումը, եթե
 սույն օրենքով սահմանված կարգով չի
 իրականացվել ակտիվների գրավի առարկա անշարժ
 գույքի իրացում և հիփոթեքային պարտատոմսերով
 նախատեսված պարտավորությունների վաղաժամկետ
 մարում կամ սույն օրենքով սահմանված կարգով
 ակտիվները և հիփոթեքային պարտատոմսերի գծով
 պարտավորությունները չեն փոխանցվել այլ
 թողարկողի»: Ինչպես նաև առաջարկում ենք

«Բանկերի, վարկային կազմակերպությունների, ներդրումային ընկերությունների, ներդրումային ֆոնդի կառավարիչների և ապահովագրական ընկերությունների սնանկության մասին» ՀՀ օրենքի 23.2-րդ հոդվածը և Լրացնելի 6.2. մասով՝ սահմանելով. «6.2. Հիփոթեքային կառավարիչը պարտավոր է իրականացնել ակտիվներով գրավի առարկա համարվող անշարժ գույքի իրացում, եթե ապահովման միջոց հանդիսացող ակտիվները չեն բավարարում պարտատոմսերի գծով չմարված պարտավորությունների կատարման համար՝ հաշվի առնելով «Ապահովված հիփոթեքային պարտատոմսերի մասին» ՀՀ օրենքի 7-րդ հոդվածի 1-ին մասով նախատեսված չափանիշները»:

Բացի այդ, Բանկերի սնանկության մասին օրենքի 30-րդ հոդվածի 10-րդ մասը սահմանում է, որ Լուծարային կառավարչի իրավասությունները չեն տարածվում ապահովված հիփոթեքային պարտատոմսերից բխող պարտավորությունների և դրանց ապահովման միջոց հանդիսացող ակտիվների վրա: Ապահովված հիփոթեքային պարտատոմսերից բխող պարտավորությունները և դրանց ապահովման միջոց հանդիսացող ակտիվները չեն ընդգրկվում Լուծարային կառավարչի կազմած և հաստատած Լուծարային հաշվեկշռում: Ապահովված հիփոթեքային պարտատոմսերից բխող պարտավորությունները և դրանց ապահովման միջոց հանդիսացող ակտիվներն այլ թողարկողի չփոխանցելու դեպքում հիփոթեքային կառավարիչն իրականացնում է Բանկերի սնանկության մասին օրենքով Լուծարային կառավարչին վերապահված Լիազորությունները: Այս կարգավորումից պարզ չէ, թե ինչ ժամկետներում պետք է իրականացվի ակտիվների փոխանցումը այլ թողարկողի կամ որ

պահից է սկսում հիփոթեքային կառավարիչը
 իրականացնել լուծարային կառավարչին
 վերապահված լիազորությունները: Գտնում ենք, որ
 հիփոթեքային կառավարիչը պետք է իրականացնի
 լուծարային կառավարչի գործառնությունները միայն
 ակտիվներով գրավի առարկա համարվող անշարժ
 գույքի իրացման դեպքում, երբ այդ ակտիվները չեն
 բավարարում պարտատոմսերի գծով չմարված
 պարտավորությունների կատարման համար: Իսկ
 ինչպես պետք է վարվել այն դեպքերում, երբ
 դատարանի կողմից արդեն հաստատվում է բանկի
 լուծարային հաշվեկշիռը և Կենտրոնական բանկը
 լուծարվող բանկը գրանցումից
 հանելումասին գրանցում է կատարում բանկերի
 գրանցումների մատյանում, որից հետո բանկը
 համարվում է լուծարված, իսկ նրա
 գործունեությունը՝ դադարած: Բանկերի
 սնանկության մասին օրենքի համաձայն ապահովված
 հիփոթեքային պարտատոմսերից բխող
 պարտավորությունները և դրանց ապահովման միջոց
 հանդիսացող ակտիվները, դրանց գրավի առարկա
 հանդիսացող գույքը չեն ընդգրկվում լուծարային
 միջոցներում (հոդված 34), ինչպես նաև այդ
 ակտիվները չեն ընդգրկվում լուծարային
 կառավարչի կազմած և հաստատած լուծարային
 հաշվեկշռում (հոդված 30): Այսինքն՝ դատարանը
 լուծարային հաշվեկշիռը հաստատում է և դրա
 արդյունքում բանկի գործունեությունը
 համարվում է դադարած առանց հիփոթեքային
 պարտատոմսերի ապահովման միջոց հանդիսացող
 ակտիվների վերաբերյալ տեղեկատվության, դրանց
 իրացված լինելու կամ պարտատերերի պահանջները
 բավարարված լինելու հարցերին անդրադառնալու:
 Իսկ եթե այդ ակտիվների ապահովման միջոց
 հանդիսացող գրավը չի իրացվել և ակտիվները չեն

փոխանցվել այլ թողարկողի, ապա բանկի
լուծարումից հետո այդ ակտիվները մնում են «օդից
կախված», առանց որևէ սեփականատիրոջ և առանց
դրանց ճակատագիրը որոշված լինելու: Այս
դեպքում անհրաժեշտ է մեխանիզմ, որը
հնարավորություն կընձեռի բանկի լուծարումից
հետո ապահովել ապահովված հիփոթեքային
պարտատոմսերով ապահովման միջոց հանդիսացող
ակտիվների փոխանցումը որևէ այլ անձի, որպիսի
պայմաններով կերաշխավորվի պարտատոմսերի
սեփականատերերի նկատմամբ
պարտավորությունների կատարման
շարունակականությունը: Արտասահմանյան
երկրների փորձը ուսումնասիրելով՝ պարզում ենք,
որ օրինակ՝ Նիդեռլանդներում, Իտալիայում և Մեծ
Բրիտանիայում այս դեպքերում ապահովված
հիփոթեքային պարտատոմսերի ապահովման միջոց
հանդիսացող ակտիվները փոխանցվում են հատուկ
կազմավորված կառուցակարգին (Special purpose vehicle)²⁵²՝ մեր
օրենսդրությամբ արժեթղթավորման հիմնադրամին,
որն էլ իրականացնում է ակտիվների կառավարումը և
պարտատոմսերի սեփականատերերի նկատմամբ
պարտավորությունների կատարումը
պարտատոմսերի թողարկման պայմաններով
նախատեսված կարգով, առանց այդ պարտավորության
վաղաժամկետ կատարման²⁵²: Գտնում ենք, որ մեր
օրենսդրությամբ նույնպես պետք է ամրագրվի այս
մոտեցումը և հիփոթեքային կառավարչին ընձեռվի
լիազորություններ ստեղծել արժեթղթավորման
հիմնադրամային դեպքերում, երբ որոշակի ողջամիտ
ժամկետում ակտիվները չեն փոխանցվում այլ
թողարկողի, սակայն այդ ակտիվները բավարարեն
պարտատոմսերի սեփականատերերի պահանջները

²⁵² Տե՛ս EBA Report On EU Covered Bond Frameworks And Capital Treatment, European Banking Authority, 2014, էջեր 20-21 և 24:

բավարարելու համար: Արժեթղթավորման հիմնադրամը ստեղծվելուց հետո այդ ակտիվները կփոխանցվեն վերջինիս Բանկերի սնանկության մասին օրենքով սահմանված կարգով: Այդ դեպքում կապահովվեն և՛ պարտատոմսերի սեփականատերերի նկատմամբ պարտավորությունների շարունակականության ապահովման սկզբունքը, և՛ բանկի լուծարումից հետո կորոշվի ապահովված հիփոթեքային պարտատոմսերի ապահովման միջոց հանդիսացող ակտիվների ճակատագիրը:

Բանկերի սնանկության մասին օրենքի 23.4-րդ հոդվածի 4-րդ մասը սահմանում է, որ Բանկի կամ վարկային կազմակերպության մնացորդային ակտիվների (ապահովման միջոց չհանդիսացող ակտիվների) նկատմամբ սնանկության գործընթացի ժամանակ ապահովված հիփոթեքային պարտատոմսերի սեփականատերերը կարող են իրենց պահանջները ներկայացնել միայն չկատարված պարտավորությունների գումարների չափով՝ *որպես սգրավով ապահովված պարտավորություն՝ արտահերթ*: Բանկերի սնանկության մասին օրենքի այս կարգավորումը կրկնում է նաև «Բանկերի և բանկային գործունեության մասին»³³ օրենքը, որի 75¹-րդ 2.1. կետի երկրորդ պարբերության համաձայն՝ «Եթե ապահովված հիփոթեքային պարտատոմսերի սեփականատերերի պահանջներն ամբողջությամբ չեն բավարարվել, ապա նրանք պահպանում են ապահովման միջոց հանդիսացող ակտիվներից առաջնահերթության կարգով վճարում ստանալու իրավունքը: Բանկի մնացորդային ակտիվների նկատմամբ լուծարման գործընթացի ժամանակ ապահովված հիփոթեքային պարտատոմսերի սեփականատերերը կարող են դրանց նկատմամբ իրենց պահանջները ներկայացնել միայն չկատարված

պարտավորություններին գումարների չափով՝ *որպես ս*
գրավով *ապահովված* *պարտավորություն*
Յայաստանի *Յանրապետություն* *քաղաքացիական*
օրենսգրքի *14.1 գլխի (Ապահովված իրավունք)*
պահանջներին *համապատասխան»:* Այսինքն՝
 ապահովված հիփոթեքային պարտատոմսերի
 սեփականատերերը կարող են իրենց ապահովված
 ակտիվներով չբավարարված պահանջները
 ներկայացնել բանկի այլ գույքի նկատմամբ
 առաջնահերթության իրավունքով՝ որպես
 ապահովված իրավունք
 (քաղաքացիական օրենսգրքի 14.1 գլուխը վերաբերում
 է ապահովված իրավունքին): Այս կարգավորումը չի
 բխում ապահովված պարտատոմսերի կառուցակարգի
 էությունից և չի համապատասխանում կրկնակի
 պահանջի (dual recourse) սկզբունքին, որի համաձայն
 ապահովված պարտատոմսերի սեփականատերերը
 իրենց պահանջները բավարարելու առաջնահերթ
 իրավունք ունեն միայն ապահովման միջոց
 հանդիսացող ակտիվների նկատմամբ, իսկ ապահովման
 միջոց չհանդիսացող ակտիվների նկատմամբ
 պարտատոմսերի սեփականատերերը կարող են պահանջ
 ներկայացնել միայն իրենց
 պարտավորություններին չբավարարված մասի
 չափով՝ այլ պարտատերերի հետ հավասար
 հիմունքներով (pari passu)²⁵³: Յակռակ պարագայում՝
 ապահովված հիփոթեքային պարտատոմսերի
 սեփականատերերին ապահովման միջոց
 չհանդիսացող ակտիվների նկատմամբ առաջնահերթ
 բավարարում ստանալու իրավունք ընձեռելով
 իմաստագրվում է ընդհանրապես ակտիվների
 առանձնացումը և այդ ակտիվներով
 պարտավորություն ապահովումը, քանի որ այդ
 իրավիճակում այսպես, թե այնպես պարտատոմսի

²⁵³ Տե՛ս EBA Report On EU Covered Bond Frameworks And Capital Treatment, European Banking Authority, 2014, էջ 143:

ս Ե փակ ան ատե ր ը ո ւ ն ի թ ո ղ ար կ ո ղ ի ք ո լ ո ր ակ տ ի վ ն ե ր ի ն կ ատ մ ամ ք առ ա ջ ն ա հ ե ր թ ք ա վ ար ար ու մ ս տ ա ն ա լ ու ի ր ավ ու ն ք: Գ տ ն ու մ ե ն ք, ո ր ա յ ս ի ր ավ ի ճ ակ ը հ ամ ա պ ա տ ա ս խ ա ն չ Ե ա պ ա հ ո վ վ ա ծ պ ար տ ա տ ո մ ս Ե ր ի Ե ու թ յ ան ը և պ ե տ ք Ե Բ ան կ ե ր ի ս ն ան կ ու թ յ ան մ ա ս ի ն և «Բ ան կ ե ր ի և ք ան կ ա յ ի ն գ ո Ր ծ ու ն ե ու թ յ ան մ ա ս ի ն» օ Ր Ե ն ք ն ե ր ու մ կ ատ ար Ե լ հ ամ ա պ ա տ ա ս խ ա ն փ ո փ ո խ ու թ յ ու ն ն ե ր: Մ ա ս ն ա վ ո Ր ա պ Ե ս ` Բ ան կ ե ր ի ս ն ան կ ու թ յ ան մ ա ս ի ն օ Ր Ե ն ք ի 23.4.-ր դ հ ո ղ վ ա ծ ի 4-ր դ մ ա ս ու մ «ո Ր պ Ե ս գ Ր ավ ո վ ա պ ա հ ո վ վ ա ծ պ ար տ ա վ ո Ր ու թ յ ու ն ` ար տ ա հ ե ր թ » ք առ Ե ր ը փ ո խ ար ի ն Ե լ «չ ա պ ա հ ո վ վ ա ծ ա յ լ պ ար տ ա վ ո Ր ու թ յ ու ն ն ե ր ո վ պ ար տ ա տ ե Ր Ե Ր ի հ Ե տ հ ա վ ա ս ար հ ի մ ու ն ք ն ե ր ո վ» ք առ Ե Ր ո վ, ի ս կ «Բ ան կ ե ր ի և ք ան կ ա յ ի ն գ ո Ր ծ ու ն ե ու թ յ ան մ ա ս ի ն» 33 օ Ր Ե ն ք ի 75¹-ր դ հ ո ղ վ ա ծ ի 2.1. կ ե տ ի Ե Ր կ Ր ո Ր դ պ ար ք Ե Ր ու թ յ ու ն ու մ առ կ ա «ո Ր պ Ե ս գ Ր ավ ո վ ա պ ա հ ո վ վ ա ծ պ ար տ ա վ ո Ր ու թ յ ու ն ` 3 ա յ ա ս տ ա ն ի 3 ա ն Ր ա պ Ե տ ու թ յ ան ք ա ղ ա ք ա գ ի ակ ան օ Ր Ե ն ս գ Ր ք ի 14.1 գ լ խ ի պ ա հ ան ջ ն ե Ր ի ն հ ամ ա պ ա տ ա ս խ ա ն» ք առ Ե Ր ը փ ո խ ար ի ն Ե լ «չ ա պ ա հ ո վ վ ա ծ ա յ լ պ ար տ ա վ ո Ր ու թ յ ու ն ն ե ր ո վ պ ար տ ա տ ե Ր Ե Ր ի հ Ե տ հ ա վ ա ս ար հ ի մ ու ն ք ն ե ր ո վ»:

Ա յ ս պ ի ս ո վ ` գ տ ն ու մ ե ն ք, ո ր ա պ ա հ ո վ վ ա ծ պ ար տ ա տ ո մ ս Ե ր ի կ ի Ր առ ու թ յ ու ն ը կ ար ո ղ Ե լ ա յ ն տ ար ա ծ ու մ ս տ ա ն ա լ 3 ա յ ա ս տ ա ն ի 3 ա ն Ր ա պ Ե տ ու թ յ ու ն ու մ : Դ Ր ա հ ամ ար առ կ ա Ե ն մ ի շ ար ք ն ա խ ա պ ա յ մ ա ն ն ե Ր, ո Ր ո ն ք ն պ ա ս տ ու մ ե ն գ ու մ ար ի ն ե Ր դ Ր մ ա ն ը ա պ ա հ ո վ վ ա ծ հ ի փ ո թ Ե ք ա յ ի ն պ ար տ ա տ ո մ ս Ե Ր ու մ, մ ա ս ն ա վ ո Ր ա պ Ե ս ` «Կ ու տ ա կ ա յ ի ն կ ե ն ս ա թ ո շ ակ ն ե Ր ի մ ա ս ի ն»²⁵⁴ 33 օ Ր Ե ն ք ի 39-ր դ հ ո ղ վ ա ծ ի հ ամ ա ձ ա յ ն ` մ Ե կ թ ո ղ ար կ ո ղ ի ար ժ Ե թ ղ թ Ե Ր ու մ ն ե Ր դ Ր ու մ ն ե Ր ի առ ա վ Ե լ ա գ ու յ ն չ ա փ ը չ ի կ ար ո ղ գ Ե Ր ա գ ան ց Ե լ պ ար տ ա դ ի Ր կ ե ն ս ա թ ո շ ակ ա յ ի ն \$ ո ն դ ի

²⁵⁴ Ը ն դ ու ն վ Ե լ Ե 22.12.2010թ ., ու ժ ի մ Ե ջ Ե մ տ Ե լ 09.01.2011թ .: Տ Ե ` ս 33 Պ Տ 2010.12.30/69(803).13 ո դ .1634.18, 3 Օ -244-Ն :

ակտիվների ընդհանուր արժեքի 10 տոկոսը, սակայն կենսաթոշակային ֆոնդի կառավարիչը կարող է ներդրում կատարել պարտադիր կենսաթոշակային ֆոնդի ակտիվների մինչև 25 տոկոսի չափով, եթե դրանք հանդիսանում են ապահովված հիփոթեքային պարտատոմսեր: Համանման արտոնույթյուն է սահմանված նաև ներդրումային ֆոնդերի կողմից ապահովված հիփոթեքային պարտատոմսերում ներդրում կատարելու դեպքում ՀՀ կենտրոնական բանկի խորհրդի 06.12.2011թ. «Ներդրումային ֆոնդերի ներդրումային սահմանափակումները» կանոնակարգ 10/10-ը հաստատելու մասին թիվ 337-Ն որոշմամբ²⁵⁵: Ուստի գտնում ենք, որ ապահովված հիփոթեքային պարտատոմսերի օրենսդրական կատարելագործման և ավելի կայուն իրավական մեխանիզմներին ներդրման հետմեկտեղ այս ինստիտուտը կկայանա և կզարգանան Հայաստանի Հանրապետությունում:

²⁵⁵Տե՛ս այդ որոշման հավելվածի 11-րդ և 12-րդ կետերը: Որոշումը ընդունվել է 06.12.2011թ., ուժի մեջ է մտել 11.02.2012թ.: Տե՛ս ՀՀԳՏ 2012.02.01/3(416) հոդ. 17, թիվ 337-Ն:

ԵՉՐԱԿԱՑՈՒ ԹՅՈՒՆ

Պարտատոմսերի իրավական կարգավորման առանձնահատկություններին, տարբեր հեղինակների մոտեցումների, մի շարք երկրների փորձի և դատական պրակտիկայի համալիր վերլուծությունը թույլ է տալիս կատարելու ներքո շարադրյալ տեսական և գործնական եզրահանգումները և կատարել հետևյալ առաջարկությունները.

1. Գտնում ենք, որ պարտատոմսի սեփականատերը, բացի գույքային իրավունքներից օրենքով կամ պարտատոմսի թողարկման պայմաններով կարող է ունենալ նաև ոչ գույքային իրավունքներ, ուստի առաջարկում ենք Քաղաքացիական օրենսգրքի 154-րդ հոդվածի 1-ին մասի 2-րդ նախադասությունը լրացնել հետևյալ կերպ. *«Պարտատոմսը դրա տիրապետողին իրավունք է տալիս նաև ստանալ պարտատոմսի անվանական արժեքից տոկոս կամ այլ գույքային իրավունքներ, ինչպես նաև օրենքով կամ պարտատոմսի թողարկման պայմաններով նախատեսված դեպքերում՝ նաև ոչ գույքային իրավունքներ»:*

2. Պարտատոմսով հավաստվում են կողմերի միջև փոխառությունը և հարաբերություններին առկայությունը և դրա հետ կապված հարաբերություններում պետք է կիրառվեն փոխառություն հետ կապված Քաղաքացիական օրենսգրքի նորմերը, ուստի Քաղաքացիական օրենսգրքի 154-րդ հոդվածը առաջարկում ենք լրացնել 3-րդ մասով և շարադրել հետևյալ կերպ. *«3. Պարտատոմսով հավաստվում է այն թողարկողի և տիրապետողի միջև փոխառություն և հարաբերություններին առկայությունը և դրանց*

նկատմամբ կիրառվում են սույն օրենսգրքի 46-րդ հոդվածում նախատեսված կանոնները, եթե այլ բան սահմանված չէ օրենքով կամ պարտատոմսի թողարկման պայմաններով:»

3. Առաջարկում ենք հանել «Փողերի և վացման և ահաբեկչության ֆինանսավորման դեմ պայքարի մասին» ՀՀ օրենքի 15-րդ հոդվածի 1-ին մասի 3-րդ կետով նախատեսված ըստ ներկայացնողի արժեթղթեր թողարկելու, տրամադրելու և սպասարկելու արգելքը պարտատոմսերի մասով:

4. Ոչ թղթային պարտատոմսերը համարվում են գույք և դրանց նկատմամբ տարածվում են իրային, մասնավորապես՝ սեփականության, գրավի իրավունքներ: Թղթային և ոչ թղթային ձևերը հանդիսանում են միայն ամրագրման ձևի տարբերություններ և դրանց նկատմամբ տարածվում է սույն իրավակարգավորումը, բացառությամբ ամրագրման ձևից բխող առանձնահատկությունների: Այդ կապակցությամբ առաջարկում ենք հստակեցնել որոշ նորմեր: Այսպես. Քաղաքացիական օրենսգրքի 152-րդ հոդվածի 1-ին մասի 2-րդ նախադասությունը շարադրել հետևյալ խմբագրությամբ՝ «**իրավունքներն ամրագրելու այդ ձևի նկատմամբ կիրառվում են թղթային ձևով թողարկված արժեթղթերի համար սահմանված կանոնները, եթե այլ բան չի բխում նման ամրագրման առանձնահատկություններից**»: Քաղաքացիական օրենսգրքի 955-րդ հոդվածից առաջարկում ենք հանել «**ոչ փաստաթղթային արժեթղթերով հավաստված իրավունքներ**» բառերը, քանի որ մինչ այդ նշված է, որ հավատարմագրային կառավարման օբյեկտ կարող են լինել արժեթղթերը: Առաջարկում ենք հանել նաև Քաղաքացիական օրենսգրքի 967-րդ հոդվածի 4-րդ մասը, որի համաձայն՝ **Սույն հոդվածի կանոնները համապատասխանաբար կիրառվում են ոչ**

փաստաթղթային արժեթղթերով հավաստված
իրավունքներին նկատմամբ (հոդված 152), քանի որ
հոդվածը վերաբերում է արժեթղթերին, որը
ներառում է նաև ոչ փաստաթղթային արժեթղթերը և
դրանցով հավաստված իրավունքները:

5. Առաջարկում ենք «Բաժնետիրական
ընկերությունների մասին» ՀՀ օրենքի 40-րդ
հոդվածի 5-րդ մասը փոխարինել 5-րդ և 5.1-րդ կետերով
հետևյալ խմբագրությունով՝ 5.Պարտատոմսը
թողարկվում է թղթային կամ ոչ թղթային ձևերով:

5.1. Թղթային պարտատոմսը պատրաստվում է
տպագրական եղանակով և պետք է պարունակի
հետևյալ տեղեկությունները՝

ա) «Պարտատոմս» անվանումը և հերթական համարը .

բ) Ընկերության պետական գրանցման տվյալները,
լրիվ ֆիրմային անվանումը և գտնվելու վայրը .

գ) կանոնադրական կապիտալի չափը .

դ) թողարկման ամսաթիվը .

ե) պարտատոմսի անվանական արժեքը .

զ) այդ տեսակի պարտատոմսերի թողարկված
քանակը և գումարային անվանական արժեքի չափը .

է) պարտատոմսերի մարման ժամկետը, մարվող
գումարը և (կամ) վճարվող տոկոսադրույքները կամ
դրանց հաշվարկման կարգը, տոկոսների վճարման
կարգը .

ը) անվանական պարտատոմսերի համար՝
պարտատոմսի սեփականատիրոջ լրիվ անվանումը
(ֆիզիկական անձանց համար՝ անունը) .

թ) խորհրդի նախագահի և գլխավոր հաշվապահի կամ
ֆինանսական հարցերով զբաղվող տնօրենի
ստորագրությունները (կամ ֆաքսիմիլային
վերարտադրությունները) .

ժ) պարտատոմսում սահմանված հատուկ
իրավունքները, այդ թվում՝ փոխարկվող
պարտատոմսերի համար՝ Ընկերության

բաժնետոմսերի փոխարկման իրավունքը (դրանց առկայությունը դեպքում):

6. Պարտատոմսերի թողման սուբյեկտի հարցի պարզաբանման համար առաջարկում ենք Քաղաքացիական օրենսգրքի 154-րդ հոդվածը և 14-րդ մասով՝ հետևյալ խմբագրությունը. «*Պարտատոմս կարող են թողարկել Հայաստանի Հանրապետությունը, համայնքները կամ իրավաբանական անձինք*»:

7. Քաղաքացիական օրենսգրքի 114-րդ հոդվածի 2-րդ մասով նախատեսված կանոնից առաջարկում ենք կատարել բացառությունն ակտիվների արժեթղթավորման և ապահովված հիփոթեքային պարտատոմսերի դեպքում, որից հետո հոդվածը կունենա հետևյալ տեսքը. «*2. Բաժնետիրական ընկերությունն իրավունք ունի պարտատոմսեր թողարկել կանոնադրական կապիտալի չափը կամ այդ նպատակների համար երրորդ անձանց կողմից ընկերությունը տրամադրված ապահովության մեծությունը չգերազանցող գումարով, բացառությամբ «Ապահովված հիփոթեքային պարտատոմսերի մասին» և «Ակտիվների արժեթղթերի մասին» ՀՀ օրենքների համաձայն թողարկված պարտատոմսերի*»: Այս բացառության սահմանման անհրաժեշտությունը բխում է այն հանգամանքից, որ ակտիվներով ապահովված պարտատոմսեր թողարկելիս այդ պարտատոմսերը համարվում են ապահովված ակտիվներով, որոնք, սակայն, տրված չեն երրորդ անձանց կողմից, և հիմնականում թողարկվում են մեծ ծավալներով, որը գերազանցում է կանոնադրական կապիտալի չափը:

8. Ազդագրում, այդ թվում՝ դրա թարգմանության մեջ, որևէ էական փաստ բաց թողնվելու կամ

խեղաթյունը վելու դեպքում պատճառված վնասը չպետք է սահմանափակված լինի միայն վնասը կրած անձից նրան վաճառված արժեթղթերը հետգնելու միջոցով վնասը հատուցելով, այլ պետք է գործի վնասի լրիվ ծավալով հատուցման սկզբունքը: Ուստի տարակարծություններին խուսափելու համար առաջարկում ենք հանել «Արժեթղթերի շուկայի մասին» ՀՀ օրենքի 13-րդ հոդվածի 1-ին մասը:

9. Ազդագրում, այդ թվում՝ դրա թարգմանության մեջ, որևէ էական փաստ բաց թողնվելու կամ խեղաթյունը արդյունքում պատճառված վնասի և արարքի միջև պատճառահետևանքային կապը ապացուցելու հայցվորի պարտականությունը պետք է փոխարինվի պատասխանողի իրավունքով ապացուցելու, որ այդ վնասը չի առաջացել էական փաստ բաց թողնվելու կամ խեղաթյունը արդյունքում: Ուստի առաջարկում ենք «Արժեթղթերի շուկայի մասին» ՀՀ օրենքի 12-րդ հոդվածի 1-ին նախադասությունում առկա «*որոնք առաջացել են նման փաստի կամ տեղեկության բաց թողման կամ խեղաթյունի մասն հետևանքով*» բառերը հանել և հոդվածը լրացնել 5-րդ մասով՝ հետևյալ խմբագրությամբ. «*5. Եթե սույն հոդվածում նշված պատասխանատու անձը ապացուցի, որ վնասները ամբողջությամբ կամ մասամբ չեն առաջացել ազդագրում, այդ թվում՝ դրա թարգմանության մեջ, որևէ էական փաստ բաց թողնվելու կամ խեղաթյունի հետևանքով, ապա ամբողջությամբ կամ համապատասխան մասով այդ անձը ազատվում է վնասի հատուցման պատասխանատվությունից:*»

10. Առաջարկում ենք փոխել ակտիվներին արժեթղթավորման գործընթացում արժեթղթավորման համար հատուկ կազմավորված կառուցակարգի (Special Purpose Vehicle) կազմակերպարավական կարգավիճակը, որն այժմ հանդես է գալիս

հիմնադրամի կարգավիճակով: Այդ հանգամանքը հակասում է հատուկ կազմավորված կառուցակարգի էությունը և առևտրային բնույթին, ուստի առաջարկում ենք այն սահմանել մասնագիտացված ներդրումային ֆոնդի, մասնավորապես՝ արժեթղթավորման ֆոնդի կարգավիճակով, որը կարող է ունենալ և՛ պայմանագրային, և՛ կորպորատիվ ֆոնդի (տվյալ դեպքում՝ բաժնետիրական ընկերության)ձև:

11. Արժեթղթավորման հիմնադրամի գործունեության իրականացումը պետք է թույլատրել միայն հատուկ բանկային հաշվով: Ներկայիս պայմաններում դա կարող է լինել անվանատիրոջ հաշիվը, սակայն եթե արժեթղթավորման հիմնադրամի կարգավիճակը փոխվի ներդրումային ֆոնդի:

12. Արժեթղթավորման գործընթացում ակտիվների փոխանցումը հատուկ կազմավորված կառուցակարգին փոխանցվում է ոչ միայն պահանջի գիջման, այլ նաև պարտքի փոխանցման կանոններով, քանի որ ամբողջական ակտիվի վաճառքի մեջ ընդգրկվում են և՛ իրավունքներ, և՛ պարտականություններ: Ներկայիս իրավակարգավորմամբ պարտքի փոխանցման յուրաքանչյուր դեպքում պետք է պարտատիրոջ համաձայնություն, որը ակտիվների արժեթղթավորման գործընթացում ստանալը գրեթե անհնար է, ուստի առաջարկում ենք Քաղաքացիական օրենսգրքի 406-րդ հոդվածի 1-ին կետում նախատեսված բացառությունների շարքում, որոնք սահմանում են այն դեպքերը, երբ պարտքի փոխանցման դեպքում անհրաժեշտ է պարտատիրոջ համաձայնությունը, ավելացնել ակտիվների արժեթղթավորման դեպքը, որից հետո հոդվածը կունենա հետևյալ տեսքը. «Պարտապանը կարող է իր պարտքն այլ անձի փոխանցել

միայն պարտատիրոջ համաձայնությամբ,
 բացառությամբ «Ապահովագրության և
 ապահովագրական գործունեության մասին»
 Հայաստանի Հանրապետության օրենքով,
 «Ապահովված հիփոթեքային պարտատոմսերի մասին»
 Հայաստանի Հանրապետության օրենքով,
 «Ակտիվներին արժեթղթավորման և ակտիվներով
 ապահովված արժեթղթերի մասին» Հայաստանի
 Հանրապետության օրենքով նախատեսված դեպքերի»

13. Ակտիվներին արժեթղթավորման դեպքում
 վարկառուները գրկվում են արժեթղթավորման
 հիմնադրամի դեմ \$ի նանսական համակարգի
 հաշտարարին դիմելու իրավունքից, ուստի
 առաջարկում ենք «\$ի նանսական համակարգի
 հաշտարարի մասին» ՀՀ օրենքում փոփոխություն
 կատարել և այդ օրենքի 2-րդ հոդվածի 1-ին մասի 3-րդ
 կետում Կազմակերպություն և հասկացություն
 վերջում ավելացնել նաև՝ «Ակտիվներին
 արժեթղթավորման և ակտիվներով ապահովված
 արժեթղթերի մասին» ՀՀ օրենքով նախատեսված
 արժեթղթավորման հիմնադրամ:

14. Գտնում ենք, որ արժեթղթավորվող
 ակտիվների՝ ՀՀ կենտրոնական բանկում
 գրանցվելուց հետո, ակտիվներին ապահովման միջոց
 հանդիսացող գույքերի, այդ թվում՝ անշարժ
 գույքի, տրանսպորտային միջոցների և այլ
 շարժական գույքի նկատմամբ իրավունքների
 պետական գրանցում չպետք է կատարվի: ՀՀ
 կենտրոնական բանկը պետք է մշակի միասնական
 տեխնիկաձևագրային հենք, որը թույլ կտա ՀՀ
 կենտրոնական բանկին ակտիվներին խմբի
 գրանցումից հետո փոխանցել տվյալները
 համապատասխան պետական մարմիններին: Ուստի
 առաջարկում ենք, որ «Ակտիվներին արժեթղթավորման
 և ակտիվներով ապահովված արժեթղթերի մասին» ՀՀ

օրենքի 24-րդ հոդվածը և րացնել 7.1-րդ մասով .
 «Կենտրոնական բանկի կողմից ակտիվների պետական
 գրանցումը հիմք է այլ պետական մարմինների
 կողմից ակտիվների հետ կապված բոլոր
 պայմանագրերով նախատեսված գրավով, հիփոթեքով և
 պարտավորություն և ներքի կատարման ապահովման այլ
 միջոցներով նախատեսված իրավունքների
 գրանցումներում համապատասխան
 փոփոխություն և ներքի կատարելու համար : Այդ
 փոփոխություն և ներքի կատարելու համար
 Արժեթղթավորման հիմնադրամը չի դիմում
 գրանցում իրականացնող մարմիններին , այլ
 կենտրոնական բանկը բոլոր իրավասու
 մարմիններին ծանուցում է ակտիվների
 գրանցումից հետո տասնաշխատանքային օրվա
 ընթացքում :» Այդ կապակցությամբ պետք է հանվի այդ
 օրենքի 22-րդ հոդվածի 2-րդ նախադասությունը , որը
 սահմանում է՝ եթե ակտիվների վաճառքը
 ենթադրում է նաև անշարժ գույքի հետ կապված
 իրավունքների փոխանցում ,
 ապա ակտիվների նկատմամբ սեփականության
 իրավունքը համարվում է փոխանցված
 արժեթղթավորման հիմնադրամին՝ այդ իրավունքի
 պետական գրանցման պահից :

Այդ ամենի հետ մեկտեղ անհրաժեշտ է նաև
 հատուկ նշում անել համապատասխան օրենքներում
 («Գույքի նկատմամբ իրավունքների պետական
 գրանցման մասին» ՀՀ օրենք , «Ճանապարհային
 երթևեկության անվտանգության ապահովման մասին»
 ՀՀ օրենք , «Շարժական գույքի նկատմամբ ապահովված
 իրավունքների գրանցման մասին» ՀՀ օրենք), որ
 ակտիվների արժեթղթավորման դեպքում գործում է
 իրավունքների գրանցման հատուկ կարգ՝
 «Ակտիվների արժեթղթավորման և ակտիվներով

ապահովված արժեթղթերի մասին» ՀՀ օրենքով սահմանված կարգով:

15. «Ակտիվների արժեթղթավորման և ակտիվներով ապահովված արժեթղթերի մասին» ՀՀ օրենքում անհրաժեշտ է ներմուծել արժեթղթերի սեփականատերերի ներկայացուցչի ինստիտուտը, որը պարտադիր կլինի արժեթղթավորման գործընթացում նորը կիրականացնի պարտատոմսերի սեփականատերերի շահերի պաշտպանությունը արժեթղթավորման հիմնադրամի բնականոն գործունեությանը ենթացքում:

16. Պարտատոմսերի սեփականատերերը պետք է իրավունք ունենան իրենց պարտավորությունը արժեթղթավորման հիմնադրամի կողմից կատարելու անկարողության դեպքում սնանկության գործընթաց նախաձեռնելու: Այդ կապակցությամբ առաջարկում ենք «Ակտիվների արժեթղթավորման և ակտիվներով ապահովված արժեթղթերի մասին» ՀՀ օրենքը լրացնել «Արժեթղթավորման հիմնադրամի սնանկության վարույթ նախաձեռնելու միջնորդության մասին Կենտրոնական բանկի դիմելը» վերտառությամբ 42.1. հոդվածով՝ հետևյալ բովանդակությամբ.

«1. Արժեթղթավորման հիմնադրամի կողմից թողարկված ակտիվներով ապահովված արժեթղթերի սեփականատերերն իրավունք ունեն դիմել Կենտրոնական բանկ՝ սույն օրենքով սահմանված կարգով արժեթղթավորման հիմնադրամի սնանկության մասին դիմումը դատարան ներկայացնելու միջնորդության մասին: Միջնորդությանը պետք է կցվեն արժեթղթավորման հիմնադրամի դրամական պարտավորությունների առկայությունը և նրանց չափը հիմնավորող փաստաթղթերը:

2. Կենտրոնական բանկը միջնորդությունը քննարկում և երկշաբաթյա ժամկետում որոշում է կայացնում այն բավարարելու կամ մերժելու մասին՝ եռօրյա ժամկետում ուղարկելով դիմողին: Բացառիկ դեպքերում Կենտրոնական բանկի նախագահը կարող է երկարաձգել միջնորդության քննարկման ժամկետը ևս երկու շաբաթով:

3. Կենտրոնական բանկի որոշումը միջնորդություն մերժելու մասին կարող է բողոքարկվել դատարան միջնորդությունը ներկայացրած արժեթղթերի սեփականատիրոջ կողմից՝ Կենտրոնական բանկի որոշումը ստանալու պահից՝ տասնօրյա ժամկետում:

4. Բողոքի քննության ժամանակ դատարանն առաջարկում է Կենտրոնական բանկին՝ ներկայացնել եզրակացություն և սույն օրենքի 39-րդ հոդվածի 1-ին մասի 2-րդ կետի «բ» ենթակետում նշված հիմքի բացակայության մասին: Կենտրոնական բանկը, դատարանի առաջարկն ստանալուց հետո՝ տասնօրյա ժամկետում, պարտավոր է նշված փաստաթուղթը ուղարկել դատարան, որը չուղարկելու դեպքում՝ սնանկության գործի վարույթը համարվում է սկսված:

5. Սույն օրենքի 39-րդ հոդվածի 1-ին մասի 2-րդ կետի «բ» ենթակետում նշված հիմքի բացակայության մասին Կենտրոնական բանկի հիմնավոր եզրակացության առկայության դեպքում դատարանը մերժում է արժեթղթի սեփականատիրոջ դիմումը:»

17. Աշխատանքը գրելու ժամանակ ՀՀ Ազգային ժողովի կողմից առաջին ընթերցմամբ 08.12.2015թ. ընդունվել է օրենքի նախագիծ «Հայաստանի Հանրապետության քաղաքացիական օրենսգրքում լրացումներ և փոփոխություն կատարելու մասին»,

որով նախատեսվում է փոփոխել Քաղաքացիական օրենսգրքի 236-րդ հոդվածը և սահմանել . *«Գրավ դրված գույքը այլ գրավի (հաջորդող գրավի) առարկա դարձնելու գրավատուի իրավունքը սահմանափակող համաձայնությունն առնչինչ է»*: Սույն օրենքի փոփոխությունը ուժի մեջ մտնելու դեպքում այն կհակասի «Ապահովված հիփոթեքային պարտատոմսերի մասին»³³ օրենքով սահմանված այն չափանիշին, որի համաձայն ապահովված հիփոթեքային պարտատոմսերի ապահովման միջոց կարող են հանդիսանալ միայն այն հիփոթեքային վարկերը, որոնք չեն կարող հանդիսանալ հաջորդող գրավի առարկա, սակայն Քաղաքացիական օրենսգրքում վերը նշված փոփոխությունը կատարելու օրենսդրական փաթեթում ընդգրկված չէ նաև «Ապահովված հիփոթեքային պարտատոմսերի մասին»³³ օրենքի փոփոխությունը: Ուստի գտնում ենք, որ պետք է փոփոխել նաև Օրենքի 6-րդ հոդվածի 1-ին մասի 2-րդ կետը, հանել հաջորդող գրավ չհանդիսանալու վերաբերյալ չափանիշը և թողնել միայն առաջնային գրավ հանդիսանալու պահանջը՝ սահմանելով. *«Եթե հիփոթեքը առաջնային գրավ է»*:

18. Գտնում ենք, որ «Ապահովված հիփոթեքային պարտատոմսերի մասին»³³ օրենքով սահմանված լրացուցիչ ակտիվների տեսակները իրականում չեն համապատասխանում լրացուցիչ ակտիվների էությունը, չեն կարող իրականացնել գերապահովվածություն (over-collateralisation) գործառնությամբ, ուստի առաջարկում ենք փոփոխել այդ օրենքի 5-րդ հոդվածի 3-րդ մասը և սահմանել հետևյալ կերպ. *«Թողարկողը սույն օրենքի 7-րդ հոդվածի 1-ին մասի 3-րդ կետի չափով պարտավոր է ունենալ լրացուցիչ ակտիվներ, որոնք պետք է համապատասխանեն*

հիմնական ակտիվներում ընդգրկվող ակտիվներին սույն օրենքով սահմանված չափանիշներին»:

19. «Ապահովված հիփոթեքային պարտատոմսերի մասին» ՀՀ օրենքով սահմանված փոխարինող ակտիվներին ցանկում ընդգրկված չեն հենց հիփոթեքային վարկերը, որոնք պետք է համարվեն փոխարինման ենթակա նախընտրելի ակտիվ, ուստի առաջարկում ենք հիմնական ակտիվներին ցանկում ընդգրկել հիփոթեքային վարկերը՝ Օրենքի 5-րդ հոդվածի 2-րդ պարբերությունը և րացնելով 2.1 կետով. *«հիմնական ակտիվներին չափանիշներին համապատասխանող հիփոթեքային վարկերը»:*

20. Ապահովված հիփոթեքային պարտատոմսերի գումարների վերադարձնելի ության մեխանիզմը, որը կոչվում է կրկնակի պահանջի կամ կրկնակի ռեգրեսի կառուցակարգը (dual recourse mechanism) պատշաճ կարգով ներդրված չէ Հայաստանի Հանրապետությունում: Առաջարկում ենք ներդնել հետևյալ կարգավորումները. «Բանկերի, վարկային կազմակերպությունների, ներդրումային ընկերությունների, ներդրումային ֆոնդի կառավարիչների և ապահովագրական ընկերությունների սնանկության մասին» ՀՀ օրենքի 23.2-րդ հոդվածը և րացնել 6.1. մասով՝ սահմանելով. *«6.1. Հիփոթեքային կառավարիչը պետք է իրականացնի ակտիվներին կառավարում և ազդագրող սահմանված կարգով կատարի հիփոթեքային պարտատոմսերով նախատեսված չմարված պարտավորությունների վճարումները մինչև բոլոր պարտավորությունների մարումը, եթե սույն օրենքով սահմանված կարգով չի իրականացվել ակտիվներին գրավի առարկա անշարժ գույքի իրացում և հիփոթեքային պարտատոմսերով նախատեսված պարտավորությունների վաղաժամկետ*

մարում կամ սույն օրենքով սահմանված կարգով
ակտիվները և հիփոթեքային պարտատոմսերի գծով
պարտավորումները չեն փոխանցվել այլ
թողարկողի»: Ինչպես նաև առաջարկում ենք
«Բանկերի, վարկային կազմակերպությունների,
ներդրումային ընկերությունների,
ներդրումային ֆոնդի կառավարիչների և
ապահովագրական ընկերությունների
սնանկություն մասին» ՀՀ օրենքի 23.2-րդ հոդվածը
լրացնել 6.2. մասով՝ սահմանելով. «6.2. Հիփոթեքային
կառավարիչը պարտավոր է հրականացնել
ակտիվներով գրավի առարկա համարվող անշարժ
գույքի հրացում, եթե ապահովման միջոց
հանդիսացող ակտիվները չեն բավարարում
պարտատոմսերի գծով չմարված
պարտավորումները կատարման համար՝ հաշվի
առնելով «Ապահովված հիփոթեքային պարտատոմսերի
մասին» ՀՀ օրենքի 7-րդ հոդվածի 1-ին մասով
նախատեսված չափանիշները»:

21. «Բանկերի, վարկային
կազմակերպությունների, ներդրումային
ընկերությունների, ներդրումային ֆոնդի
կառավարիչների և ապահովագրական
ընկերությունների սնանկության մասին» և
«Բանկերի և բանկային գործունեության մասին» ՀՀ
օրենքներով անհարկի բարձրացվել է
ապահովության մակարդակը՝ սահմանելով, որ
ապահովված ակտիվների հրացումից հետո, եթե չեն
բավարարվել ապահովված հիփոթեքային
պարտատոմսերի սեփականատերերի պահանջները, ապա
ներանք թողարկողի այլ գույքի նկատմամբ ունեն
որպես գրավով ապահովված պարտավորումներ
արտահերթ բավարարում ստանալու իրավունք: Այս
հանգամանքը հակասում է կրկնակի պահանջի (dual recourse

mechanism) կառուցակարգին և պարտատոմսերի սեփականատերերը կարող են պահանջներ կայացնել միայն իրենց պարտավորություններին չբավարարված մասի չափով՝ այլ պարտատերերի հետ հավասար հիմունքներով (pari passu): Այդ կապակցությամբ առաջարկում ենք «Բանկերի, վարկային կազմակերպություններին, ներդրումային ընկերություններին, ներդրումային ֆոնդի կառավարիչներին և ապահովագրական ընկերություններին սնանկության մասին» ՀՀ օրենքի 23.4-րդ հոդվածի 4-րդ մասում «որպես գրավով ապահովված պարտավորություն՝ արտահերթ» բառերը փոխարինել «չապահովված այլ պարտավորություններով պարտատերերի հետ հավասար հիմունքներով» բառերով, իսկ «Բանկերի և բանկային գործունեության մասին» ՀՀ օրենքի 75¹-րդ հոդվածի 2.1. կետի երկրորդ պարբերությունում առկա «որպես գրավով ապահովված պարտավորություն՝ Հայաստանի Հանրապետության քաղաքացիական օրենսգրքի 14.1 գլխի պահանջներին համապատասխան» բառերը փոխարինել «չապահովված այլ պարտավորություններով պարտատերերի հետ հավասար հիմունքներով»:

**ՕԳՏԱԳՈՐԾՎԱԾ ԳՐԱԿԱՆՈՒԹՅԱՆ, ԻՐԱՎԱԿԱՆ ԱԿՏԵՐԻ ԵՎ
ՊՐԱԿՏԻԿԱՅԻՆ ՆՅՈՒԹԵՐԻ ՑԱՆԿ**

Օգտագործված իրավական ակտեր

1. ՀՀ քաղաքացիական օրենսգիրք՝ ընդունված 05.05.1998թ., ՀՀ ՊՏ 1998.08.10/17(50):
2. ՀՀ քրեական օրենսգիրք՝ ընդունված 18.04.2003թ., ՀՀ ՊՏ 2003.05.02/25(260) Հոդ. 407:
3. «Բանկերի և քանկային գործունեության մասին» ՀՀ օրենք՝ ընդունված՝ 30.06.1996թ., ՀՀ ԱԺՏ 1996/12, ՀՕ-68:
4. «Բաժնետիրական ընկերությունների մասին» ՀՀ օրենք՝ ընդունված 25.09.2001թ., ՀՀ ՊՏ 2001.11.06/34(166) Հոդ. 831:
5. «Սահմանափակ պատասխանատվությամբ ընկերությունների մասին» ՀՀ օրենք՝ ընդունվել է 24.10.2001թ., ՀՀ ՊՏ 2001.12.07/38(170) Հոդ. 910 - հղում 123:
6. «Բանկերի, վարկային կազմակերպությունների, ներդրումային ընկերությունների, ներդրումային ֆոնդի կառավարիչների և ապահովագրական ընկերությունների սնանկության մասին» ՀՀ օրենք՝ ընդունված 06.11.2001թ., ՀՀ ՊՏ 2001.12.15/40(172) Հոդ. 958:
7. «Տեղական ինքնակառավարման մասին» ՀՀ օրենք՝ ընդունված 07.05.2002թ., ՀՀ ՊՏ 2002.06.21/21(196) Հոդ. 473:
8. «Վարկային կազմակերպությունների մասին» ՀՀ օրենք՝ ընդունված 29.05.2002թ., ՀՀ ՊՏ 2002.07.03/23(198) Հոդ. 526:

9. «Յաշվապահական հաշվառման մասին» ՀՀ օրենք՝ ընդունված 26.12.2002թ., ՀՀ ՊՏ 2003.02.12/9(244) Հոդ.1548:
10. «Հիմնադրամների մասին» ՀՀ օրենք՝ ընդունված 26.12.2002թ., ՀՀ ՊՏ 2003.02.12/9(244) Հոդ.155:
11. «Գրավատներին և գրավատնային գործունեության մասին» ՀՀ օրենք՝ ընդունված 03.12.2003թ., ՀՀ ՊՏ 2003.12.30/64(299) Հոդ.1289:
12. «Նվազագույն ամսական աշխատավարձի մասին» ՀՀ օրենք՝ ընդունված 17.12.2003թ., ՀՀ ՊՏ 2004.01.16/3(302) Հոդ.43:
13. «Արժույթային վերահսկողության և արժույթային կարգավորման մասին» ՀՀ օրենք՝ ընդունված 24.11.2004թ., ՀՀ ՊՏ 2004.12.28/72(371) Հոդ.1456:
14. «Ֆիզիկական անձանց բանկային ավանդների հատուցումը երաշխավորելու մասին» ՀՀ օրենք՝ ընդունված 24.11.2004թ., ՀՀ ՊՏ 2004.12.28/72(371) Հոդ.1463:
15. «Արժեթղթերի շուկայի մասին» ՀՀ օրենք՝ ընդունված 11.10.2007թ., ՀՀ ՊՏ 2007.10.31/53(577) Հոդ.1098:
16. «Ապահովագրության և ապահովագրական գործունեության մասին» ՀՀ օրենք՝ ընդունված 09.04.2007թ., ՀՀ ՊՏ 2007.05.30/27(551) Հոդ.647:
17. «Պետական պարտքի մասին» ՀՀ օրենք՝ ընդունված 26.05.2008թ., ՀՀ ՊՏ 2008.06.25/39(629) Հոդ.627:
18. «Փողերի լվացման և ահաբեկչության ֆինանսավորման դեմ պայքարի մասին» ՀՀ օրենք՝ ընդունված 26.05.2008թ., ՀՀ ՊՏ 2008.07.02/41(631) Հոդ.658:
19. «Ակտիվների արժեթղթավորման և ակտիվներով ապահովված արժեթղթերի մասին»՝ ընդունված 26.05.2008թ., ՀՀ ՊՏ 2008.07.02/41(631) Հոդ.674:
20. «Ապահովված հիփոթեքային պարտատոմսերի մասին» ՀՀ օրենքի ընդունված 26.05.2008թ., ՀՀ ՊՏ 2008.07.02/41(631) Հոդ.675

21. «Սպառողական կրեդիտավորման մասին» ՀՀ օրենք՝ ընդունված 17.06.2008թ., ՀՀ ՊՏ 2008.07.23/47(637) Հոդ.775:
22. «Կուտակային կենսաթոշակների մասին» ՀՀ օրենք՝ ընդունված 22.12.2010թ., ՀՀ ՊՏ 2010.12.30/69(803).1 Հոդ.1634.18:
23. «Ներդրումային ֆոնդերի մասին» ընդունված ՀՀ օրենք՝ ընդունված 22.12.2010թ., ՀՀ ՊՏ 2010.12.30/69(803).1 Հոդ.1634.19:
24. «Եկամտային հարկի մասին» ՀՀ օրենք՝ ընդունված 22.12.2010թ., ՀՀ ՊՏ 2010.12.30/69(803).1 Հոդ.1634.20:
25. ՀՀ կառավարության 27.12.2007թ. ընդունված «Հայաստանի Հանրապետության պետական (գանձապետական) պարտատոմսերի թողարկման պայմանները, Հայաստանի Հանրապետության պետական (գանձապետական) պարտատոմսերի տեղաբաշխման, շրջանառության և մարման սպասարկման կարգերը հաստատելու և Հայաստանի Հանրապետության կառավարության 2004 թվականի հունիսի 3-ի N 1103-Ն որոշումն ուժը կորցրած ճանաչելու մասին» N 1580-Ն որոշում (ՀՀ ՊՏ 2008.01.23/4(594), հոդ.84):
26. ՀՀ կառավարության 19.10.2006թ. ընդունված «Հայաստանի Հանրապետության պետական (գանձապետական) խնայողական արժեկտրոնային պարտատոմսերի թողարկման պայմանները, Հայաստանի Հանրապետության պետական (գանձապետական) խնայողական արժեկտրոնային պարտատոմսերի տեղաբաշխման և մարման սպասարկման կարգը հաստատելու մասին» N 1606-Ն որոշում (ՀՀ ՊՏ 2006.12.06/62(517) Հոդ.1262):

ՀՀ կենտրոնական բանկի խորհրդի որոշումներ.

27. «Ազդեցությունը հաշվետու թողարկողների հաշվետվուն թյուններ» կանոնակարգ 4/04-ը հաստատելու մասին՝ ընդունված 11.03.2008թ., ՀՀԳՏ 2008.04.15/12(286)Հոդ.116:
28. «Արժեթղթերի կենտրոնացված ռեեստրավարման և պահառություն կարգը» կանոնակարգ 5/10-ը հաստատելու և Հայաստանի Հանրապետության կենտրոնական բանկի խորհրդի 2011 թվականի մարտի 1-ի թիվ 44-և որոշումն ուժը կորցրած ճանաչելու մասին՝ ընդունված 16.10.2012թ., ՀՀԳՏ 2012.12.03/29(442)Հոդ.281:
29. «Արժեթղթերի կենտրոնացված ռեեստրավարման և պահառություն կարգը» կանոնակարգ 5/10-ը հաստատելու և Հայաստանի Հանրապետության կենտրոնական բանկի խորհրդի 2011 թվականի մարտի 1-ի թիվ 44-և որոշումն ուժը կորցրած ճանաչելու մասին» ընդունված 16.10.2012թ., ՀՀԳՏ 2012.12.03/29(442)Հոդ.281:
30. «Արժեթղթերի շուկայի կարգավորման կանոնագիրքը» հաստատելու մասին՝ ընդունված 05.12.2006թ., ՀՀԳՏ 2007.03.23/9.1 Հոդ.153.1:
31. «Արժույթային արժեքների փոխադրման, առաքման, ներմուծման, արտահանման և հայտարարագրման» կարգը հաստատելու և Հայաստանի Հանրապետության կենտրոնական բանկի խորհրդի 1998 թվականի օգոստոսի 26-ի թիվ 173 որոշումն ուժը կորցրած ճանաչելու մասին՝ ընդունված 29.07.2005, ՀՀԳՏ 2006.01.09/2(211)Հոդ.8:
32. «Բանկերի գործունեության կարգավորումը, բանկային գործունեության հիմնական տնտեսական նորմատիվները» կանոնակարգ 2-ը հաստատելու մասին՝ ընդունված 09.02.2007թ., ՀՀԳՏ 2007.05.15/13(253)Հոդ.205:

33. «Ջայաստանի Հանրապետության կենտրոնական բանկի կողմից թողարկվող կարճաժամկետ պետական պարտատոմսերի թողարկման, տեղաբաշխման, շրջանառության և մարման սպասարկման կարգը» հաստատելու մասին՝ ընդունված 07.04.2005թ., ՀՀԳՏ 2005.04.20/10(187) Հոդ. 122:
34. «Ներդրում մային ֆոնդերի ներդրում մային սահմանափակումները» կանոնակարգ 10/10-ը հաստատելու մասին՝ ընդունված 06.12.2011թ., ՀՀԳՏ 2012.02.01/3(416) Հոդ. 17:
35. «Վարկային կազմակերպությունների գործունեության կարգավորումը, վարկային կազմակերպությունների գործունեության տնտեսական նորմատիվները» կանոնակարգ 14-ի՝ ընդունված 05.11.2002թ., ՀՀԳՏ 2002.12.30/32.1 Հոդ. 363:
36. «Վարկային կազմակերպությունների գործունեության կարգավորումը, վարկային կազմակերպությունների գործունեության տնտեսական նորմատիվները» կանոնակարգ 14-ը հաստատելու մասին՝ ընդունված 05.11.2002թ., ՀՀԳՏ 2002.12.30/32.1 Հոդ. 363:

Օտար երկրյա իրավական ակտեր

37. ԽՍՀՄ իրավական ակտ.

Постановление Совмина СССР от 21.12.1989 N 1119 (ред. от 07.07.1990) "О выпуске государственных целевых беспроцентных займов" (http://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_32361/)

38. Ռուսաստանի Դաշնության իրավական ակտեր.

38.1. Гражданский Кодекс Российской Федерации Часть вторая 26.01.1996 N 14-ФЗ (<http://base.consultant.ru/cons/cgi/online.cgi?req=doc;base=LAW;n=182037>):

38.2. Федеральный закон Российской Федерации "Об особенностях эмиссии и обращения государственных и муниципальных ценных бумаг", 29.07.1998, N 136-ФЗ (<http://base.consultant.ru/cons/cgi/online.cgi?req=doc;base=LAW;n=131175;fld=134;dst=16;md=189271.6128952340222895;;ts=01892716302369614131749>):

38.3. Федеральный закон от 22.04.1996 N 39-ФЗ (ред. от 30.12.2015) "О рынке ценных бумаг" (https://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_10148/):

38.4. Федеральный закон от 11.11.2003 N 152-ФЗ (ред. от 30.12.2015) "Об ипотечных ценных бумагах", (https://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_44997/):

38.5. Постановление Правительства РФ от 27.07.1998 N 861 "О Генеральных условиях эмиссии и обращения государственных облигаций, погашаемых золотом" (https://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_19637/04e5083825bea0ac15e3822d85bb52be4ffa0d3f/)

38.6. "Положение о стандартах эмиссии ценных бумаг, порядке государственной регистрации выпуска (дополнительного выпуска) эмиссионных ценных бумаг, государственной регистрации отчетов об итогах выпуска (дополнительного выпуска) эмиссионных ценных бумаг и регистрации проспектов ценных бумаг" утв. Банком России 11.08.2014 N 428-П (<http://base.consultant.ru/cons/cgi/online.cgi?req=doc;base=LAW;n=189140;fld=134;dst=100000001,0;rnd=0.9044398788696364>)

39. Եվրոպական միությունի րազակալան ակտեր .

39.1. Consultation Document Covered Bonds In The European Union, European Commission, 2015, Brussels (http://ec.europa.eu/finance/consultations/2015/covered-bonds/docs/consultation-document_en.pdf,

39.2. Directive 2003/71/EC Of The European Parliament And Of The Council of 4 November 2003 on the prospectus to be published when securities are offered to the public or admitted to trading and amending Directive 2001/34/EC, <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/PDF/?uri=CELEX:32003L0071&from=EN>) :

39.3. Note On Statutory Dematerialisation Across The European Union http://ec.europa.eu/internal_market/financial-markets/docs/certainty/background/30_8_5_martinez-calcerrada_en.pdf

39.4. EBA Report On EU Covered Bond Frameworks And Capital Treatment, European Banking Authority, 2014 (<https://www.eba.europa.eu/documents/10180/534414/EBA+Report+on+EU+Covered+Bond+Frameworks+and+Capital+Treatment.pdf>)

40. Գերմանիայի քաղաքացիական օրենսգրքի րապարակած 2 հոկտեմբերի 2002թ. (http://www.gesetze-im-internet.de/englisch_bgb/englisch_bgb.html#p3405):

41. Գերմանիայի ապահովված պարտատոմսերի մասին օրենք՝ Pfandbrief Act, 22.05.2005թ .

([https://www.pfandbrief.de/cms/_internet.nsf/0/3C18276731304117C1257F06004A2571/\\$FILE/E_N_PfandBG_11.2015.pdf?OpenElement](https://www.pfandbrief.de/cms/_internet.nsf/0/3C18276731304117C1257F06004A2571/$FILE/E_N_PfandBG_11.2015.pdf?OpenElement)):

42. Ֆրանսիայի առևտրային օրենսգիրք (<https://www.legifrance.gouv.fr/Traductions/en-English/Legifrance-translations>):
43. ԱՄՆ Արժեթղթերի մասին օրենք՝ Securities Act Of 1933 (<http://www.sec.gov/about/laws/sa33.pdf>):
44. Մեծ Բրիտանիայի կանոնակարգող թղթային արժեթղթերի վերաբերյալ՝ The Uncertificated Securities Regulations 2001, Companies No. 3755 (http://www.legislation.gov.uk/ukxi/2001/3755/pdfs/ukxi_20013755_en.pdf):
45. Իտալիայի ֆինանսների վերաբերյալ օրենք՝ Legislative Decree No. 58 Of 24 February 1998 Consolidated Law On Finance Pursuant To Articles 8 and 21 Of Law No. 52 of 6 February 1996 (http://www.consob.it/mainen/documenti/english/laws/fr_decree58_1998.htm#sdfootnote1sym):

Պրակտիկայի նյութեր

1. ՀՀ վճռաբեկ դատարանի 2014թ. մայիսի 8-ին կայացրած որոշումը թիվ ԵԱԲ Դ/1459/02/10 քաղաքացիական գործով (<http://www.arlis.am/>):
2. ՀՀ վճռաբեկ դատարանի 2009թ. հունիսի 24-ին կայացրած որոշումը թիվ ԱՎ Դ/4/0145/02/08 քաղաքացիական գործով (<http://www.arlis.am/>):
3. ՀՀ վճռաբեկ դատարանի 2010թ. դեկտեմբերի 3-ին կայացրած որոշումը թիվ ՎԴ/5086/05/09 վարչական գործով (<http://www.arlis.am/>):
4. ՀՀ վճռաբեկ դատարանի 2010թ. դեկտեմբերի 3-ին կայացրած որոշումը թիվ ՎԴ/5087/05/09 վարչական գործով (<http://www.arlis.am/>):
5. ՀՀ վճռաբեկ դատարանի 2010թ. դեկտեմբերի 3-ին կայացրած որոշումը թիվ ՎԴ/5088/05/09 վարչական գործով (<http://www.arlis.am/>):

6. ՀՀ վճռաբեկ դատարանի 2012թ. հոկտեմբերի 19-ի կայացրած որոշումը թիվ ԵՃԴ/0177/02/11 քաղաքացիական գործով (<http://www.arlis.am/>):

7. ՀՀ վճռաբեկ դատարանի 2007թ. օգոստոսի 1-ին կայացրած որոշումը թիվ 3-1161 (ՏԴ) քաղաքացիական գործով (<http://www.arlis.am/>):

8. ՌԴ Բարձրագույն արբիտրաժային դատարանի կողմից կայացված № 13877/09, 25.02.2010թ. (http://www.arbitr.ru/bras.net/f.aspx?id_casedoc=1_1_9558abfc-1ac4-4357-abb7-1009bf1fa9df)

գործով կայացված որոշումը :

Տեսական աղբյուրներ

1. Ավետիսյան Վ. Դ., Կորպորատիվ իրավահարաբերությունների արդի հիմնահարցերը Հայաստանի Հանրապետությունում (տնտեսական ընկերությունների օրինակով) - Երևան: ԵՊՀ հրատ., 2013.- 400 էջ - հղում 50:
2. Բարսեղյան Ս. Կ., Հայաստանի Հանրապետության քաղաքացիական իրավունք: Առաջին մաս. (Երրորդ հրատարակություն)- Երևանի պետ. համալս.- Երևանի համալս. հրատ., 2006թ. 560 էջ - հղումներ 75, 121:
3. Բարսեղյան Ս., Հայկյանց Ա., Ղարախանյան Գ., Մեղրյան Ս., Հայաստանի Հանրապետության քաղաքացիական իրավունք: Երկրորդ մաս. Երկրորդ հրատարակություն, փոփոխություններով և լրացումներով.- Երևանի պետ. համալս.- Երևան: ԵՊՀ հրատ., 2008.- 560 էջ - հղում 22:
4. Դավթյան Ս.Մ., Արժեթղթերով գործառնություններ, Երևան: Տիգրան Մեծ, 2003.- 312 էջ - հղում 15:

5. Մեղիք չանյան Լ. Ռ., Արժեթղթերի բնութագրիչ հատկանիշները, Պետություն և իրավունք, Երևան, 2012, թիվ 1-2(55-56), էջեր 19-25 - հղումներ 23, 27, 93:
6. Մեղրյան Ս. Գ., Ոչ փաստաթղթային արժեթղթեր, Իրավագիտության հարցեր, Երևան, 2000, թիվ 34, էջեր 60-62:
7. Մեղրյան Ս. Գ., Վարկային և հաշվարկային հարաբերությունների քաղաքացիաիրավական կարգավորումը, Երևան, ԵՊՀ հրատ., 2000, էջեր 18-19:
8. Մխիթարյան Ս. Համառոտ տեղեկություններ արժեթղթերի շուկայի և ակտիվների ներդրումային կառավարման վերաբերյալ, Կեսսաթոշակային համակարգի իրազեկման կենտրոն - Երևան, 2014 - 72 էջ - հղում 38:
9. Агарков М.М.. Учение о ценных бумагах - Москва: Финансовое издательство НКФ СССР, 1927, 167 էջ - հղումներ 70, 98, 160:
10. Ашиткова Т. В., Бут Н. Д., Викторов И. С., Звягинцев Д. А., Хаснутдинов А. И. Рынок ценных бумаг: правовое регулирование. - Москва: Олма-Пресс, 2002. - 447 էջ - հղում 26:
11. Аюпов А.А., Иванов М.Е., Белобородова М.А.. Рынок ценных бумаг: учебное пособие - Казань: "Отечество", 2013. - 274 էջ - հղում 12:
12. Белов В. А., Ценные бумаги в Российском гражданском праве - Москва, Учебно-консультационный центр "ЮрИнфоР", 1996. - 448 էջ - հղումներ 30, 79:
13. Белов В.А., Еще раз о проблеме бездокументарных ценных бумаг// Правоведение. - 2008, N2, էջեր 211-231 - հղում 79:
14. Белов В.А., Бездокументарные ценные бумаги. - 3-е изд. - Москва: Учебно-консультационный центр "ЮрИнфоР", 2003, էջեր 80-93 - հղում 79:
15. Белов В.А., Ценные бумаги в российском гражданском праве: Учебное пособие по специальному курсу. Изд.-е 2-е, Том II. ЮрИнфоР - Москва, 2007 - 671 էջ - հղում 120:
16. Бер Х. П. Секьюритизация активов: секьюритизация финансовых активов - инновационная техника финансирования банков/ пер. с нем. (Ю. М. Алексеев, О. М. Иванов). - Москва, Волтерс Клувер, 2007 - 624 էջ - հղումներ 177, 182, 197, 211, 221:
17. Берзона Н. И., Рынок ценных бумаг: Учебник для бакалавров.- 3-е изд., Москва, Издательство Юрайт, 2013. - 537 էջ - հղում 9:

18. Богустов А. А., Сравнительно-правовой анализ категорий «документарная ценная бумага» и «бездокументарная ценная бумага», Проблемы гражданского права и процесса: сборник научных статей.-Гродно: ГрГУ, 2012, Ё э ё р 18-40 – һ һ п л ў 80:
19. Бойс М., Саус Е. Сделки секьюритизации на европейском рынке: медленное восстановление, Журнал “Энциклопедия Российской Секьюритизации”, 2014 – Ё э ё р 30-39 – һ һ п л ў 186, 187, 190:
20. Брагинский М. И., Витрянский В. В. Договорное право: общие положения. Москва, 1997, 682 Ё э – һ һ п л ў 99:
21. Бушев А. Ю., Виндикация бездокументарных ценных бумаг: теория и судебно-арбитражная практика. Журнал “Теория и Практика”, Арбитражные споры N 2 (22)/ 2003, Ё э ё р 87–109 – һ һ п л ў 74, 84:
22. Бушев А. Ю., Скворцов О. Ю. Акционерное право. Вопросы теории и судебно-арбитражной практики. Москва, 1997, 172 Ё э – һ һ п л ў 147:
23. Габов А. В. Ценные бумаги: вопросы теории и правового регулирования рынка. Москва: Статут, 2011. - 1104 Ё э – һ һ п л ў ў ё р 31, 41:
24. Гордон В.М., Система советского торгового права: Обзор действующего законодательства по внутренней торговле. Юридическое издательство Н. К. Ю. УССР, Харьков, 1924. - 132 Ё э – һ һ п л ў 28:
25. Демушкина Е. Безналичные ценные бумаги– фикция или реальность// Журнал “Рынок ценных бумаг”. 1996. № 18 Ё э ё р 68-72, № 19. Ё э ё р 22-26, № 20 Ё э ё р 68-69 – һ һ п л ў ў ё р 74, 84:
26. Иоффе О.С. Правоотношение по советскому гражданскому праву. Ленинград: Из-во Ленинградского ун-та, 1949. - 144 Ё э – һ һ п л ў 105:
27. Калинин С., Ушаков О., Фильчуков А. “Закон о секьюритизации: новые возможности”, Журнал “Энциклопедия Российской Секьюритизации”, 2014, Ё э ё р 143-149 – һ һ п л ў ў ё р 200, 219:
28. Кашеев Н., Голубев И., История развития рынка секьюритизации: от США до Китая, Журнал “Энциклопедия Российской Секьюритизации”, 2015 – Ё э ё р 18-21 – һ һ п л ў ў ё р 187, 201:
29. Корчагин Ю. А. Рынок ценных бумаг. – 2-е изд., доп. и перераб. – Ростов-на-Дону: Феникс, 2008. – 495 Ё э – һ һ п л ў 7:
30. Коршунова Ж.В. Правовой режим безбумажных ценных бумаг // Актуальные проблемы науки и практики коммерческого права: Сб. научных трудов. Вып.3. СПб., 2000. Ё э ё р 49-60 – һ һ п л ў 74:

31. Крашенинников Е. А. Ценные бумаги на предъявителя., Ярославль, 1995 – 95 է ջ (Журнал "Правоведение"/1996/№ 1), - հ դ ո լ մ ն Ե ո 102, 106, 108, 111, 113, 114, 160:
32. Лазурина М. Е., Крашенинникова Л. Е. К определению ценных бумаг // Очерки по торговому праву. Сб. научн. трудов. Вып. 1. Ярославль, 1994. - է ջ Ե ո 66-69 - հ դ ո լ մ ն 29:
33. Лассен Т., Преимущественное право инвесторов при банкротстве банка-эмитента ипотечных облигаций в Европе, Журнал “Энциклопедия Российской Секьюритизации”, 2014, - է ջ 176-183 – հ դ ո լ մ ն Ե ո 245, 248:
34. Лебедев К. К., Защита прав обладателей бездокументарных ценных бумаг (материально- и процессуально-правовые аспекты разрешения споров, связанных с отчуждением бездокументарных ценных бумаг, Москва: Волтерс Клувер, 2007, 176 է ջ - հ դ ո լ մ ն Ե ո 73, 76, 81:
35. Лысихин И. Давайте разберемся в дефинициях // Журнал “Рынок ценных бумаг”. 1996. № 17. է ջ Ե ո 37-40 - հ դ ո լ մ ն 74:
36. Майфат А.В. Гражданско-правовые конструкции инвестирования: монография, Москва - Волтерс Клувер, 2006. - 328 է ջ - հ դ ո լ մ ն 13:
37. Нерсесов Н. О. О бумагах на предъявителя с точки зрения гражданского права. Университетская типография - Москва., 1889. - 192 է ջ - հ դ ո լ մ ն 32:
38. Редькин И. В. Меры гражданско-правовой охраны прав участников отношений в сфере рынка ценных бумаг. Москва, 1997. 112 է ջ - հ դ ո լ մ ն 100:
39. Решетина Е. Н. Правовая природа корпоративных эмиссионных ценных бумаг. Москва 2005, 160 է ջ - հ դ ո լ մ ն Ե ո 83, 119:
40. Роббе Ж. Ж. В., Али П. ; Секьюритизация и право: пер. с англ. – Москва: Волтерс Клувер, 2008 – 600 է ջ - հ դ ո լ մ ն 204:
41. Роуз П. С. Банковский менеджмент: Предоставление финансовых услуг : пер. с англ./ Под общ. рук. М. В. Белова, др. . - Москва : Дело, 1997 – 743 է ջ - հ դ ո լ մ ն 196:
42. Саватье Р. Теория обязательств/ Пер. с фр. Р. О. Халфиной. Издательство «Прогресс», Москва 1972 – 440 է ջ - հ դ ո լ մ ն 94:
43. Селивановский А. С., Правовые риски ипотечного агента // Хозяйство и право. 2005. № 8 – է ջ Ե ո 50-57 - հ դ ո լ մ ն 195:
44. Синенко А.Ю. "Эмиссия корпоративных ценных бумаг: правовое регулирование, теория и практика" Москва, "Статут", 2002 – 223 է ջ - հ դ ո լ մ ն Ե ո 137, 152:
45. Степанов Д. Вопросы теории и практики эмиссионных ценных бумаг // Хозяйство и право. 2002. № 3. է ջ Ե ո 64 – 80 - հ դ ո լ մ ն Ե ո 34, 74, 160:
46. Суханов Е. А., Обязательственное право: Учебник: В 2 т. Т. II: Отв. ред. Е. А. Суханов.-4-е изд., стереотип. – Москва: Статут, 2015, 1208 է ջ - հ դ ո լ մ ն 217:

47. Суханов Е. А., Российское гражданское право: Учебник: В 2 т. Т. I: Общая часть/ Отв. ред. Е. А. Суханов.-4-е изд., стереотип. – Москва: Статут, 2015, 958 է ջ – հ ղ ո լ Մ Ն Ե ը 6, 72, 78:
48. Сучков А., Рынок секьюритизации: итоги-2013 и проблемы развития, Журнал “Энциклопедия Российской Секьюритизации” 2014 – է ջ Ե ը 40-47 – հ ղ ո լ Մ Ն Ե ը 189, 216:
49. Танимов О.В. Развитие юридических фикций в эпоху Нового времени // Право. Журнал Высшей школы экономики. 2014. № 4, է ջ Ե ը 4-18:
50. Улюкаев С., Секьюритизация активов и секьюритизация банковских активов: как отличать, понимать и трактовать?, Электронная публикация журнала «Экономическая политика». 2010. № 1-э) - 10 է ջ (http://www.ep.ane.ru/pdf/online/EPonline_1-2010_ulukaev1.pdf) - հ ղ ո լ Մ Ն Ե ը 194:
51. Шарп Ф. У., Александер Г. Дж., Бейли Дж. В. “Инвестиции”: Пер. с. англ. – Москва: ИНФРА-М, 2015 – XII, 1028 է ջ – հ ղ ո լ Մ Ն Ե ը 62:
52. Шевченко Г. Н. Эмиссионные ценные бумаги: понятие, эмиссия, обращение, Москва: Статут, 2006. - 271 է ջ – հ ղ ո լ Մ Ն Ե ը 35, 138, 160:
53. Шершеневич Г.Ф.. Учебник русского гражданского права (по изданию 1907 г.) / Вступительная статья, Е.А. Суханов. – Москва: Фирма «СПАРК», 1995. – 556 է ջ – հ ղ ո լ Մ Ն Ե ը 104:
54. Arteta C. and Stocker M. „Negative interest rates in Europe: A Glance at Their Causes and Implications, Global Economic Prospects, World Bank Group – Washington, June 2015, է ջ 13-19 – հ ղ ո լ Մ Ն Ե ը 56:
55. Carbó-Valverde S., Rosen R. J., Rodríguez-Fernández F. “Are Covered Bonds a Substitute For Mortgage-Backed Securities?”, (November 2011), FBR of Chicago Working Paper No. 2011-14, է ջ 43 – հ ղ ո լ Մ Ն Ե ը 179:
56. Charles W. Calomiris, Charles P. Himmelberg, Paul Wachtel, Commercial paper, corporate finance, and the business cycle: microeconomic perspective, 1995 - Elsevier Science B.V. , Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy, North-Holland - է ջ Ե ը 203-250 – հ ղ ո լ Մ Ն Ե ը 36:
57. Copeman J., Bafi A., Chemla D., Smith H., Friedrich B., Lutz G. Prospectus liability in Europe and the US, Plc Global Counsel Magazine, Մ Ե Ս Մ Ե Մ Բ Ե ը 2003, է ջ Ե ը 39-47 – հ ղ ո լ Մ Ն Ե ը 142:
58. Dempster M. A.H., Medova E. A., Villaverde M. Long-term interest rates and consol bond valuation, 2010 Macmillan Publishers Ltd. Journal of Asset Management Vol. 11, 2/3, Basingstoke - է ջ Ե ը 113-135 – հ ղ ո լ Մ Ն Ե ը 52:
59. Frank J. Fabozzi, Bond Markets, Analysis, And Strategies, eight edition – Pearson, Boston - 2013, - 744 է ջ – հ ղ ո լ Մ Ն Ե ը 48, 51, 55, 60, 117, 180, 202, 206:

60. Garbade K. D. Origins of the Federal Reserve Book-Entry System, Federal Reserve Bank of New York Economic Policy Review, December 2004, է ջ Ե թ 33-50 – հ ղ ն Լ Մ 71:
61. Golin J., Covered Bonds beyond Pfandbriefe: Innovations, Investment and Structured Alternatives, 2006, Euromoney Institutional Investor Plc, London – 327 է ջ – հ ղ ն Լ Մ Խ Ե թ 225, 227:
62. Gorton G. B., Souleles N. S. , ‘ ‘ Special Purpose Vehicles and Securitization’ ’ , Volume: The Risks of Financial Institutions, University of Chicago Press, 2007– է ջ Ե թ 549-602 – հ ղ ն Լ Մ 208:
63. Gosrani n., Gray A. The next chapter Creating an understanding of Special Purpose Vehicles, PricewaterhouseCoopers LLP, the United Kingdom, 2011 – 11 է ջ – հ ղ ն Լ Մ 209:
64. Grossmann R., “Overview of covered bonds”, European Covered Bond Fact Book, ECBC publication, 2015, 10-ր դ հ թ ա տ ա թ ա կ չ ն Լ թ յ ն Լ Խ , է ջ Ե թ 107-118 – հ ղ ն Լ Մ Խ Ե թ 228, 232:
65. Hou D., Skeie D. LIBOR: Origins, Economics, Crisis, Scandal, and Reform, Federal Reserve Bank of New York Staff Reports, no. 667 March 2014 – 18 է ջ – հ ղ ն Լ Մ 54:
66. James A. Rosenthal, Juan M. Ocampo «Securitization of credit: inside the new technology of finance», John Wiley & Sons, Texas, 1988 – 266 է ջ – հ ղ ն Լ Մ 181:
67. José María Serena Garralda, Financial Disintermediation In International Markets And Global Banks, «Estabilidad Financiera» ա մ ա ա գ ի թ , N 26, 5/2014 – է ջ Ե թ 109-132 – հ ղ ն Լ Մ 178:
68. Kothari V., Securitization – The financial instrument of the future, John Wiley & Sons (Asia), Singapore, 2006 – 992 է ջ – հ ղ ն Լ Մ 212:
69. Nyawata O. Treasury Bills and/or Central Bank Bills for Absorbing Surplus Liquidity: The Main Considerations, IMF Working Paper Monetary and Capital Markets Departments, WP/12/40 January 2012, 39 է ջ – հ ղ ն Լ Մ 37:
70. Silver A. Original Issue Deep Discount Bonds, Federal Reserve Bank of New York, Quarterly Review/Winter, 1981-1982, է ջ 18-28 – հ ղ ն Լ Մ 53:

Ա տ Ե Խ ա խ ո ս ն Լ թ յ ն Լ Խ Ե թ Լ ս Ե ղ մ ա գ թ Ե թ

71. Абрамов С. Г. Облигации на первичном рынке ценных бумаг: Аспекты гражданско-правового регулирования и уголовно-правовой ответственности, Дисс. ... канд. юрид. наук, Москва - 2002, 203 է ջ – հ ղ ն Լ Մ 118:

72. Бутина И. Н., *Акции как ценные бумаги и гражданско-правовая защита прав и законных интересов их владельцев: Автореф. дисс. ... канд. юрид. наук: Москва, 2007 - 24 է ջ - հ ղ ու մ 95:*
73. Ишутина О. В. *Государственные и муниципальные ценные бумаги: Вопросы правовой идентификации: Автореф. дисс. ...канд. юрид. наук. Екатеринбург, 2004, 22 է ջ - հ ղ ու մ 24:*
74. Коршунова Ж. В. *Облигации как вид ценных бумаг по законодательству Российской Федерации, Дисс. ... канд. юрид. наук, Санкт-Петербург 2008, 218 է ջ - հ ղ ու մ ն է ր 107, 112, 114, 120, 136, 149, 155:*
75. Можаровский Е. В. *Секьюритизация активов в финансах организаций , Дисс. ... канд. экон. наук., Самара 2015, 153 է ջ - հ ղ ու մ 188:*
76. Николаевна А. Л. *Рейтинг ценных бумаг: Основы теории и практика - Дисс. ... канд. экон. наук., Москва 2002, 179 է ջ - հ ղ ու մ 65:*
77. Радченко Е. Б. *Государственные ценные бумаги России И Сша: Автореф. дисс. ...канд. юрид. наук. Москва, 2003, 22 է ջ - հ ղ ու մ 25:*
78. Сазонов С. А. *Правовое регулирование облигаций и их обращения на рынке ценных бумаг России, Дисс. ... канд. юрид. наук., Москва - 2007, 224 է ջ - հ ղ ու մ 33:*
79. Удальцова Н. Г. *Правовая природа первичного публичного предложения (размещения) ценных бумаг, Автореферат дисс. ... канд. юрид. наук., Москва-2010, 26 է ջ - հ ղ ու մ 114:*
80. Файзутдинов И. Ш. *Акции по российскому законодательству: Автореф. дисс. ... канд. юрид. наук. Москва, 1994. է ջ 25 - հ ղ ու մ 148:*
81. Чуваков В. Б. *Правовая природа ценных бумаг, Дисс. ... канд. юрид. наук., Ярославль - 2004, 163 է ջ - հ ղ ու մ ն է ր 101, 103, 112, 114:*