

ՀԻՄՆԱՎՈՐՈՒՄ**«ԲԱԺՆԵՏԻՐԱԿԱՆ ԸՆԿԵՐՈՒԹՅՈՒՆՆԵՐԻ ՄԱՍԻՆ» ՕՐԵՆՔՈՒՄ****ՓՈՓՈԽՈՒԹՅՈՒՆ ԵՎ ԼՐԱՑՈՒՄՆԵՐ ԿԱՏԱՐԵԼՈՒ ՄԱՍԻՆ» ՕՐԵՆՔԻ ԸՆԴՈՒՆՄԱՆ****1. Ընթացիկ իրավիճակը և իրավական ակտերի ընդունման անհրաժեշտությունը.**

Գործող «Բաժնետիրական ընկերությունների մասին» օրենքը (այսուհետ նաև՝ Օրենք) սահմանում է բաժնետոմսերի պարտադիր հետզնման պահանջի («appraisal rights») իրավունքը միայն սահմանափակ դեպքերում՝ վերակազմակերպում, խոշոր գործարքներ կամ կանոնադրական իրավունքների սահմանափակում: Սակայն գործնականում փոքր բաժնետերերը հաճախ հայտնվում են «փակուղային» իրավիճակներում, երբ մեծամասնական բաժնետերը, օգտվելով միանձնյա որոշումներ կայացնելու իրենց իրավունքից և հնարավորությունից, հաճախ դրանք իրականացնում են չարաշահումներով. օրինակ՝ տարիներ շարունակ չեն բաշխում շահույթը, չեն գումարում ժողովներ կամ այլ կերպ խախտում փոքր բաժնետերերի իրավունքները: Օրինակ՝ ներկայիս կարգավորումներով շահույթը բաշխել-չբաշխելու հարցը համարվում է ընկերության հայեցողական իրավունք, ինչը թույլ է տալիս մեծամասնական բաժնետիրոջը անբարեխղճորեն «սառեցնել» փոքր ներդրողների կապիտալը՝ զրկելով նրանց եկամուտից: Այնինչ, բաժնետիրական ընկերությունում մասնակցության հիմնական նպատակներից մեկը, ձեռնարկատիրական գործունեությամբ զբաղվելը և դրա արդյունքում շահույթ ստանալն է:

Հատկանշական է, որ Ընկերությունների մասին եվրոպական մոդելային ակտը (EMCA) նույնպես շեշտում է, որ ընդհանուր իրավական ստանդարտները հաճախ արդյունավետ չեն փոքրամասնության պաշտպանության համար, քանի որ պահանջում են իրավունքի պաշտպանության երկարատև դատական կամ այլ գործընթացներ: Ուստի, EMCA-ն առաջարկում է կոնկրետ, անմիջապես գործողության մեջ դրվող իրավունքներ,

ինչպիսին է, օրինակ, 1/10 ձայների առկայությամբ շահույթի պարտադիր բաշխման պահանջ ներկայացնելու հնարավորությունը¹:

Կամ օրինակ, զարգացած տարբեր իրավակարգերում վերահսկողության փոփոխության դեպքում սահմանվում է պարտադիր առաջարկի («mandatory tender offer») շեմ, երբ փոքր բաժնետերերին ներկայացվում է իրենց բաժնետոմսերը վաճառելու առաջարկ, երբ մեկ անձը միանձնյա սկսում է տիրապետել ընկերության բաժնետոմսերի որոշակի քանակին. սովորաբար տատանվում է 30-50%-ի միջև: Օրինակ՝ Մեծ Բրիտանիայում², Գերմանիայում³, Ֆրանսիայում⁴ այդ շեմը 30 տոկոսն է: Մինչդեռ Հայաստանում անգամ այս գործիքն է նախատեսված բարձր 75 տոկոսանոց շեմով, ինչը նույնպես լիարժեք չի ապահովում փոքր բաժնետերերի պաշտպանվածությունը:

Արդյունքում, Հայաստանում առկա է մի իրավիճակ, երբ ընկերության միջին քանակի բաժնետոմսերին տիրապետող, սակայն փաստացի փոքր բաժնետերերը չեն կարողանում արդյունավետ իրացնել իրենց կորպորատիվ իրավունքները, իսկ անհրաժեշտության դեպքում էլ՝ պաշտպանել դրանք:

Միևնույն ժամանակ, Օրենքի գործող կարգավորումներով սահմանված են միայն բաժնետոմսերի կամ այլ արժեթղթերի շուկայական արժեքի գնահատման ժամանակ հաշվի առնվող որոշ սկզբունքներ, սակայն փաստացի առկա չեն կարգավորումներ, որոնք կանխորոշում են այն սուբյեկտին ով կարող է իրականացնել այդ բաժնետոմսերի կամ արժեթղթերի շուկայական արժեքի որոշումը: Ընդ որում, «Գնահատման գործունեության մասին» օրենքի 2-րդ հոդվածի 2-րդ մասի համաձայն, այն ուղղակիորեն կիրառելի չէ արժեթղթերի (հետևաբար նաև՝ բաժնետոմսերի) գնահատման հարաբերությունների նկատմամբ:

