

# ԻՐԱՎԱԲԱՆԱԿԱՆ ԱԿՆԱՐԿ

**ՓՈՔՐ ԹՈՂԱՐԿՈՒՄՆԵՐ ԵՎ ԻՐԱՑՎԵԼԻՈՒԹՅԱՆ ՖԻՆԱՆՍԱՎՈՐՄԱՆ ՄԻՋՈՑՈՎ ԱԶԱԿՑՈՒԹՅՈՒՆ ՏՆՏԵՍԱԿԱՆ ԳՈՐԾՈՒՆԵՈՒԹՅԱՆԸ. ԴԺՎԱՐ ԺԱՄԱՆԱԿՆԵՐՈՒՄ ՊԵՏՈՒԹՅԱՆ ԴԵՐԻ ՄԱՍԻՆ ՄՏՔԵՐ**



## ՆԵՐԱԾՈՒԹՅՈՒՆ

Վերջին շաբաթներին մենք ականատես եղանք COVID-19-ի՝ համաշխարհային տնտեսության վրա բացասական ազդեցությանը: Ֆինանսական շուկաներ, բանկեր և այլ ոլորտներ կանգնել են տնտեսական մեծ ճգնաժամի առաջ:

Այս ընդհանուր անհանգստացնող պատկերի

COVID-19 համաճարակի բացասական ազդեցությունը հայրենական բիզնեսի վրա մեծ է: Հենց այդ պատճառով էլ ի հավելումն աջակցության առկա փաթեթների, ցանկալի է մշակել նաև այլ՝ այլընտրանքային և նորարար ներդրումային և ֆինանսավորման փաթեթներ: Այս ակնարկում մենք քննարկում ենք արժեթղթերի հրապարակային առաջարկի վերաբերյալ կարգավորումներն այդ նպատակով օգտագործելու հնարավորությունները:

մեջ որոշակի ոլորտներ, այնուամենայնիվ, ավելի շատ են տուժում, քան մյուսները: Այսպես, տուրիզմի, հյուրընկալության և ճամփորդության ոլորտների ծառայություններ մատուցող, ինչպես նաև արտադրության մի շարք բնագավառներում գործունեություն իրականացնող շատ ՓՄՁ-ների առջև ծառայած մարտահրավերներն ավելին, քան լուրջ են այն փաստի ուժով, որ այդ ոլորտները կանգնած են տոտալ փլուզման եզրին: Սա էլ իր հերթին ճակատագրական է դառնում (դա հաճախ դրսևորվում է աշխատանքի կորստով) այդ ոլորտների վարձու աշխատողների համար:

Վերոնշյալ հանգամանքներում խոցելի բիզնեսներին աջակցություն ցուցաբերելու նպատակով շատ կառավարություններ և միջազգային ֆինանսական հաստատություններ ձեռնարկում են աջակցության ծրագրեր: Ավելի վաղ մենք ՀՀ կառավարության աջակցության ծրագրերի վերաբերյալ երկու իրավաբանական ակնարկ ենք հրապարակել ([Կառավարության աջակցության փաթեթ](#) և [Աջակցություն ՓՄՁ-ներին](#)): Առաջինը նախատեսում է աջակցության հետևյալ ձևերը.

- (ա) վարկի ժամկետով համաֆինանսավորում մայր գումարի որոշակի չափով,
- (բ) վարկի ժամկետով 0% տոկոսադրույքով վերաֆինանսավորում մայր գումարի որոշակի չափով,
- (գ) առանց վարկի վերադարձի ռիսկի ստանձնման վարկի ժամկետով սուբսիդավորում տվյալ վարկի տոկոսների որոշակի չափով:

Երկրորդ փաթեթը՝ ուղղված ՓՄՁ-ներին աջակցելուն, նախատեսում է վարկերի տրամադրում հետևյալ ծախսերի ֆինանսավորման համար.

- (ա) աշխատավարձերի և վարձատրության այլ տեսակների վճարում (ոչ ավելի, քանի մեկ ամսվա կտրվածքով 300,000.00 ՀՀ դրամ և մեկ աշխատակցի կտրվածքով առավելագույնը երեք ամսվա համար),
- (բ) հարկերի և այլ պետական վճարների վճարում,
- (գ) ՀՀ-ում արատդրություն իրականացնելու համար անհրաժեշտ նյութերի ձեռքբերում և ներմուծում,
- (դ) կոմունալ վճարների վճարում (առավելագույնը երեք ամսվա համար),
- (ե) վարձավճարներ:

Գիտակցելով վերը նկարագրված աջակցության կարևորությունն ու օգուտը՝ այնուամենայնիվ, անհրաժեշտ է շեշտել, որ դրանք ունակ են օգնելու մեղմել ճգնաժամի հետևանքները միայն որոշակի աստիճանով: Ճգնաժամը հաղթահարելու գործում ավելի լավ արդյունքների հասնելու համար Կառավարությունը պետք է դիտարկի խոցելի ոլորտներին աջակցելու այլընտրանքային տարբերակներ:

## Արժեթղթերի ձեռքբերման միջոցով իրացվելիության ֆինանսավորումը՝ որպես աջակցության այլընտրանքային ձև

Ներկայիս անհանգստացնող ժամանակաշրջանում պետության կողմից ձեռնարկությունների իրացվելիության ֆինանսավորումն այդ ձեռնարկությունների թողարկած արժեթղթերի ձեռքբերման միջոցով կարող է դառնալ բիզնեսի աջակցության ամենաարդյունավետ գործիքներից մեկը: Ներկայումս մի շարք պետություններ արդեն մշակել են աջակցության այդպիսի ծրագրեր:



Օրինակ, Անգլիայի բանկը ներկայացրել է COVID19-ի համատեքստում կորպորատիվ ֆինանսավորման գործիքը (COVID Corporate Financing Facility կամ CCFF), որն իրենից ներկայացնում է վարկավորման գործիք այն մեծ կազմակերպությունների համար, որոնք ունեն գերազանց ֆինանսական և հարկային պատմություն, սակայն ներկայումս COVID-19-ի պատճառով կանգնել են ֆինանսական դժվարությունների առջև: CCFF-ի

էությունը կայանում է իրավասու կազմակերպությունների թողարկած կարճաժամկետ պարտքային գործիքների՝ առևտրային թղթերի (commercial papers) ձեռքբերման մեջ:<sup>1</sup> Միացյալ թագավորության որդեգրած քաղաքականությունն ուղղված է պետության տնտեսության մեջ գերակշիռ դերակատարություն ունեցող մեծ կազմակերպությունների աջակցությանը:

## Հայաստանյան ՓՄՁ-ների ֆինանսավորումը

Այս իրավաբանական ակնարկը, ընդհակառակը, հիմնականում կենտրոնացած է ՀՀ օրենսդրության համատեքստում տնտեսական ճգնաժամից տուժած փոքր և միջին ձեռնարկություններին

աջակցություն ցուցաբերելու հնարավորությունների վրա: Այդ պատճառով մենք վերլուծում ենք այն օրենքներն ու կարգավորումները, որոնց ուժով ՓՄՁ-ները կարող են թողարկել արժեթղթեր առանց շատ խիստ



<sup>1</sup> Տե՛ս ավելին հետևյալ հղումով՝ at <https://www.bankofengland.co.uk/news/2020/march/the-covid-corporate-financing-facility>.

օրենսդրական պահանջներ բավարարելու անհրաժեշտության, և ներկայացնում ենք Կառավարության աջակցության հնարավոր սցենարների և մեթոդների վերաբերյալ մեր առաջարկությունները:

### Փոքր թողարկումներ

Ըստ «Արժեթղթերի շուկայի» մասին ՀՀ օրենքի 6-րդ հոդվածի 1-ին մասի 4-րդ կետի՝ ազդագիր հրապարակելու պահանջը չի տարածվում այն հրապարակային առաջարկների վրա, որոնց դեպքում առաջարկվող արժեթղթերի ընդհանուր արժեքը թողարկման կամ վաճառքի գնով 12 ամսվա ընթացքում չի գերազանցում Կենտրոնական բանկի նորմատիվ իրավական ակտերով սահմանված մեծությունը: Նշված մեծությունը սահմանվում է Կենտրոնական բանկի խորհրդի՝ «Ազդագիր և հաշվետու թողարկողների հաշվետվություններ» կանոնակարգ 4/04-ի 10-րդ կետով՝ 40 միլիոն ՀՀ դրամ: «Արժեթղթերի շուկայի մասին» օրենքի 6-րդ հոդվածի 7-րդ մասը նախատեսում է, որ այդ դեպքում թողարկողն ընդամենը պետք է տեղաբաշխման ավարտից հետո՝ 15 օրվա ընթացքում, այդ մասին տեղեկացնել Կենտրոնական բանկին: Տեղեկացման ձևը ներկայացված է Կանոնակարգ 4/04-ի 5-երորդ հավելվածում: Մասնավորապես, այն պետք է պարունակի հետևյալ տեղեկությունները.

- (ա) արժեթղթերի դասը,
- (բ) թողարկված արժեթղթերի քանակը,
- (գ) միավորի անվանական արժեքը,
- (դ) տեղաբաշխման սկիզբը (ամսաթիվ, ամիս, տարի),
- (ե) տեղաբաշխման ավարտը (ամսաթիվ, ամիս, տարի),
- (զ) թողարկման մասին թողարկողի իրավասու մարմնի որոշման կայացան օրը (ամսաթիվ, ամիս, տարի),
- (է) փաստացի տեղաբաշխված արժեթղթերի քանակը,
- (ը) տեղաբաշխման միջին գինը,
- (թ) փաստացի տեղաբաշխված ընդհանուր գումարը:

Այսպես, տեղաբաշխման կամ վաճառքի գինը 12 ամսվա ընթացքում 40 միլիոն ՀՀ դրամը չգերազանցող՝ արժեթղթերի հրապարակային առաջարկների համար սահմանված է բացառություն: Մասնավորապես, արժեթղթերի թողարկողները չեն կրում ազդագիր հրապարակելու և դրա հետ կապված այլ պարտավորություններ: Դրա փոխարեն, թողարկողներն ընդամենը պարտավոր են արժեթղթերի էական պայմանների վերաբերյալ Տեղեկացում ներկայացնել Կենտրոնական բանկ:

Ավելին, ինչպես երևում է վերևում մեջբերված դրույթներից, կարգավորումներում օգտագործվում է «արժեթղթեր» եզրույթը, ինչը նշանակում է, որ բացառությունից կարող են օգտվել ինչպես բաժնային, այնպես էլ պարտքային արժեթղթերի թողարկողները:

Մեր կարծիքով, այդպիսի թողարկումների հետ կապված խիստ պարտականությունների բացակայությունը, ինչպես նաև այն փաստը, որ այդպիսի թողարկումները չեն պահանջում մեծաքանակ ռեսուրսներ, ճգնաժամից տուժած ՓՄՁ-ների համար ֆինանսավորում ներգրավելու կատարյալ հնարավորություն են ստեղծում: Միևնույն ժամանակ, վստահ ենք, որ փոքր թողարկումներն օգտակար գործիք են նաև ճգնաժամին դիմակայելու նպատակով փոքր բիզնեսի համար արդյունավետ պետական աջակցության մեխանիզմներ մշակելու համար:

### Պետական աջակցություն

Ներկա իրավիճակում Կառավարությունը կարող է փոքր և միջին բիզնեսին առաջարկել թողարկել արժեթղթեր, որոնք հետագայում ձեռք կբերվեն այդ բիզնեսների ֆինանսավորման նպատակով: Քանի որ ըստ կանխատեսումների՝ COVID-19-ի հետ կապված ճգնաժամը տևելու է մի քանի տարի, կարծում ենք՝ այդպիսի պայմաններում կարճաժամկետ ֆինանսավորումն այնքան էլ նպատակահարմար չէ, և առաջարկում ենք, որ Կառավարությունը կենտրոնանա միջնաժամկետ ֆինանսավորման հնարավորության վրա:

### Համապատասխանության չափանիշեր

Հետևելով միջազգային լավագույն փորձին՝ Կառավարությունը պետք է համապատասխանության չափանիշներ սահմանի ինչպես թողարկողների, այնպես էլ արժեթղթերի համար: Այդ չափանիշերը, իհարկե, մեծապես կախված են պետության որդեգրած քաղաքականությունից: Հաշվի առնելով փոքր և միջին ձեռնարկություններից աջակցելու հրամայականը՝ մենք առաջարկում ենք թողարկողների համար սահմանել համապատասխանության հետևյալ չափանիշերը.

- (ա) գործունեության իրականացում խոցելի ոլորտում: Առավել մեծ արդյունավետություն ապահովելու համար առաջարկում ենք սահմանել նաև այդ խոցելի ոլորտների սպառիչ ցանկը: Այդ ցանկը կարող է ներառել, մասնավորապես, ներգնա



տուրիզմի, հյուրընկալության և ճամփորդության ոլորտները, ինչպես նաև արտադրության մի շարք խոցելի բնագավառներ;

- (բ) թողարկողները պետք է համարվեն գերփոքր, փոքր կամ միջին ձեռնարկություն «Փոքր և միջին ձեռնարկատիրության պետական աջակցության մասին» ՀՀ օրենքի իմաստով,
- (գ) թողարկողները պետք է ունենան լավ ֆինանսական պատմություն մինչև COVID-19-ի տարածումը,
- (դ) մինչև COVID-19-ի տարածումը թողարկողները պետք է կատարած լինեն բոլոր հարկային պարտավորությունները:

Ինչ վերաբերում է արժեթղթերի չափանիշերին, առաջարկում ենք սահմանել հետևյալը.

- (ա) պարտքային արժեթղթերի մարման ժամկետը պետք է լինի 2-ից 10 տարի,<sup>2</sup>
- (բ) առաջարկի նվազագույն չափը:

### **Պետական աջակցության հնարավոր սցենարները**

Այստեղ մենք կքննարկենք մի քանի սցենարներ, որոնցով պետությունը կարող է աջակցել բիզնեսին փոքր թողարկումների օգնությամբ իրացվելիության ֆինանսավորմամբ:

Մասնավորապես, մենք առաջարկում ենք երեք հետևյալ սցենարները.

- (ա) Կառավարությունը ձեռք է բերում թողարկված բոլոր արժեթղթերը;
- (բ) թողարկված արժեթղթերը ցուցակվում են ֆոնդային բորսայում: Կառավարությունը ներդրողների առջև ստանձնում է որոշակի ժամկետի ընթացքում արժեթղթերը ետ գնելու պարտավորություն,
- (գ) թողարկված արժեթղթերի մի մասը ձեռք է բերում Կառավարությունը, իսկ մյուս մասը վաճառվում է ֆոնդային բորսայում և ձեռք բերվում այլ ներդրողների կողմից: Կառավարությունը և այդ ներդրողները միասին են կրում վնասների ռիսկը:

---

<sup>2</sup> Ինչպես նշվել է վերևում, կարճաժամկետ ֆինանսավորումը կարող է բավարար չլինել COVID-19-ի ճգնաժամը հաղթահարելու համար: Այդ իսկ պատճառով կարևոր է մշակել միջնաժամկետ ֆինանսավորման ռազմավարություն:

## Կարգավորման փոփոխություններ

Չնայած գործող կարգավորումները բարենպաստ են շատ կազմակերպությունների համար, մի շարք արագ փոփոխություններ կարող են նկարագրված գործիքի ավելի լայն և համապարփակ կիրառելիության հնարավորություններ ստեղծել:

Առաջին, թողարկման առավելագույն չափը, որի համար սահմանված է ազդագիր հրապարակելու պահանջից բացառություն, այն է՝ 12 ամսվա ընթացքում թողարկման կամ վաճառքի արժեք 40 միլիոն ՀՀ դրամի չափով, շատ փոքր է: Տուժած փոքր և միջին բիզնեսին առավել մեծ հնարավորություններ ընձեռելու համար առաջարկում ենք սույն ակնարկում քննարկվող աջակցության փաթեթից օգտվելու նպատակով թողարկվող արժեթղթերի համար սահմանել առավել մեծ սահմանաչափ՝ 200 ՀՀ դրամ:

Երկրորդ, Հայաստանի ֆոնդային բորսայի՝ Ցուցակման և արժեթղթերը առևտրին թույլատրելու կանոնների 11-րդ կետը նախատեսում է, ֆոնդային բորսայում առևտրին կարող են թույլատրվել այն պարտատոմսերը, որոնց ընդհանուր անվանական արժեքը պակաս չէ 100 միլիոն ՀՀ դրամից: Այս պարագայում ստացվում է, որ քանի դեռ ազդագիր հրապարակելու պահանջից բացառություն կազմող թողարկումների առավելագույն արժեքը սահմանված է 40 միլիոն ՀՀ դրամ 12 ամսվա ընթացքում, այդ արժեթղթերը չեն կարող թույլատրվել բորսայական առևտրի: Այսպես, Բորսայի կանոնները ևս կարող են սահմանել բացառություն աջակցության քննարկվող փաթեթի շրջանակներում թողարկվող արժեթղթերի համար:



Անհրաժեշտության դեպքում Բորսայի կանոնների այլ պահանջներ<sup>3</sup> ևս կարող են չեղարկվել կամ կասեցվել:

## Հետագա քայլեր

Սույն ակնարկի պատճենները կտրամադրվեն ՀՀ կառավարությանը և Կենտրոնական բանկին: Խոստանում ենք մեր հաճախորդների տեղյակ պահել որևէ զարգացման կամ փոփոխության մասին:

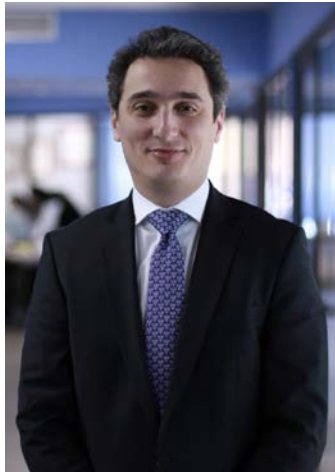
<sup>3</sup> Օրինակ՝ հաշվետվությունները պաշտոնական կայքում պարտադիր հրապարակելու, պարտադիր կարգով տնօրենների խորհուրդ ունենալու և այլ պահանջներ:

**ԾԱՆՈԹՈՒԹՅՈՒՆ:** Այս նյութը նախատեսված է բացառապես ընդհանուր օգտագործման համար և չի կարող համարվել իրավաբանական խորհրդատվություն:

**Վարուժան Ավետիսյան**  
Կառավարող գործընկեր  
[vavedikian@tk.partners](mailto:vavedikian@tk.partners)



**Ալեքսանդր Խաչատրյան**  
Գործընկեր  
[akhachaturyan@tk.partners](mailto:akhachaturyan@tk.partners)



**Լարիսա Գևորգյան**  
Կրտսեր իրավախորհրդատու  
[lgevorgyan@tk.partners](mailto:lgevorgyan@tk.partners)