Նման իրավիճակը, կարող է փաստացի հանգեցնել այնպիսի իրավիճակների, երբ բաժնետոմսերի կամ այլ արժեթղթերի գնահատումը իրականացնեն նման գործունեության

¹ Տե՛ս՝ European Model Company Act (EMCA), <https://pure.uva.nl/ws/files/42103448/22019834.pdf>

² Տե՛ս՝ <https://www.mercia.co.uk/for-shareholders/mercias-asset-management-plc/aim-rule-26/city-code-takeovers-and-mergers/>

³ Տե՛ս՝ https://www.gesetze-im-internet.de/wp_g/_29.html

⁴ Տե՛ս՝ <https://www.amf-france.org/fr/eli/fr/aai/amf/rg/20260101/notes>

համար բավարար փորձառություն և գիտելիքներ չունեցող անձինք՝ ըստ էության, վտանգելով արդարացի գնահատում ապահովելու հրամայականը:

Ընդ որում, եթե նախկինում քիչ էին դեպքերը, երբ օրենքը նախատեսում էր բաժնետոմսերի կամ այլ արժեթղթերի գնահատում իրականացնելու անհրաժեշտություն, ապա ներկայումս օրենսդրական փոփոխությունները վկայում են այդ դեպքերի ընդլայնման օրենսդրի միտումի մասին. օրինակ՝ այս նախագծով առաջարկվող կարգավորումները, կամ 26.05.2021 թվականի թիվ ՀՕ-236-Ն օրենքով կատարված փոփոխությունները: Ընդ որում, շատ դեպքերում այս փոփոխությունները միտված են փոքր բաժնետերերի իրավունքների պաշտպանության կառուցակարգերի ներդրմանը, որի կարևոր բաղադրատարրերից է հենց այդ բաժնետերերին պատկանող բաժնետոմսերի կամ այլ արժեթղթերի շուկայական արժեքի պատշաճ որոշումը: Հատկանշական է նաև, որ այդպիսի դեպքերում, օրենքով կարող է նախատեսվել նաև նման գնահատումներին չհամաձայնելու և այլ գնահատում ներկայացնելու հնարավորություն (իրավունք), որոնց պարագայում, նույնպես չի կարգավորվում գնահատում իրականացնող սուբյեկտի հարցը: Այնինչ, այդ դեպքում ևս պետք է երաշխավորվեն ինչպես պատշաճ գնահատումը, այնպես էլ բոլոր կողմերի հավասար հնարավորությունները:

2. Առաջարկվող կարգավորման բնույթը

Նախագծի ընդունումը բխում է փոքր ներդրողների համար իրական «ելքի» (exit) մեխանիզմներ ստեղծելու անհրաժեշտությունից՝ կանխելով մեծամասնության կողմից իրավունքների չարաշահումը (Fraud on the Minority): Առաջարկվող նախագծերով նախատեսվում է.

➤ **ընդլայնել հետգնման հիմքերը.** բաժնետիրոջը տրվում է բաժնետոմսերի հետգնման պահանջի իրավունք, եթե ընկերությունը 10 տարի շահութաբաժնին չի վճարել, 3 տարի ժողովներ չի գումարել կամ 5 տարի փաստացի չի իրականացրել գործունեություն կանոնադրական նպատակներով և խնդիրներով սահմանված ոլորտներում,

➤ **վերացնել գույքային սահմանափակումը չարաշահման դեպքում.** իրավունքի չարաշահման հիմքով հետգնման դեպքում առաջարկվում է չկիրառել

ընկերության զուտ ակտիվների 10%-ի սահմանափակումը, որպեսզի ընկերությունը չկարողանա խուսափել այնպիսի հետևանքներից, որոնք առաջանում են իր անբարեխիղճ կամ չարաշահումներով գործունեության արդյունքում,

➤ **սահմանել բաժնետոմսերի կամ այլ արժեթղթերի շուկայական արժեքը որոշող անձին ներկայացվող չափանիշներ.** այն դեպքերում, երբ բաժնետոմսերի կամ այլ արժեթղթերի շուկայական արժեքի գնահատման անհրաժեշտությունը նախատեսված է օրենքով կամ նման հնարավորությունը բխում է օրենքից, առաջարկվում է Կառավարությանը լիազորել սահմանել չափանիշներ շուկայական արժեքի գնահատում իրականացնելու համար իրավասու սուբյեկտի վերաբերյալ:

3. Ակնկալվող արդյունքը

Նախագծի ընդունման արդյունքում ակնկալվում է ներդրումային գրավչության բարձրացում և փոքր ներդրողների համար ստեղծվում է կանխատեսելի և պաշտպանված միջավայր: Նախագծի ընդունման դեպքում էականորեն կբարելավվի կորպորատիվ կառավարումը՝ մեծամասնական բաժնետերերը կլինեն ավելի զգոն՝ խուսափելով տևական անգործությունից կամ շահույթի անհիմն կուտակումից: Ակնկալվում է նաև շուկայի լիկվիդայնության աճ՝ հեշտացվում է կապիտալի շրջանառությունը վերահսկողության փոփոխության դեպքում: