

ივანე ჯავახიშვილის სახელობის თბილისის სახელმწიფო უნივერსიტეტის
იურიდიული ფაკულტეტი



სალომე ჯიბუტი

კაპიტალის ბაზარზე მცირე ინვესტორთა ინტერესების დაცვის
თანამედროვე სამართლებრივი პრობლემები და მათი გადაჭრის
გზები

სადისერტაციო ნაშრომი სამართლის დოქტორის
აკადემიური ხარისხის მოსაპოვებლად

სამეცნიერო ხელმძღვანელი: თამარ ზამბახიძე

ივანე ჯავახიშვილის სახელობის თბილისის სახელმწიფო
უნივერსიტეტის იურიდიული ფაკულტეტი, ასოცირებული პროფესორი



თბილისი
2016

სარჩევი

შესავალი	7
I.კაპიტალის ბაზარზე მცირე ინვესტორთა დაცვის არსი და ძირითადი საშუალებები	17
I.1.კაპიტალის ბაზარი და კაპიტალის ბაზრის სამართალი	21
I.2.„ევროპელი მცირე ინვესტორის დეფინიცია“	27
I.3.რეგულირება და ჰარმონიზაცია	31
I.3.1.რეგულირება თუ დერეგულირება?	31
I.3.2.მინიმუმი თუ მაქსიმუმი ჰარმონიზაცია?	35
I.4.ინვესტორთა დაცვის ძირითადი საშუალებები	36
I.4.1.ინფორმაციული ღიაობა	37
I.4.1.1.ღიაობის, როგორც მცირე ინვესტორთა დაცვის საშუალების არსი.	37
I.4.1.2.ქცევითი ეკონომიკის აღმოჩენები და ღიაობის საშუალების საზღვრები	39
I.4.1.2.1.ქცევითი ეკონომიკა	42
I.4.1.2.2.ქცევითი ეკონომიკის კრიტიკა	46
I.4.1.2.3.ქცევითი ეკონომიკის გაფლენა რეგულირებაზე	46
I.4.2.ინვესტორთა კონსულტაცია და ინტერესთა კონფლიქტის დაძლევა.	50
I.4.3.პასუხისმგებლობა, სანქციები და აღსრულება	56
I.4.3.1.„კოლექტიური კომპენსაცია“ და Class Action	60
I.4.3.2.კოლექტიური სასარჩელო მექანიზმი და ევროპის კავშირი	61
I.4.3.3.პასუხისმგებლობის რამდენიმე შემთხვევა გლობალური ფინანსური კრიზისის შემდეგ	64
I.4.4.ფინანსური განათლება	66
I.4.4.1.ევროპის კავშირის საქმიანობა ფინანსური განათლების სფეროში.	70
I.4.4.2.ცოდნა, როგორც ინვესტორთა საუკეთესო დაცვის საშუალება.	73
II. 2007 წლის გლობალური ფინანსური კრიზისი—ახალი გამოწვევები.	76
II.1.კრიზისის გენეზისი	76
II.2.კრიზისის გაკვეთილები	80
III.კაპიტალის ბაზარზე მცირე ინვესტორთა დაცვის ევროპული ინსტრუმენტები და ინვესტორთა დაცვის ქართული კანონმდებლობა—2007 წლის ფინანსურ კრიზისამდე პერიოდი	87
III.1.კაპიტალის ბაზრის ევროპული სამართალი და ინვესტორთა დაცვა.	88
III.2.მცირე ინვესტორთა დაცვის ევროპული ინსტრუმენტები	91
III.2.1.დირექტივა გადაცემად ფასიან ქაღალდებში კოლექტიური ინვესტიციების ფონდების შესახებ (UCITS)	96
III.2.2.დირექტივა ემისიის პროსპექტის შესახებ (Prospectus Directive)	101
III.2.3.დირექტივა ფინანსური ინსტრუმენტების ბაზრების შესახებ (MiFID)	105
III.3.ინვესტორთა დაცვის ქართული კანონმდებლობა გლობალურ ფინანსურ კრიზისამდე	113
IV.მცირე ინვესტორთა დაცვის ინსტრუმენტების სრულყოფა	

გლობალური ფინანსური კრიზისის შემდგომ – წარმატებული ევროპული რეფორმა?	117
IV.1.მცირე ინვესტორის დაცვის ევროპული ინსტრუმენტების რეფორმის ძირითადი მიმართულებები	124
IV.1.1.პროდუქტის ღიაობის რეჟიმი	124
IV.1.1.1.დირექტივა გადაცემად ფასიან ქაღალდებში კოლექტიური ინვესტიციების ფონდების შესახებ IV და V (UCITS IV & V)	125
IV.1.1.1.1.UCITS IV	125
IV.1.1.1.2.UCITS V	129
IV.1.1.2.დირექტივა ემისიის პროსპექტის შესახებ (Prospectus Directive)	132
IV.1.1.3.რეგულაცია მცირე ინვესტორთათვის განკუთვნილი კომპლექსური/შეფუთული პროდუქტებისა და დაზღვევაზე დაფუძნებული პროდუქტების საკვანძო საინფორმაციო დოკუმენტის შესახებ (The Regulation on Key Information Documents for Packaged Retail and Insurance-based Investment Products – PRIIPs)	135
IV.1.1.3.1.ევროპის კომისიის PRIPs რეგულაციის 2009 წლის ინიციატივა.	139
IV.1.1.3.2.ევროპის კომისიის 2012 წლის PRIPs რეგულაცია	142
IV.1.1.3.3.2014 წლის PRIIPs რეგულაცია	146
IV.1.2.საინვესტიციო მომსახურების ღიაობის რეჟიმი, დისტრიბუცია და პროდუქტის ინტერვენცია - დირექტივა ფინანსური ინსტრუმენტების ბაზრების შესახებ და რეგულაცია ფინანსური ინსტრუმენტების ბაზრების შესახებ (MiFID II & MiFIR)	151
IV.1.2.1.საინვესტიციო მომსახურების ღიაობის რეჟიმი	154
IV.1.2.2.დისტრიბუცია	159
IV.1.2.3.პროდუქტის ინტერვენცია	166
IV.2.რეფორმის შეფასება მიმდინარე ეტაპზე	171
IV.2.1.„საშუალო მცირე ინვესტორის“, როგორც ინფორმაციული ღიაობის მექანიზმის სუბიექტის ბუნდოვანი გაგების პრობლემა.	172
IV.2.2.ინფორმაციული ღიაობისა და ინფორმაციის სტანდარტიზების საზღვრები	173
IV.2.3.ფინანსური განათლების, როგორც ინვესტორთა დაცვის დამატებითი საშუალების გამოყენების პრობლემა	179
IV.2.4.ინვესტორთა დაცვის საკანონმდებლო კონცეფციაში ქცევითი ეკონომიკის მიღწევების გათვალისწინების პერსპექტივა	180
IV.2.5.უფრო მეტი თუ უფრო ნაკლები რეგულირება? რეგულირება და აღსრულება	183
IV.3.ინვესტორთა დაცვის ქართული კანონმდებლობა გლობალური ფინანსური კრიზისის შემდგომ პერიოდში	195
დასკვნა	200
ბიბლიოგრაფია	210

ნაშრომში გამოყენებული აბრევიატურის ნუსხა

ADR	Alternative Dispute Resolution; Alternative means of dispute resolution დავის გადაწყვეტის ალტერნატიული მეთოდები
BKR	Zeitschrift für Bank- und Kapitalmarktrecht საბანკო და კაპიტალის ბაზრის სამართლის ჟურნალი
Cal. L. Rev.	California Law Review კალიფორნიის სამართლის მიმოხილვა
Colum. J. Eur. L.	Columbia Journal of European Law კოლუმბიის ევროპული სამართლის ჟურნალი
Colum. J. Transnat'l L.	Columbia Journal of Transnational Law კოლუმბიის ტრანსნაციონალური სამართლის ჟურნალი
EBA	The European Banking Authority საბანკო ზედამხედველობის ევროპული ორგანო
ECOFIN	Economic and Financial Affairs council ეკონომიკური და ფინანსური საკითხების ევროპული საბჭო
EBLR	European Business Law Review ევროპული ბიზნესსამართლის მიმოხილვა
ECFR	European Company and Financial Law Review ევროპული სამეწარმეო და ფინანსური სამართლის მიმოხილვა
ERCL	European Review of Contract Law სახელშეკრულებო სამართლის ევროპული მიმოხილვა
Eur. J. Law Econ.	European Journal of Law and Economics სამართლისა და ეკონომიკის ევროპული ჟურნალი
EuZW	Europäische Zeitschrift für Wirtschaftsrecht ეკონომიკური სამართლის ევროპული ჟურნალი
EIOPA	The European Insurance and Occupational Pensions Authority ევროპული საზედამხედველო ორგანო დაზღვევისა და საპენსიო უზრუნველყოფის სფეროში
ESAs	The European Supervisory Authorities ევროპული საზედამხედველო ორგანოები
ESFS	The European System of Financial Supervision ფინანსური ზედამხედველობის ევროპული სისტემა

ESMA	The European Securities and Markets Authority ფასიანი ქაღალდებისა და ბაზრის ევროპული საზედამხედველო ორგანო
ESRB	European Systemic Risk Board სისტემური რისკების ევროპული კომიტეტი
EuroFinUse	The European Federation of Financial Services Users ფინანსური მომსახურების მომხმარებელთა ევროპული ფედერაცია
EURIBOR	Euro Interbank Offered Rate ევროს ბანკთაშორის გაცვლის კურსი
FCA	Financial Conduct Authority ფინანსური საქმიანობის ორგანო
FIDLEG	Finanzdienstleistungsgesetz კანონი ფინანსური მომსახურების შესახებ
FIN-NET	Financial dispute resolution network ფინანსური დავების გადაჭრის ქსელი
FSA	Financial Services Authority ფინანსური მომსახურების ორგანო
FSAP	Financial Services Action Plan ფინანსური მომსახურების სამოქმედო გეგმა
FSUG	Financial Services User Group ფინანსური მომსახურების მომხმარებელთა ჯგუფი
G20	Group of 20 ჯი-20
GDP	Gross Domestic Product მთლიანი შიდა პროდუქტი
GPR	Zeitschrift für Gemeinschaftsprivatrecht გაერთიანების კერძო სამართლის ჟურნალი
Harv. Int'l L. J.	Harvard International Law Journal ჰარვარდის საერთაშორისო სამართლის ჟურნალი
IMD	Insurance Mediation Directive ღირექტივა სადაზღვევო შუამავლობის შესახებ
IMF	International Monetary Fund საერთაშორისო სავალუტო ფონდი

ISD	Investment Services Directive ღირექტივა საინვესტიციო მომსახურების შესახებ
JC	The Joint Committee of the ESAs ევროპული საზედამხედველო ორგანოების გაერთიანებული კომიტეტი
JZ	Juristen Zeitung იურისტების ჟურნალი
JWZ	Jenaer Wissenschaftliche Verlagsgesellschaft იენის სამეცნიერო გამომცემლობა
KID	Key Information Document საკვანძო ინფორმაციის დოკუმენტი
KIID	Key Investor Information Document ინვესტორთა საკვანძო საინფორმაციო დოკუმენტი
LIBOR	London Interbank Offered Rate ლონდონის ბანკთაშორისი გაცლითი კურსი
MiFID	Markets in Financial Instruments Directive ღირექტივა ფინანსური ინსტრუმენტების ბაზრების შესახებ
MiFID II	Markets in Financial Instruments Directive II ღირექტივა ფინანსური ინსტრუმენტების ბაზრების შესახებ II
MiFIR	Markets in Financial Instruments Regulation რეგულაცია ფინანსური ინსტრუმენტების ბაზრების შესახებ
MTF	Multilateral trading facilities მრავალმხრივი ვაჭრობის სისტემები
NCA	Network of national competent authorities ნაციონალური კომპეტენტური ორგანოების ქსელი
NJW	Neue Juristische Wochenschrift ახალი იურიდიული/სამართლებრივი ყოველკვირეული ჟურნალი
N.C. J. INT'L L. & COM. REG	North Carolina Journal of International Law & Commercial Regulation ჩრდილოეთ კაროლინას საერთაშორისო სამართლისა და სავაჭრო რეგულირების ჟურნალი
OTC	Over-the-counter საფონდო ბირჟის გარე, არასაბირჟო
PBR	Principle based regulation პრინციპებზე დამყარებული რეგულირება

PRIIPs	The Regulation on Key Information Documents for Packaged Retail and Insurance-based Investment Products რეგულაცია მცირე ინვესტორთათვის განკუთვნილი კომპლექსური/შეფუთული პროდუქტებისა და დაზღვევაზე დაფუძნებული პროდუქტების საკვანძო საინფორმაციო დოკუმენტის შესახებ
PRIPs	Packaged Retail Investment Products მცირე ინვესტორთათვის განკუთვნილი შეფუთული პროდუქტები
RBS	Royal Bank of Scotland შოტლანდიის სამეფო ბანკი
SZW/RSDA	Schweizerische Zeitschrift für Wirtschafts- und Finanzmarktrecht ეკონომიკური და ფინანსური ბაზრის სამართლის შვეიცარიული ჟურნალი
SEC	Securities and Exchange Commission ფასიანი ქაღალდებისა და ბირჟების კომისია
S&P	Standard and Poor's სარეიტინგო კომპანია „სტანდარდ და პურსი“
სეპ	საქართველოს ეროვნული ბანკი
TFEU	Treaty on the Functioning of the European Union ხელშეკრულება ევროპის კავშირის ფუნქციონირების შესახებ
TEEC	Treaty establishing the European Economic Community ხელშეკრულება ევროპული ეკონომიკური გაერთიანების დაფუძნების შესახებ
UCITS	Undertakings for the collective Investment in transferable securities ღირექტივა გადაცემად ფასიან ქაღალდებში კოლექტიური ინვესტიციების ფონდების შესახებ
WM	Wertpapier-Mittlungen – Zeitschrift für Wirtschafts- und Bankrecht ფასიანი ქაღალდების ცნობარი – ეკონომიკური და საბანკო სამართლის ჟურნალი
ZBB	Zeitschrift für Bankrecht und Bankwirtschaft საბანკო სამართლისა და საბანკო ეკონომიკის ჟურნალი
ZGR	Zeitschrift für Unternehmens- und Gesellschaftsrecht სამეწარმეო და საკორპორაციო სამართლის ჟურნალი
ZRP	Zeitschrift für Rechtspolitik სამართლის პოლიტიკის ჟურნალი

„კარგი კრიზისი არასოდეს უნდა დაიხარჯოს ფუჭად“¹

შესავალი

თემის აქტუალობა

სადისერტაციო ნაშრომის თემა აქტუალურია როგორც პრაქტიკული, ასევე თეორიული და შემეცნებითი თვალსაზრისით. თემის აქტუალობა პრაქტიკული თვალსაზრისით განპირობებულია გლობალური ფინანსური კრიზისის შედეგებით, რომლებმაც აჩვენა ინვესტორის ინტერესის დაცვასთან დაკავშირებულ პრობლემები, მათი გადაჭრის მნიშვნელობა და აუცილებლობა. მართალია, კრიზისის დაწყებიდან გავიდა შვიდ წელზე მეტი და მარეგულირებლებმა გააცნობიერეს, რომ მცირე ინვესტორის დაცვა და ინფორმირება იძლევა კაპიტალის ბაზრის მონაწილეთა ქცევის გაკონტროლებისა და არასასურველი შედეგების თავიდან აცილების უფრო მეტ შესაძლებლობას, თუმცა საკითხი აქტუალობას არ კარგავს. განვითარებულმა მსოფლიომ ვერ შეძლო კაპიტალის ბაზრის ისეთი სამართლებრივი სისტემის შექმნა, რომელიც მოახდენდა ნეგატიური პროცესების პრევენციას.

იტალიელი ფილოსოფოსის ნიკოლო მაკიაველის (1469–1527 წწ.) ნაწარმოებში „პრინცი“ მოცემულია რჩევა: „არასოდეს დახარჯოთ ფუჭად კარგი კრიზისის მიერ შემოთავაზებული შანსები“.² ინვესტორების დაცვის საკითხის თანამედროვე მნიშვნელობას განსაზღვრავს ისტორიული კონტექსტი მსოფლიო ისტორიაში ყველაზე უფრო ძლიერი ფინანსური კრიზისის სახით, რომლის გავლენა ჯერ არ დასრულებულა. პირიქით, ის-უფრო მეტ მნიშვნელობას იძენს როგორც დროთა განმავლობაში, ისე სივრცობრივად - მსოფლიოს სხვადასხვა რეგიონებში, აშშ-სა და ევროკავშირის დომინანტური გავლენის პირობებში. 2007–2008 წლებში დაწყებულმა ფინანსურმა კრიზისმა, რომელსაც „ეკონომიკურ 11 სექტემბერსაც“ უწოდებენ,³ მთელი მსოფლიო მოიცვა. ის ზოგადად შესაბამისი პოლიტიკური და ეკონომიკური გადაწყვეტილებების შედეგია,⁴ თუმცა კონკრეტულად კრიზისის გამომწვევ მიზეზად ამერიკული საიპოთეკო კრედიტები იქნა მიჩნეული.⁵ ევრეთწოდებული „Asset Backed Securities“-ის მიზანს საკრედიტო რისკისგან კრედიტის განცალკევება, რისკის „ღირებულებად“ გამოცხადება და მთელ მსოფლიოში ინვესტორებისათვის მისი მიყიდვა წარმოადგენდა. საქმიანობის

¹ „A good crisis should never go to waste“, *Coffee Jr*, The political Economy of Dodd-Frank: Why Financial Reform Tends to be Frustrated and Systemic Risk Perpetuated, The Center for Law and Economic Studies Columbia University School of Law, Working Paper No. 414, January 9 2012, 2.

² „Never waste the opportunities offered by a good crisis“ (*Machiavelli N.*), *George B.*, 7 Lessons for Leading in Crisis, Jossey-Bass, San Francisco, 2009, 75.

³ *ბაუზაძე ბ.*, გლობალური ეკონომიკური კრიზისის ანატომია, გლობალიზაცია, მსოფლიო კრიზისი და სამხრეთ კავკასია, საერთაშორისო სამეცნიერო პრაქტიკული კონფერენცია, ქუთაისი, 16-17 მაისი 2009, 19.

⁴ *Hoppenstedt D.H.*, Konsequenzen nach der Finanzkrise, Zeitschrift für das gesamte Kreditwesen, 8/2010, 387-392, 387.

⁵ *Forkel H.W.*, Rechtsfragen zur Krise an den Finanzmärkten: Zur Systematik möglicher Schadenersatzansprüche, BKR 2008, 183-188, 183.

ასეთი მოდელი არ მოითხოვდა კრედიტის გაცემის მკაცრი წინაპირობების დაკმაყოფილებას. როგორც ჩანს, ამერიკაში მასობრივად დაიჯერეს, რომ ვალებით გამდიდრება შესაძლებელია.⁶ სისტემის ნაკლი მდგომარეობდა იმაში, რომ დაფინანსების ინოვაციები, საკუთარი კაპიტალის დაბანდების მოთხოვნის არარსებობის გამო, კრედიტის ყოველგვარი შეზღუდვების გარეშე გაცემის საშუალებას იძლეოდა. ბაზრის მონაწილეებს ამერიკული უძრავი ქონების ბაზრის მუდმივი განვითარების წარმოუდგენელი ნდობა ჰქონდათ.⁷

2007 წლის აგვისტოს შემდეგ ფინანსურმა სისტემამ მთელი რიგი კრიტიკული წარუმატებლობა განიცადა. 2008 წლის მარტში „Bear Stearns“-ის გადარჩენა გახდა საჭირო, ექვსი თვის შემდეგ კი – 15 სექტემბერს, „Lehman Brothers“-ი გაკოტრდა. სექტემბრის ბოლოს მთელი ფინანსური სისტემა დანგრევის ზღვარზე აღმოჩნდა.⁸ 2007–2009 წლის გლობალურმა ფინანსურმა კრიზისმა აჩვენა, რომ გლობალური, ერთმანეთთან გადაჯაჭვული ფინანსური ბაზრების შოკს შეუძლია არა მხოლოდ ფინანსური სექტორის დესტაბილიზაცია, არამედ ასევე მნიშვნელოვანი საფრთხის შექმნა რეალური ეკონომიკისთვის.⁹

ცნობილი ეკონომისტის *ჯოზეფ სტიგლიცის* სიტყვებით: „ვოლ სტრიტის დაცემა იგივე იყო ბაზრის ფუნდამენტალიზმისთვის, რაც ბერლინის კედლის დაცემა კომუნიზმისთვის“.¹⁰ 2007 წლის გლობალური ფინანსური კრიზისის წინა ათწლეულები ლიბერალიზაციისა და ფინანსური ბაზრების სწრაფი ზრდის პერიოდს წარმოადგენდა.¹¹ კრიზისის დაუნდობელმა ხასიათმა და ფინანსურ ბაზარზე მის შედეგად განვითარებულმა არაორდინალურმა მოვლენებმა, აიძულა მარეგულირებლები ბაზრებისადმი თავიანთი ე.წ. „მსუბუქი რეგულირების პოზიცია“¹² შეეცვალათ და გადაეხვიათ ლიბერალური მიდგომისაგან, რომელსაც ისინი დიდი ხნის განმავლობაში „ქადაგებდნენ“. კრიზისმა ხაზი გაუსვა იმ ფაქტს, რომ „ეფექტიანი ბაზრების ჰიპოთეზის“¹³ თეორია ძლიერი სტრესის პერიოდში არასანდოა. აღმოჩნდა აგრეთვე, რომ ფინანსური სისტემის განვითარებამ ბევრი მიმართულებით გაუსწრო მის მხარდასაჭერად შექმნილ ფინანსურ რეგულირებასა და იმ ეკონომიკურ სისტემას, რომელსაც ის უნდა ემსახურებოდეს.¹⁴ გლობალიზაციისა და მუდმივი ფინანსური ინოვაციის გამო გლობალურ ფინანსურ კრიზისს, მანამდე არსებული კრიზისებისგან განსხვავებით, სრულიად შეცვლილი სახე ჰქონდა, რამაც ახალი რეალობა შექმნა. გაჩნდა ფინანსური არქიტექტურის შეცვლისა და გლობალურ რეფორმებზე ფიქრის დაწყების საჭიროება. სწორედ ეს

⁶Möschel W., Die Finanzkrise- Wie soll es weitergehen?, ZRP 5/2009, 129-133, 129.

⁷იქვე 130.

⁸Bank for International Settlements, 79th Annual Report, Basel, 29 June 2009, 3f.

⁹Von der Crone H.C., Rochet J.C. (HRSG.), Finanzstabilität: Status und Perspektiven, Schweizer Schriften zum Finanzmarktrecht, Band 112, Schulthess, Zürich – Basel – Genf, 2014, III.

¹⁰Alexander K., Dhumale R., Research Handbook on International Financial Regulation, Edward Elgar, UK, 2012, 427.

¹¹Keijser T., Transnational Securities Law, Oxford University Press, Oxford, 2014, 27.

¹²„Light touch regulatory approach“.

¹³„Efficient market hypothesis“.

¹⁴Wymeersch E., The Institutional Reforms of the European Financial Supervisory System, An Interim Report, Belgium, 2010, 1.

საკითხი გახდა მარეგულირებლების მთავარი გამოწვევა. აღიარებულ იქნა, რომ მარეგულირებლებს დაუყონებლივ უნდა დაეწყოთ მოქმედება თამაშის ახალი, შეცვლილი წესების მიხედვით.¹⁵

ფინანსური კრიზისის შედეგად კაპიტალის ბაზარზე მცირე ინვესტორებმა უადრესად დიდი დანაკარგები განიცადეს. ვერც ერთმა ნაციონალურმა თუ საერთაშორისო მარეგულირებელმა და საზედამხედველო ორგანომ ვერ შეძლო ამ დანაკარგების თავიდან აცილება.¹⁶ ფინანსური ბაზრები აგებულია ნდობაზე.¹⁷ ინვესტორთა დაცვის ადეკვატური ნორმების დეფიციტმა გამოიწვია „ნდობის კრიზისი“. ერთხელ დაკარგული ინვესტორთა ნდობის დაბრუნება კი ძალიან რთულია.¹⁸ ევროპის კომისიის 2008 წლის „Optem Report“-ში მოცემული კვლევის მიხედვით, მომხმარებლები ფინანსურ მომსახურებას, სხვა სამეწარმეო სექტორებთან შედარებით, ყველაზე უფრო ნაკლებად ენდობიან.¹⁹ ინვესტორებმა დაკარგეს ნდობა ბაზრების მიმართ. მცირე ინვესტორთა ჩართულობის შემცირებამ მოთხოვნის, წარმოების, სამუშაო ადგილების შემცირება და სხვა უარყოფითი შედეგები გამოიწვია.

ამ კუთხით საინტერესოა, თუ როგორ იცვლებოდა მცირე ინვესტორების ქცევა, მათი აღქმები და რისკის აღება ფინანსური კრიზისის პერიოდში. მცირე ინვესტორებმა სერიოზული დარტყმა განიცადეს კრიზისის სახით, რომელმაც თითქმის გაანახევრა მათი პორტფოლიოს ღირებულება. ლოგიკურად, ფინანსური კრიზისი მცირე ინვესტორებისთვის უნდა ყოფილიყო მოვლენა, რომელსაც ცხადი უნდა გაეხადა მათთვის ინვესტირებასთან დაკავშირებული ნამდვილი რისკები და შეემცირებინა მათი მოგების მოლოდინი, რისკების ტოლერანტობის ხარისხი, გაეზარდა მათ მიერ რისკების აღქმა და მთლიანობაში მცირე ინვესტორებს უნდა მოეხდინათ თავიანთი პორტფოლიოების რისკების შემცირება. რამდენადაც გასაკვირი არ უნდა იყოს, ეს წინასწარმეტყველება მცდარი აღმოჩნდა. მიუხედავად იმისა, რომ ფინანსური კრიზისი დროებით ამცირებს ინდივიდუალური ინვესტორების მოგების მოლოდინსა და რისკების ტოლერანტობის დონეს, აღნიშნული ძალიან ცოტა ხანს გრძელდება და კრიზისის ბოლო ეტაპისკენ ინვესტორების ქცევა უბრუნდება კრიზისამდე არსებულ მაჩვენებელს. ინვესტორები აგრძელებენ ვაჭრობას და არ ამცირებდნენ საკუთარი პორტფოლიოს რისკებს. ინვესტორები ასევე არ ცდილობენ რისკების შემცირებას სარისკო ინვესტიციების ნაღდ ფულზე გადაცვლის გზით. ამის საწინააღმდეგოდ ისინი იყენებენ აქციების დაცემულ ფასებს, როგორც ბაზარზე შეღწევის შანსს.²⁰

საერთოდ, ადრე თუ გვიან ფასიანი ქაღალდების ბაზრები განიცდის კრიზისსა და შოკს, რასაც შედეგად ინვესტორთა ნდობისა და საბაზრო

¹⁵ „I don't play according to a given set of rules, I look for changes in the rules of the game”, *Soros G.*, *Soros on Soros*, USA, 1995, 10.

¹⁶ თუმცა არსებობს მოსაზრება, რომ კრიზისის წინასწარ განჭვრეტა და თავიდან აცილება შესაძლებელი იყო, იხ. *Halm-Addo A.*, *The 2008 Financial Crisis*, Dorrance Publishing, USA, 2010, 1.

¹⁷ *Statman M.*, *Regulating Financial Markets: Protecting Us from Ourselves and Others*, Santa Clara, January 28 2009, 1.

¹⁸ Open Hearing on Retail Investments Products -Record, Brussels, 15th July 2008, 21.

¹⁹ EU Commission, *Optem Report*, January 2008, 8.

²⁰ *Hoffmann A.O.I., Post T., Pennings J.M.E.*, Individual Investor Perceptions and Behaviour during the Financial Crisis, *Journal of Banking and Finance* 37 (2013), 60-74, 61.

ინსტიტუტების რეპუტაციის დაკარგვა მოჰყვება ხოლმე.²¹ ისტორიულად ევროპის კავშირის კანონმდებლობისა და რეფორმების ძირითად მასტიმულირებელ ფაქტორს სწორედ კრიზისი და სკანდალი წარმოადგენდა.²² შემთხვევითი არ არის, რომ ევროპის კაპიტალის ბაზრის სამართალი იმ ფორმით, რა ფორმითაც ის დღეს არსებობს, მნიშვნელოვანწილად ფინანსურ კრიზისს უნდა უმადლოდეს. თუმცა აღსანიშნავია, რომ კრიზისის მიერ შექმნილი რეფორმის სტიმულის შენარჩუნება დიდი ხნით არ ხდება.²³

აღნიშნული დაკვირვება მჭიდროდ უკავშირდება ასევე უახლეს კრიზისს და მცირე ინვესტორთა დაცვის სისტემის რეფორმას. მსოფლიო ფინანსურმა კრიზისმა ევროპელი მარეგულირებლებისთვის შექმნა შესაძლებლობა, რომ კიდევ ერთხელ გადახედონ თავიანთ მიდგომას ინვესტორთა დაცვის მიმართ, რათა მეტი ეფექტიანობისა და უკეთესი შედეგის უზრუნველყოფა შეძლონ. სამართლებრივი ჩარჩოს მიმდინარე რეფორმები წარმოადგენს საუკეთესო შესაძლებლობას, რათა წინა პლანზე წამოიწიოს მცირე ინვესტორის დაცვის გაუმჯობესების საკითხმა არა მხოლოდ სიტყვით, არამედ საქმითაც.²⁴ ასეთ შემთხვევაში უპირველესად გასარკვევია ის, თუ რამდენად გამოიყენეს მარეგულირებლებმა ევროპის კავშირში ეს შესაძლებლობა?

ფინანსური კრიზისის შემდეგ ევროპის კავშირში გატარებული რეფორმები აჩვენებს, რომ მართალია მარეგულირებლებისთვის ამ კრიზისმა ევროპაში „ფუჭად არ ჩაიარა“, მაგრამ მათ რევოლუციური რეფორმების გასატარებლად არსებული შესაძლებლობა სრულად ვერ გამოიყენეს. რეფორმების საწყის ეტაპზე მცირე ინვესტორთა სექტორი მთლიანად მივიწყებული იყო. მცირე ინვესტორთა ევროპული ბაზრები არის მეტად ფრაგმენტირებული და აშკარაა რეგულაციების სიცხადის პრობლემა.²⁵ ამასთან, მცირე ინვესტორებისათვის ევროპულ ბაზრებზე არსებული სიძნელეებისა და პრობლემების პერმანენტული ხასიათიდან გამომდინარე, მათთვის ფინანსური კრიზისის შემდგომ გატარებული რეფორმის პროგრამაში ადგილის გამონახვა მნიშვნელოვან გამოწვევას წარმოადგენდა, რადგან საჭირო იყო სწრაფი რეაგირება. დასაწყისში, შეყოვნების მიუხედავად, პოლიტიკური ფოკუსი კრიზისის ბოლო ეტაპზე შეიცვალა და მცირე ინვესტორთა დაცვისა და მათი ნდობის დაბრუნების საკითხი საკმაოდ აქტუალური გახდა. დაიწყო კრიზისის გამომწვევი მიზეზების კვლევა და იმის ძიება, თუ რა არ აღმოჩნდა არსებულ საზოგადოებრივ, მათ შორის, სამართლებრივ სისტემაში საკმარისი მსგავსი კრიზისის თავიდან ასაცილებლად. თავიდანვე გამახვილდა ყურადღება იმაზე, რომ კაპიტალის ბაზრის რეგულირება ინსტიტუციურად დუბლირებული და დანაწევრებული იყო. კაპიტალის ბაზრის მრავალ მსხვილ მოთამაშეზე და მრავალ ფინანსურ პროდუქტზე საერთოდ არ ვრცელდებოდა სახელმწიფო ზედამხედველობა. მიმდინარე პროცესები ისე სწრაფად განვითარდა, რომ

²¹Hopt K., Wymeersch E. eds., Capital Markets and Company Law, Oxford, 2003, 65.

²² იქვე, 66.

²³Coffee J., The Political Economy of Dodd-Frank: Why Financial Reform Tends to be Frustrated and Systemic Risk Perpetuated, The Center for Law and Economic Studies Columbia University School of Law, Working Paper No. 414, January 9 2012, 14.

²⁴Cherednychenko O.O., The Regulation of Retail Investment Services in the EU: Towards the Improvement of Investor Rights?, 33 Journal of Consumer Policy, 2010, 403–424, 423.

²⁵იხ. BME Report 2007.

კაპიტალის ბაზრის რეგულატორების რეაქცია თითქმის ყველგან დაგვიანებული აღმოჩნდა.

კრიზისმა აჩვენა, რომ ხშირ შემთხვევაში პრობლემას წარმოადგენდა არა მარეგულირებელი ნორმების არარსებობა, არამედ მათი არასწორი გამოყენება, არასწორი პოლიტიკა და არასწორი ზედამხედველობა. აღნიშნული გამოწვეულია არა მხოლოდ მარეგულირებლების საქმიანობაში არსებული ხარვეზებით, არამედ კრიზისის ახალი მახასიათებლებით. ეს არის შეუსაბამობა გლობალიზაციასა და ნაციონალურ, რეგიონალურ და მეგარეგიონულ რეგულირებას შორის. კრიზისმა აჩვენა, ასევე, რეგულატორების არაეფექტიანობა. გამოიკვეთა პასუხისმგებლობის, უფრო სწორად, უპასუხისმგებლობის პრობლემა. თითქმის ყველამ დაუშვა შეცდომა, მაგრამ არ არსებობს კონკრეტული დამნაშავე.²⁶

შესაბამისად, გლობალურმა ფინანსურმა კრიზისმა ცხარე დებატები წამოჭრა ფინანსური სამართლისა და რეგულირების ფუნდამენტურ, ძირეულ საკითხებთან დაკავშირებით. აქედან გამომდინარე საკვლევი თემის აქტუალურობა მეცნიერული თვალსაზრისით განაპირობებულია იმ ფაქტით, რომ ინვესტორის, განსაკუთრებით მცირე ინვესტორის, დაცვის პრობლემა გადაჭრილი არ არის თეორიულადაც. ინტერესი საკითხისადმი დიდია, თუმცა ინვესტორების დაცვის სამართალი ჯერ მხოლოდ განვითარების საწყის სტადიაზეა.

ევროპის კავშირში კაპიტალის ბაზარზე მცირე ინვესტორთა დაცვის საკითხის კვლევის ინტენსიურობა და ხასიათი დამოკიდებულია და ცვლილებას განიცდის ამ სფეროში ევროპის კავშირის პოლიტიკასთან ერთად. თავდაპირველად, 2007 წლის გლობალურ ფინანსურ კრიზისამდე არსებულ აკადემიურ ლიტერატურასა და სამეცნიერო სტატიებში ძირითადად განხილული იყო ინვესტორთა დაცვის ფართო ფენომენი, მისი დაკონკრეტების გარეშე, როგორც უფრო მეტად ლიკვიდური და ეფექტიანი ბაზრების ამოცანის მიღწევის საშუალება. აღნიშნული გამომდინარეობს, ევროპის კავშირის მიერ ინვესტორთა დაცვისთვის ასეთი სუბორდინირებული როლის მინიჭებისა და მისი კონკრეტული მიზნის მიღწევის საშუალებად განხილვიდან. შესაბამისად, თითქმის არ გვხვდება ნაშრომი, რომელიც კონკრეტულად მცირე ინვესტორთა დაცვის საკითხს ეხება. სამეცნიერო ლიტერატურაში ამ მიმართულებით ახალი პერსპექტივა შემოიტანა 2004 წლის ფინანსური ინსტრუმენტების ბაზრების შესახებ დირექტივამ, რომელმაც ახალ ეტაპზე გადაიტანა დისკუსია და კაპიტალის ბაზარზე ინვესტორთა დაცვას მიანიჭა დამოუკიდებელი მიზნის როლი. შესაბამისად, წამოვიდა დირექტივის ანალიზისადმი მიძღვნილი ნაშრომების ტალღა ინვესტორთა დაცვის საკითხის მიმართ გაზრდილი აქცენტით,²⁷ თუმცა ევროპის კავშირში კაპიტალის ბაზარზე კონკრეტულად მცირე ინვესტორთა დაცვის საკითხი

²⁶ჯიბუტი ს., ფინანსური კრიზისი და ინვესტორთა ინტერესების დაცვის სამართლებრივი სისტემის უზრუნველყოფა, ბურდული ა. რედ., საკორპორაციო სამართლის კრებული II, საკორპორაციო, საბანკო და ეკონომიკური სამართლის ინსტიტუტი, თბილისი, „მერიდიანი“, 2014, 272.

²⁷მაგ.: Guido Ferrarini, Eddy Wymeers, Investor Protection in Europe: Corporate Law Making, the MiFID and beyond, Oxford University Press, Oxford, 2006.

განსაკუთრებული მეცნიერული ინტერესის სფერო მხოლოდ 2007 წლის გლობალური ფინანსური კრიზისის შემდეგ გახდა. აღნიშნული განაპირობა გლობალური ფინანსური კრიზისის შედეგად მცირე ინვესტორების უპრეცედენტო დანაკარგებმა და მათ საპასუხოდ ევროპის კავშირის პოლიტიკურ განრიგში მცირე ინვესტორთათვის ერთ-ერთი წამყვანი ადგილის მინიჭებამ, რაც უპრეცედენტო ცვლილებას წარმოადგენდა ევროპის კავშირის არსებობის ისტორიაში. შესაბამისად, ბოლო რამდენიმე წელია საკითხისადმი ინტერესი განუწყვეტლივ იზრდება და ასევე იზრდება მეცნიერთა რაოდენობა, რომლებიც ამ ფენომენის კვლევით ინტერესდებიან. თუმცა, მიუხედავად გლობალური ფინანსური კრიზისისა და მის შედეგად კაპიტალის ევროპულ ბაზარზე განხორციელებული მოვლენების მიმართ მიძღვნილი ლიტერატურის ფართო მოცულობისა, კონკრეტულად მცირე ინვესტორთა ინტერესების დაცვის საკითხზე ორიენტირებული ლიტერატურა დღეისათვის უმნიშვნელოა. აღნიშნულ სფეროში პოლიტიკის დოკუმენტები და აგნარიშები მნიშვნელოვნად აღემატება აკადემიური ლიტერატურისა და სამეცნიერო სტატიების ოდენობას. დღემდე არსებული ყველაზე ამომწურავი ნაშრომი, რომელიც კაპიტალის ევროპულ ბაზრებზე ინვესტორთა დაცვას განიხილავს – მცირე ინვესტორთა პერსპექტივისა და გლობალური ფინანსური კრიზისის კონტექსტის გათვალისწინებით, არის *ნიმ მოლონის* ნაშრომები.²⁸ კაპიტალის ევროპულ ბაზრებზე მცირე ინვესტორთა დაცვის ცალკეულ ასპექტებზე (ძირითადად ღიაობა და ქცევითი ეკონომიკა) მიძღვნილი მნიშვნელოვანი ნაშრომების ავტორები არიან ასევე *გაეტანე შაკენ ვილემარსი*,²⁹ *ედი ვაიმეერში*³⁰ და *ემილიო ავგულეასი*.³¹

აქვე უნდა აღინიშნოს, რომ ქართულ სამართლებრივ აკადემიურ და სამეცნიერო ლიტერატურაში სადისერტაციო ნაშრომის კვლევის საგანი კვლევის ახალ სფეროს, მიმართულებას წარმოადგენს და დღესდღეობით, დისერტაციის ავტორის პუბლიკაციების გარდა, აღნიშნულ სფეროში არ არსებობს მონოგრაფიული ნაშრომი ქართულ ენაზე. თუმცა, აუცილებლად უნდა იქნეს აღნიშნული ქართულ ენაზე შესრულებული ისეთი ნაშრომები, როგორიც არის: ნინო ჯიბუტის (*ჯიბუტი ნ.*, სარეიტინგო კომპანიის სამართალი, ჩამოყალიბების და განვითარების პრობლემები, სადისერტაციო ნაშრომი სამართლის დოქტორის აკადემიური ხარისხის მოსაპოვებლად, თბილისი, 2015); აკაკი ქირიას (*ქირია ა.*, სამართლის ეკონომიკური ანალიზი და მისი მეთოდოლოგიური საზღვრები, საკორპორაციო სამართლის კრებული, ტომი II, მერიდიანი, თბილისი, 2014); გიორგი ცერცვაძის (*ცერცვაძე გ.* შესავალი საერთაშორისო საინვესტიციო სამართალში, მერიდიანი, თბილისი,

²⁸მაგ.: *Niamh Moloney*, How to Protect Investors: Lessons from the EC and the UK, Cambridge University Press, Cambridge, 2010; *Niamh Moloney*, EU Securities and Financial Markets Regulation, Oxford EU Law Library, Third Edition, Oxford, 2014; *Moloney N.*, EC Securities Regulation, Oxford University Press, Oxford, 2008, 2 ed.

²⁹მაგ.: *Willemaers G. S.*, The EU Issuer Disclosure Regime: Objectives and Proposals for Reform, Kluwer Law International, Brussels, 2011.

³⁰*Wymeersch E.*, The Institutional Reforms of the European Financial Supervisory System, An Interim Report, Belgium, 2010.

³¹*Avgoles E.*, What Future for Disclosure as a Regulatory Technique? Lessons from the Global Financial Crisis and Beyond, ხელმისაწვდომია: www.ssrn.com.

2013); ზვიად გაბისონიას (*გაბისონია ზ.*, საბანკო სამართალი, მერიდიანი, თბილისი, 2012 და *გაბისონია ზ.*, საინვესტიციო დავის მონაწილე იურიდიულ პირთა იურისდიქცია, დისერტაცია, თბილისი, 2002); ირაკლი ბურდულის (*ბურდული ი.*, სააქციო სამართლის საფუძვლები, ტომი I, მერიდიანი, თბილისი, 2010); რომან შენგელიას (*შენგელია რ.*, საზღვარგარეთის ქვეყნების საფინანსო სამართალი, თბილისი 2004 და *შენგელია რ.*, საფინანსო სამართალი, თბილისი 2004); მიხეილ ჯიბუტისა და ქართლოს ყორანაშვილის (*ჯიბუტი მ.*, *ყორანაშვილი ქ.*, „ფასიანი ქაღალდების შესახებ“ საქართველოს კანონის კომენტარი, თბილისი, 2004) ნაშრომები, რომლებიც სადისერტაციო ნაშრომის კვლევის საგანთან მჭიდროდ დაკავშირებულ სფეროებს ეხება.

ლიტერატურის მიმოხილვის დასასრულს უნდა ითქვას, რომ არსებული აკადემიური ლიტერატურა უკვე ეხება კაპიტალის ბაზარზე მცირე ინვესტორთა დაცვის მნიშვნელოვან ასპექტებს, თუმცა აკადემიურ ლიტერატურაში მცირე ინვესტორთა დაცვის სფეროში გატარებული ევროპული რეფორმების ანალიზი ძირითადად სექტორალურია, ანუ სამეცნიერო ნაშრომების ფოკუსი შემოიფარგლება ერთი კონკრეტული პრობლემის ანალიზით. კვლევის სფეროში იშვიათად გვხვდება ნაშრომები, რომლებიც ემსახურებიან ფართო სურათის წარმოჩენას ან მიზნად ისახავენ სფეროს სრულყოფილ, ყოვლისმომცველ, სისტემურ ანალიზს. იშვიათად გვხვდება ასევე ნაშრომები, რომლებიც კვლევის საგანს უდგებიან შედარებითი პერსპექტივით – 2007 წლის გლობალურ ფინანსურ კრიზისამდე და მას შემდეგ. ევროპის კავშირის პოლიტიკის აქტიური დაინტერესება მცირე ინვესტორთა ბაზრებით ახალი ფენომენია და შესაბამისად კაპიტალის ბაზარზე მცირე ინვესტორთა დაცვის კვლევა საწყის სტადიაზე იმყოფება, რაც, რა თქმა უნდა, დიდ ადგილს ტოვებს სამომავლო კვლევისთვის, რომელმაც უფრო მეტად უნდა გააფართოოს კვლევის მიზნები და ფოკუსი.

ლიტერატურის ანალიზი იძლევა იმ დასკვნის საშუალებას, რომ მცირე ინვესტორთა დაცვის საკითხი არასაკმარისადაა შესწავლილი და მნიშვნელოვანია ამ ნაკლოვანების შევსება.

ფასიანი ქაღალდების ქართული ბაზარი განვითარების საწყის ფაზაშია და ამ მიმართულებითაც შეინიშნება სამეცნიერო ნაშრომების სიმცირე. შესაბამისად, ამ საკითხებზე მიძღვნილი სადისერტაციო ნაშრომი ღირებული იქნება ქართული იურიდიული მეცნიერებისთვის. თუმცა კაპიტალის ბაზართან დაკავშირებული საკითხები აქტუალურია არა მარტო ახალი თემატიკით ქართული სამართლის კვლევებში, არამედ საქართველოში კაპიტალის ბაზრის ფუნქციონირებისა და რეგულირების კონტექსტშიც. საქართველოში კაპიტალის ბაზრის სუსტი განვითარების გამო, დარგის სამართლებრივი სისტემის, კანონმდებლობის შემდგომი განვითარებისთვის არაა საკმარისი ამ სფეროში არსებული პრაქტიკული გამოცდილების განზოგადება. აუცილებელია განვითარებული ქვეყნების საუკეთესო გამოცდილების საქართველოში გადმოტანის ხელშეწყობა. ეს აქტუალურს ხდის განვითარებული სამართლებრივი სისტემის ფარგლებში განხორციელებული რეფორმების ანალიზის ჩატარებას ეფექტიანი ნორმების საქართველოში დანერგვის მიზნით. შესაბამისად, ინვესტორის ინტერესის დაცვის ევროპული სისტემის რეფორმის ანალიზისა და ლოგიკური დასკვნების გადმოტანის შედეგად, ნაშრომის მნიშვნელოვანი მიზანია ევროპული გამოცდილების

ქართულ რეალობაში გამოყენების მიმართულებით რეკომენდაციების შექმნა და ამით კაპიტალის ბაზრის სფეროში არსებული ქართული რეალობის შევსება. მით უმეტეს მნიშვნელოვანია ეს საკითხი „ასოცირების შესახებ შეთანხმების, ერთი მხრივ, საქართველოსა და მეორე მხრივ, ევროკავშირსა და ევროპის ატომური ენერჯის გაერთიანებას და მათ წევრ სახელმწიფოებს შორის” ფარგლებში საქართველოს კანონმდებლობის ევროკავშირის კანონმდებლობასთან ჰარმონიზების პროცესისათვის.

სადისერტაციო ნაშრომს აქვს **შემეცნებითი** დატვირთვა. მასში მოცემული კვლევის შედეგების გამოყენება შეიძლება ეკონომიკური სამართლის დისციპლინების სწავლების დროს, კაპიტალის ბაზრის სამართალთან დაკავშირებული პრობლემური სემინარებისა და კურსების დროს.

ნაშრომის კვლევის **ობიექტია** ინვესტორების ინტერესების დაცვა კაპიტალის ბაზრის სამართლის სისტემაში, ხოლო **კვლევის საგანია** დინამიკაში განხილული მცირე ინვესტორების დაცვის პრობლემატიკა ევროპის კავშირისა და საქართველოს სამართლებრივი სისტემის მიხედვით.

კვლევის ძირითადი მიზანი და ამოცანები

ნაშრომის მთავარი მიზანია მცირე ინვესტორების დაცვის ევროპული სამართლის ინსტრუმენტების განვითარებისა და რეფორმების შესწავლა ნორმატიული აქტების, ინსტიტუტების, აგრეთვე სამართლის სფეროში უცხოური (ინგლისური, გერმანული, რუსული) სამეცნიერო ლიტერატურის სისტემური ანალიზის საფუძველზე, მისი კრიტიკული და შედარებითი ანალიზი ორ ისტორიულ კონტექსტში – მსოფლიო ფინანსურ კრიზისამდე და მის შემდეგ, ჯერ ერთი, წარმატებების განზოგადებისა და წარუმატებლობის მიზეზების დაძლევის გზების დასადგენად და, მეორე, ევროპული გამოცდილების საქართველოს სინამდვილეში ადაპტაციისა და მცირე ინვესტორების შესახებ ევროპული ცოდნის ქართულ სამართლებრივ სამეცნიერო სივრცეში დასამკვიდრებლად.

სადისერტაციო ნაშრომის მიზანია პასუხი გაეცეს შემდეგ კითხვებს: არის ეს რეფორმები კრიზისამდე არსებული მიდგომების უბრალოდ გადაშუშავებული ვარიანტი, თუ ევროპელი მარეგულირებელი გვთავაზობს ძველი მიდგომების ახალ ალტერნატივას? სწორი მიმართულებით მიდის თუ არა მცირე ინვესტორთა დაცვის რეფორმა ევროპაში? შესაძლებელი იქნება თუ არა რეფორმის შედეგად ინვესტორთა დაცვის გაუმჯობესება და ახალი ფინანსური კრიზისის დროს ეს გარდაქმნები დაიცავს თუ არა მცირე ინვესტორებს დანაკარგებისაგან? სრულად აცნობიერებს თუ არა ევროპელი მარეგულირებელი ინვესტორთა დაცვის საშუალებების პოტენციალს და საზღვრებს? რა მნიშვნელობა აქვს მცირე ინვესტორთა დაცვის ევროპულ ინსტრუმენტებსა და მათ რეფორმას საქართველოსთვის?

დასახული მიზნების მისაღწევად შემუშავდა შემდეგი ამოცანები:

-ფინანსური კრიზისის გაკვეთილების განზოგადება;

-ინვესტორთა დაცვის არსის, დაცვის ძირითადი საშუალებებისა და საზღვრების გარკვევა;

-ინვესტორთა დაცვის ევროპული ინსტრუმენტების დახასიათება, ამ სისტემის ფუნქციონირების ანალიზი ფინანსურ კრიზისამდე და კრიზისის პერიოდში;

-სამართლებრივი რეფორმების შესწავლა, ერთი მხრივ, ინვესტორის დაცვის სისტემაში ფინანსური კრიზისის შედეგად გამოვლენილი ნაკლოვანებების აღმოფხვრის და, მეორე მხრივ, ისეთი სამართლებრივი სისტემის უზრუნველყოფის მიმართულებით, რომელიც იძლევა მომავალში კრიზისის ეფექტიანი პრევენციის საშუალებას;

-მცირე ინვესტორთა დაცვის ევროპული ინსტრუმენტების რეფორმების ძირითადი მიმართულებების ხარისხის, ინტენსივობისა და შედეგების ანალიზი და განზოგადება.

თემატური შეზღუდვები

გლობალური ფინანსური კრიზისის შემდგომ განუწყვეტლივ ხდება ფინანსური რეგულირების გადახედვა და გადამუშავება, რაც ფინანსურ რეგულირებას მოძრავ მიზნად ხდის. ევროპულ დონეზე არსებული საკანონმდებლო დანაწესების ფართო მოცულობის გამო ინვესტორთა დაცვის სფეროსთვის მნიშვნელოვანი ყველა დირექტივის, რეგულაციის თუ სხვა დანაწესის დრმა წარმოჩინება სადისერტაციო ნაშრომის ფარგლებში შეუძლებელია. შესაბამისად საჭიროა სელექციური მიდგომა გამოსაკვლევი მასალის მიმართ და კომპრომისის პოვნა კაპიტალის ბაზარზე ინვესტორთა დაცვის ევროპული ინსტრუმენტების გამოსაკვლევად არჩეულ წრესა და ანალიზის სიღრმეს შორის. აღნიშნულიდან გამომდინარე, ნაშრომი აქცენტს აკეთებს და შემოიფარგლება კაპიტალის ბაზარზე ინვესტორთა დაცვის სფეროში მხოლოდ წამყვანი ევროპული დირექტივებისა და რეგულაციების ანალიზით. ამასთან, სადისერტაციო ნაშრომი არ ეხება ინვესტორთა დაცვას დაზღვევის სფეროში (შესაბამისად *Insurance Mediation Directive (IMD)*). ასევე სადისერტაციო ნაშრომი არ განიხილავს ემიტენტის გამჭვირვალობის დანაწესებს (შესაბამისად *Transparency Directive*), რომელთან მიმართებითაც მნიშვნელოვანი ხარვეზები არ გამოვლენილა გლობალური ფინანსური კრიზისის დროს (თუმცა დირექტივის გადამუშავება რეფორმების ფარგლებში მაინც მოხდა). ამასთან, კაპიტალის ბაზარზე მცირე ინვესტორის დაცვის მიმართულებით განხორციელებული რეფორმებიდან სადისერტაციო ნაშრომის აქცენტს აკეთებს მხოლოდ მცირე ინვესტორთა ინფორმაციული ღიაობისა და კონსულტაციის რეფორმებზე მცირე ინვესტორთა დაცვის წამყვანი ევროპული ინსტრუმენტების მიხედვით. სადისერტაციო ნაშრომში გაკეთებული შეფასებები და დასკვნები ზოგიერთ ინსტრუმენტთან მიმართებით არის წინასწარი, რადგან ევროპის კავშირში ინვესტორთა დაცვის გაუმჯობესების რეგულირება ჯერ დაუსრულებელ სამუშაოს წარმოადგენს და რეფორმების შედეგად მიღებული ინსტრუმენტები ან ახლახან შევიდა ძალაში, ან ჯერ კიდევ არ შესულა ძალაში. როდესაც საუბარია ინვესტორებსა და მათ ინტერესებზე, წინამდებარე ნაშრომს მხედველობაში აქვს მცირე ინვესტორები. ამ ტერმინში პირველ რიგში იგულისხმებიან კერძო პირები, რომლებიც საკუთარი კერძო ქონების ინვესტირებას ახდენენ კაპიტალის ბაზარზე. მიუხედავად იმისა, რომ ინვესტორთა ეს კატეგორია ფლობს, განკარგავს უფრო ნაკლებ კაპიტალს, ვიდრე ინსტიტუციონალური ინვესტორები, სწორედ მცირე ინვესტორები არიან ინვესტორები, რომელთა დანაკარგებიც წელიწადში 20-30 მილიარდ ევროს უტოლდება. მცირე ინვესტორები არიან ასევე ისინი, რომლებიც იურიდიულ, ეკონომიკურ ლიტერატურასა და კანონმდებელს პყავთ მხედველობაში,

როდესაც საუბარია (ინდივიდუალურ) ინვესტორთა დაცვაზე. ნაშრომი აფასებს და ითვალისწინებს რეფორმებსა და ცვლილებებს 2015 წლის 22 მაისის მდგომარეობით.

კვლევის მეთოდი

კვლევისას გამოყენებულია საერთომეცნიერული მეთოდები. კვლევის მიზნებიდან გამომდინარე ძირითადად გამოყენებულია სისტემური მიდგომა, შედარებითი ანალიზი და ისტორიულ-ლოგიკური მეთოდი.

ნაშრომის მეცნიერული სიახლე და ძირითადი მიგნებები

ჩატარებული კვლევის მეცნიერული სიახლე განისაზღვრება იმით, რომ მასში მოცემული დასკვნები მიღებულია ქართული სამართლის მეცნიერების ისტორიაში კაპიტალის ბაზარზე მცირე ინვესტორების ინტერესების დაცვის შესახებ პირველი კომპლექსური და მონოგრაფიული გამოკვლევის ფარგლებში, რაც საშუალებას იძლევა ობიექტურად შეფასდეს ევროპის კავშირის გამოცდილება, აისახოს ის შესაბამის სამართლებრივ დანაწესებში და მოხდეს ქართული სამართლებრივი სისტემის ჰარმონიზება ევროპულთან. აგრეთვე, საქართველოში მცირე ინვესტორებთან დაკავშირებულ საკითხებზე კაპიტალის ბაზრის სამართლის სწავლება და შემდგომი კვლევის პროცესი წარმართოს ქართულენოვანი ნაშრომის შესწავლისა და კრიტიკული ანალიზის საფუძველზე.

ნაშრომში პირველადია მოცემული მცირე ინვესტორების დაცვის რეგულირების დანაწესებისა და ინსტიტუტების ისტორიულ-სამართლებრივი ანალიზი მსოფლიო ფინანსურ კრიზისამდე და კრიზისის შემდეგ, დადგენილია განვითარების ვექტორები და სახეები.

სადისერტაციო ნაშრომში განხილულია ინვესტორის დაცვის ძირითადი ევროპული ინსტრუმენტები, 2007 წლის გლობალური ფინანსური კრიზისის შემდგომ რეგულაციები და მოცემულია კაპიტალის ბაზარზე მცირე ინვესტორთა დაცვის ევროპული ინსტრუმენტების რეფორმის ეფექტიანობისა და მცირე ინვესტორთა დაცვის ევროპული პოლიტიკის წარმატების პოტენციალის ანალიზი. ინვესტორთა დაცვის ძირითადი საშუალებებიდან ნაშრომში ხაზგასმულია ინვესტორთა ინფორმაციული ღიაობის უზრუნველყოფა, რომელიც ყველაზე უფრო ფართოდ გამოიყენება ევროპაში, და აგრეთვე ინვესტორთა კონსულტაცია (რჩევა). ევროპული რეფორმის მიმართულების სისწორის შეფასების საფუძველად გამოყენებულია ე.წ. „ქცევითი ეკონომიკის“ აღმოჩენები მცირე ინვესტორთა შეზღუდული კოგნიტიური უნარების შესახებ. ამასთან, ყველა საკითხი განხილულია საქართველოს ევროკავშირში ინტეგრირებისა და მასთან სამართლის ჰარმონიზების თვალთახედვით, ანუ რამდენად შეუძლია საქართველოს სამართლებრივ სისტემას ადაპტირება მცირე ინვესტორების დაცვის ევროპული ნორმებსა და რეგულაციებთან.

ავტონომიური ფასეულობა აქვს ლიტერატურაში მოცემული პოზიციების ანალიზს და მის გამოყენებას რეფორმის შედეგების შესაფასებლად. ნაშრომში გამოყენებულია შემდეგი მიდგომა: განსახილველ საკითხებთან, დირექტივები, ცალკეული დანაწესები, პრინციპები და ა.შ., დაკავშირებით იდენტიფიცირებულია სამეცნიერო ლიტერატურაში არსებული პოზიციები და არგუმენტები და მათ საფუძველზეა განხორციელებული დასკვნები; ნაჩვენებია, თუ როგორი დამოკიდებულებაა მოვლენების შეცნობასა და მათ

სამართლებრივ დანაწესებში ასახვას შორის; როგორ აისახება კაპიტალის ბაზრის სამართლის პრობლემების თეორიული შესწავლა და გადაწყვეტა სამართალშემოქმედებით და სამართლის გამოყენების საქმიანობაზე და პირიქით; სამართლებრივი აქტების შინაარსი, სამართლებრივი პოლიტიკის მიმართულებები რა გავლენას ახდენენ სამართლის კონცეფციებზე.

ევროპის კავშირში კაპიტალის ბაზარზე მცირე ინვესტორთა დაცვის სფეროში არსებული თანამედროვე ლიტერატურის ანალიზის საფუძველზე განხორციელებულია მცდელობა, ამოცნობილ იქნეს არსებული ლიტერატურის მიერ ღიად დატოვებული საკითხები და პრობლემები, რომლებიც მეცნიერების მხრიდან მეტ ყურადღებას იმსახურებს. სადისერტაციო ნაშრომის მიზანია, მკითხველმა მოკლე დროში მოახერხოს კვლევის სფეროში განხორციელებული სამეცნიერო სამუშაოების შესახებ ზოგადი სურათის წარმოდგენა.

ნაშრომში დადგენილია კაპიტალის ბაზარზე მცირე ინვესტორის დაცვის ევროპული ინსტრუმენტების გაუმჯობესების მიზნით განხორციელებული რეფორმების ძირითადი მიმართულებები მისი მიღწევები და ის მთავარი ნაკლოვანებები, რომელიც რეფორმის შემდეგაც გადაუჭრელი რჩება. შემოთავაზებულია ამ პრობლემების გადაჭრის გზები ევროპის სინამდვილისათვის და რეკომენდაციები ევროპული გამოცდილების ქართულ რეალობაში გადმოტანის მიმართულებით.

ნაშრომის მეცნიერული სიახლის ამ ზოგად დახასიათებას აკონკრეტებს შესაბამის თავებსა და პარაგრაფებში ასახული და დასაბუთებული სხვა შედეგები: დებულებები, მიგნებები და ნაშრომის ბოლოს მოცემული დასკვნები.

I. კაპიტალის ბაზარზე მცირე ინვესტორთა დაცვის არსი და ძირითადი საშუალებები

იმის დასადგენად, თუ როგორ უნდა მოხდეს ადამიანთა კონკრეტული ჯგუფის დაცვა, საჭიროა ამ ჯგუფის შესახებ ისეთი ცხადი სურათის ჩამოყალიბება, რომელიც შეასრულებს დამცავი ღონისძიებების ორიენტირისა და საფუძვლის როლს. ინვესტორთა დაცვის კონცეფციის შემუშავებამდე უნდა გაირკვეს ინვესტორის ვინაობა, რომელიც უნდა დაიცვას ამ რეგულირებამ. რა არის საერთოდ ინვესტორთა დაცვა, რატომ სურს კანონმდებელს ამ მიზნის მიღწევა, რა მნიშვნელობა აქვს მცირე ინვესტორების მონაწილეობას კაპიტალის ბაზარზე და რა რისკებისგან საჭიროებს ეს ჯგუფი დაცვას.

გავრცელებული მოსაზრებით, კაპიტალის ბაზარზე მცირე ინვესტორების მოსაზრებები მნიშვნელოვანია, მაგრამ ისინი, როგორც წესი, არასწორია. ხშირად მცირე ინვესტორებს მოიხსენიებენ, როგორც „dumb money“ (სუფელი ფული), რაც იმას ნიშნავს, რომ მათი რეალოკაციები საშუალოდ ამცირებს მათივე სიმდიდრეს. მცირე ინვესტორთა ქმედებები ხშირად გამოიყენება, საპირისპირო ინდიკატორად იმ გაგებით, რომ ამ ინდიკატორის საწინააღმდეგო ვაჭრობა იძლევა მოგების მიღების შანსს, თუმცა აღნიშნულთან დაკავშირებით ლიტერატურაში არ არის მიღწეული ერთიანი

პოზიცია. არსებობს მოსაზრებაც, რომ მცირე ინვესტორთა გარკვეული ჯგუფები შეიძლება არ ცდებოდნენ თავიანთი სავაჭრო გადაწყვეტილებების მიღებაში და მათი ვაჭრობა შეიძლება გამოყენებული იქნეს პოზიტიურ ინდიკატორად („*smart money*“ – ჭკვიანი ფული). იმის მიუხედავად, მცირე ინვესტორები წარმოადგენენ „*dumb money*“-ს თუ „*smart money*“-ს, ის ფაქტი, რომ მცირე ინვესტორთა მიერ კაპიტალის ბაზარზე ვაჭრობა არ არის უმნიშვნელო, არ იცვლება. იმ შემთხვევაში, თუ მცირე ინვესტორები ვაჭრობენ შეთახმებულად, ერთნაირად, საბაზრო ფასზე მათი გავლენა საკმაოდ დიდია. შესაბამისად, ბაზრის მონაწილეებისთვის მნიშვნელოვანია შეაფასონ მცირე ინვესტორთა ვაჭრობა და გაიგონ მათი სავაჭრო ქცევა. მცირე ინვესტორთა ვაჭრობა ფართოდ არის სტიმულირებული გრძნობით, განწყობით. ინსტიტუციონალური ვაჭრობისგან განსხვავებით, რომელიც, როგორც წესი, ემყარება პროფესიულ ანალიზს, მექანიზმებსა და ექსპერტების მოსაზრებებს, მცირე ინვესტორები ვაჭრობენ „ხმაურზე“, ანუ ისეთი ინფორმაციის საფუძველზე, რომელიც ეფუძნება არა ფუნდამენტურ ფაქტებს, არამედ, მაგალითად, ისტორიულ, ან განსაკუთრებით საყურადღებო ინფორმაციებს.³²

მცირე ინვესტორები შეადგენენ 15% იმ საზოგადოებისა, რომელიც ახდენს ევროპაში კაპიტალის ბაზარზე დაშვებულ აქციებში ინვესტირებას. ეკონომიკური კუთხით მცირე ინვესტორები ზრდიან ლიკვიდურობას. ფართოდ არის აღიარებული, რომ ფინანსურ ბაზრებზე ირიბი მონაწილეობით მცირე ინვესტორებს მნიშვნელოვანი წვლილი შეაქვთ ეკონომიკის განვითარებაში. მცირე ინვესტორთა ვაჭრობა ზრდის ბაზრის ლიკვიდურობას, რაც, თავის მხრივ, ბაზრის ეფექტიანობის მნიშვნელოვან ელემენტს წარმოადგენს.³³ პოლიტიკური კუთხით, ევროპის კავშირს სჭირდება იპოვოს მოხუცებული მოქალაქეების, პენსიების დაფინანსების ალტერნატიული წყარო. ფინანსურ ბაზრებზე მცირე ინვესტორთა მონაწილეობის გაზრდის ხელშეწყობა, განიხილება, როგორც ერთ-ერთი ასეთი ალტერნატივა.³⁴ ანუ, ინვესტორთა დაცვა წარმოადგენს, ერთი მხრივ, სოციალური დაცვას ან მომხმარებელთა დაცვას, მეორე მხრივ, კი ის მოიაზრება, როგორც წმინდა ფუნქციური დაცვა.³⁵ მას მჭიდრო და ორმხრივი დამოკიდებულება გააჩნია ბაზრის ფუნქციონირების უნართან.³⁶ ეფექტიანი და ფუნქციონირებადი კაპიტალის ბაზარი წარმოადგენს ეკონომიკის კაპიტალით მომარაგების და ამით რეალური ზრდისა და სტაბილურობის, სამუშაო ადგილებისა და გარანტირებული შემოსავლის საფუძველს.³⁷ კაპიტალის ბაზრების ეფექტიანობა დამოკიდებულია ინვესტორთა გრძელვადიან ნდობაზე ბაზრის სტაბილურობის, გამჭვირვალობისა და სამართლიანობის მიმართ.³⁸ როდესაც

³²Burghardt M., Retail Investor Sentiment and Behavior: An Empirical Analysis, Gabler Research, Wiesbaden, 2011, 1-2.

³³Willemaers G. S., The EU Issuer Disclosure Regime: Objectives and Proposals for Reform, Kluwer Law International, Brussels, 2011, 32.

³⁴იქვე, 50-51.

³⁵Nicodem D., Dopellisting und Anlegerschutz im amerikanischen und deutschen Recht am Beispiel der Börsenrechtlichen Ad-hoc-Publizität, Frankfurt am Main, 2006, 60.

³⁶Bode C., Anlegerschutz und Neuer Markt, Gottmadingen, 2006, 51.

³⁷Halfpap P., Kapitalmarktaufsicht in Europa und den USA, Frankfurt am Main, 2008, 1.

³⁸Schimansky H., Bunte H.J., Lwowsky H.J., Bankrechts- Handbuch, Band III, 3. Aufl., München 2007, § 109

ინვესტორი ენდობა ბაზრის სამართლიანობას, მხოლოდ მაშინ, იქნება იგი მზად, მოახდინოს კაპიტალის ინვესტირება. ინვესტორთა დაცვას მოაქვს კაპიტალი ბაზარზე და ზრდის ლიკვიდურობას, ამით კი, ბაზრის ფუნქციონირების უნარს.³⁹ სხვა სიტყვებით, ინვესტორთა დაცვა შეიძლება ეხებოდეს თითოეული ინვესტორის ინტერესების დაცვას (ინდივიდუალური ინვესტორის დაცვა) ან მოიცავდეს ყველა ახლანდელ და მომავალ ინვესტორს, რომლებიც ექებენ წვდომას ფინანსურ ბაზრებზე (ინვესტორთა პუბლიკის დაცვა, ზეინდივიდუალური ინვესტორთა დაცვა). ფუნქციონირების უნარის დაცვის ქვეშ გაიგება ფინანსური ბაზრების მექანიზმებისა და დაწესებულებების, სისტემის სტაბილურობისა და ფუნქციონირების უნარის გარანტირება. ინდივიდუალური ინვესტორთა დაცვისგან განსხვავებით ეს მხოლოდ საჯარო ინტერესს ეხება. თუმცა უმეტესწილად ინვესტორთა დაცვის ტერმინში გულისხმობენ ნორმებს, რომლებიც ინდივიდუალური ინვესტორის დაცვას ემსახურება, განსაკუთრებით ქონების დაკარგვისგან. უფრო ფართო ინვესტორთა პუბლიკის დაცვის სუბსუმირება კი ხდება ფუნქციონირების უნარის დაცვის ქვეშ.⁴⁰

ინვესტიციების სისტემაში „შემადგენლობის“ მიხედვით რეალურ, ინტელექტუალურ და ფინანსურ ინვესტიციებს ასხვავებენ. ფასიანი ქაღალდები მიეკუთვნება არა ნივთიერ ან ინტელექტუალურ საქონელს, არამედ ნდობის საქონელს, რომელსაც სადად მოაზროვნე ინვესტორი შეიძენს მხოლოდ მაშინ, როდესაც მას უტყუარი ინფორმაცია აქვს ამ პროდუქტის საწყისი სანდოობისა და ფულადი შეპირების შემდგომი შესრულების შესახებ.⁴¹

ინვესტორთა რისკები განსხვავებულია სხვადასხვა ქვეყნებში და დამოკიდებულია ამ ქვეყნის პოლიტიკურ, სოციალ-ეკონომიკურ, ფინანსურ, სამართლებრივ და კრიმინოგენურ სიტუაციაზე. ეს რისკები განსაზღვრავს მოცემული ქვეყნის „საინვესტიციო კლიმატს“. როდესაც ვსაუბრობთ ინვესტორთა რისკებზე, საუბარია არა საკუთარი რისკით მიღებული გადაწყვეტილების შედეგებზე, რომელსაც ხან მოგებამდე, ხან კი წაგებამდე მიყვავართ, არამედ ის, რომ ეს მოგება და წაგება არ შეიძლება დამოკიდებული იყოს არაკეთილსინდისიერ საქციელზე, მაქინაციებსა და თადლითობაზე.

უკანასკნელი რამდენიმე წლის განმავლობაში და განსაკუთრებით ფინანსური კრიზისის წინა პერიოდში ევროპის კავშირში შეინიშნებოდა კაპიტალის ბაზარზე მცირე ინვესტორთა მიერ ინვესტირების ზრდის ტენდენცია. მცირე ინვესტორები სულ უფრო მეტად აბანდებენ თავიანთ დანახოვს კაპიტალის ბაზარზე, ვიდრე მათ ინახავენ საბანკო ანგარიშებზე.⁴²

Rdn. 8.

³⁹Bode C., *Anlegerschutz und Neuer Markt*, Gottmadingen, 2006, 59.

⁴⁰Thieme J., *Wertpapierdienstleistungen im Binnenmarkt*, Studien zum Bank- und Kapitalmarktrecht, Nomos, Baden-Baden, 2008, 36-37.

⁴¹Nicodem D., *Dopellisting und Anlegerschutz im amerikanischen und deutschen Recht am Beispiel der Börsenrechtlichen Ad-hoc-Publizität*, Frankfurt am Main, 2006, 60.

⁴²Tafara E., Peterson R.J., *A Blueprint for Cross-Border Access to U.S. Investors: A New International Framework*, 48 Harv.Int'l L. J. 31, 2007, 41.

ინვესტორთა დაცვის ძირეულ იდეას კაპიტალის ბაზრის მიმართ ინვესტორთა ნდობის უზრუნველყოფა წარმოადგენს, ანუ კაპიტალის ბაზრის მიმართ ინვესტორთა ნდობის გაზრდა და მათი დაცვა რისკებისა და დანაკარგებისაგან.⁴³ ხელშეკრულება ევროპის კავშირის ფუნქციონირების შესახებ⁴⁴ არ შეიცავს რაიმე სპეციალურ საფუძველს ინვესტორთა დაცვაზე ორიენტირებული სამართალშემოქმედებისთვის. როგორც ზემოთ უკვე იყო აღნიშნული, ხანგრძლივი დროის განმავლობაში ინვესტორთა დაცვა განიხილებოდა, როგორც მხოლოდ ეფექტიანი ბაზრების გარანტირების საშუალება. შესაბამისად, ინვესტორთა დაცვა, როგორც მიზანი, ყოველთვის სუბორდინირებული იყო ეფექტიანი და სამართლიანი ბაზრის შექმნის მიზანთან მიმართებით.⁴⁵ გლობალურმა ფინანსურმა კრიზისმა წვლილი შეიტანა ამ ფოკუსის შემობრუნებაში და ინვესტორთა დაცვა განიხილება, როგორც დამოუკიდებელი მიზანი და არა, როგორც მხოლოდ უფრო მეტად ეფექტიანი და ლიკვიდური ბაზრების შექმნის მიზნის მიღწევის საშუალება. შესაბამისად, უკანასკნელ წლებში, მცირე ინვესტორთა ბაზრები გახდა მარეგულირებელთა ყურადღების საგანი და მნიშვნელოვანი ადგილი დაიკავა საერთაშორისო პროგრამაში. აღნიშნულის მიზეზს წარმოადგენს არა ის, რომ თვითონ მცირე ინვესტორებმა დაიწყეს ინვესტირება საზღვრებს გარეთ და მცირე ინვესტორთა ბაზრები გახდა საერთაშორისო, არამედ ის, რომ მცირე ინვესტორთა ბაზრების რეგულირების კომპლექსურობამ, ინვესტორთა უადრესად დიდმა დანაკარგებმა, ინვესტორთა ნდობის დაკარგვამ და მუდმივი არაკეთილსინდისიერი გაყიდვის პრაქტიკამ, შექმნა მარეგულირებელი ფოკუსის ცვლილების საჭიროება.

ინვესტორის მიზანს, პირველ რიგში, წარმოადგენს მისი ქონების სუბსტანციის შენარჩუნება. „სწორედ ეს განასხვავებს ინვესტორს მოთამაშისაგან: ორივე, როგორც მოთამაშე, ასევე ინვესტორი, იღწვის რაც შეიძლება კარგი მოგების მიღებისთვის, მაგრამ მოთამაშეს ყოველთვის გათვითცნობიერებული აქვს, რომ იგი ხშირად, ალბათობის მაღალი ხარისხითაც კი, ყველაფერს წირავს. მისი საქმიანობა მხოლოდ გამართლებაზეა დამოკიდებული. ინვესტორისთვის კი ყოველთვის თავისი ქონების შენარჩუნება დგას წინა პლანზე“.⁴⁶ ინვესტორებს არ შესწევთ უნარი, სრულად მოიცვან და შეაფასონ კონკრეტული ფასიანი ქაღალდის რისკის პოტენციალი. ისინი დამოკიდებული არიან დამოუკიდებელი ექსპერტების სანდო და კომპეტენტურ კონსულტაციაზე. მაგრამ სწორედ ეს „დამოუკიდებლობა“ არ არის თვალსაჩინო. ბანკის კლიენტსა და მრჩეველს შორის ხშირად არსებობს მყარი, წლების განმავლობაში ჩამოყალიბებული, პირადი ნდობის ურთიერთობა. სწორედ ამ ნდობის საფუძველზე წყვეტს კლიენტი შეიძინოს მისთვის ასე „თბილად“ რეკომენდებული სერტიფიკატი ან

⁴³ კაპიტალის ბაზარზე მცირე ინვესტორთა მონაწილეობის სტიმულირების მიზეზებთან დაკავშირებით იხ. *Willemaers G. S., The EU Issuer Disclosure Regime: Objectives and Proposals for Reform*, Kluwer Law International, Brussels, 2011.

⁴⁴ The treaty on the Functioning of the European Union, C 326/47, 26.10.2012.

⁴⁵ *Willemaers G. S., The EU Issuer Disclosure Regime: Objectives and Proposals for Reform*, Kluwer Law International, Brussels, 2011, 28.

⁴⁶ *Van Randenborgh W., Zertifikate gehören nicht in die Hand privater Anleger!*, ZRP 3/2010, 76-79, 76.

ოფციონი. ბანკი კი იყენებს ამ ნდობის ბონუსს და თამაშობს საკუთარი კლიენტის წინააღმდეგ.⁴⁷

ინვესტორთა დაცვის გაუმჯობესებისთვის რამდენიმე ღონისძიება არსებობს: ფინანსური განათლება და კლიენტების ინფორმირება; პროდუქტისა და მომსახურების ინფორმაციის გაუმჯობესება; კონსულტანტების სერტიფიცირება; პროდუქტების აკრძალვა, იმის დადგენა თუ რა არ უნდა მიყიდონ მცირე ინვესტორებს; სავალდებულო ეთიკური სტანდარტი; კონსულტანტების ანაზღაურების ახალი ფორმები, თუმცა აბსოლიტურად უპრობლემო არც ერთი გადაწყვეტა არ არის.⁴⁸

აღსანიშნავია, რომ მიუხედავად იმ დიდი მნიშვნელობისა, რაც ენიჭება ინვესტორთა უფლებების დაცვას, აუცილებელია აღიარებული იქნეს ის ფაქტიც, რომ ამ უფლებებთან დაკავშირებულია ვალდებულებები. ინვესტორთა დაცვა უსაზღვრო ცნება არ არის. ის არ ნიშნავს მათ დაცვას ცუდი გადაწყვეტილებებისგან, არამედ ანიჭებს საშუალებას მიიღონ ინფორმირებული გადაწყვეტილებები და დაიცვან თავი თაღლითობისა და მდგომარეობის ბოროტად გამოყენებისგან თავისუფალ ბაზარზე.⁴⁹ ფინანსური სტაბილურობის საბჭოს 2011 წლის ანგარიში მომხმარებელთა ფინანსების შესახებ⁵⁰ მიუთითებს, რომ ფინანსური კრიზისის შემდგომ აქცენტი ძირითადად კეთდება მარეგულირებლის შეცდომებზე, განსაკუთრებით საჯარო ხელისუფლების უუნარობაზე, დაიცვან ინდივიდები ცუდი არჩევანისგან. ეს აქცენტი შეიძლება ძალიან შორს წავიდეს, თუ არ მოხდება პირადი პასუხისმგებლობის საკმარისად გათვალისწინება იმ თავისუფალი არჩევანისთვის, რომელიც მორალურად არასწორ არჩევანსაც მოიცავდა. აუცილებელია პირადი პასუხისმგებლობისთვის უფრო მეტი მნიშვნელობის მინიჭება. ბაზრის მონაწილეებს უნდა ჰქონდეთ უფლება, რომ დაუშვან შეცდომები და ისწავლონ ამ შეცდომებზე, მაგრამ უფრო მნიშვნელოვანია, რომ მათ გააცნობიერონ ის პასუხისმგებლობა, რომელიც მათ აქვთ საკუთარი არჩევანისთვის. ფართო მარეგულირებელი სქემები ქმნის საშიშროებას, რომ დროთა განმავლობაში მოხდეს ინვესტორების სიფრთხილის დონის, კეთილგონიერებისა და პრაქტიკულობის შემცირება და ამით შეიქმნას ხელოვნური გამამართლებელი საბუთი, საფუძველი უფრო მეტად ჩამრევი და ძვირი რეგულირებებისთვის.⁵¹

I.1. კაპიტალის ბაზარი და კაპიტალის ბაზრის სამართალი

სანამ უშუალოდ კაპიტალის ბაზარზე ინვესტორთა დაცვის საკითხის განხილვაზე გადავიდოდეთ, უნდა განვიხილოთ, აგრეთვე, თუ რა არის

⁴⁷ იქვე, 78.

⁴⁸ *Balling M., Lierman F., Van den Spiegel F., Ayadi R., Llewellyn D.T., New Paradigms in Banking, Financial Markets and Regulation?*, SUERF Study 2012/2, Vienna 2012, 210.

⁴⁹ Financial Stability Board, Consumer Finance Protection with particular Focus on Credit, Report, 26 October 2011, 3.

⁵⁰ Financial Stability Board, Consumer Finance Protection with particular Focus on Credit, Report, 26 October 2011.

⁵¹ *Juurikkala O., The Behavioural Paradox: Why Investor Irrationality calls for Lighter and Simpler Financial Regulation*, Fordham Journal of Corporate & Financial Law, Vol. XVIII, 2012, 33-93, 88.

კაპიტალის ბაზარი, რა როლს ასრულებს ის და კაპიტალის ბაზრის, როგორც სამართლის დარგის რაობა.

ტერმინ „კაპიტალში“ ზოგადად იგულისხმება ქონება, რომელიც იძლევა მოგებას, შემოსავალს. შემოსავლის მომტანი ასეთი ქონება შეიძლება არსებობდეს ფულის, ფასიანი ქაღალდების, მატერიალური ქონების, განსაკუთრებით მიწის მფლობელობის ან საწარმოების ფორმით. ფულისგან შემდგარ ქონებას ფულად ან ფინანსურ კაპიტალს უწოდებენ, განსხვავებით მატერიალური საგნებისგან შემდგარი ქონებისა, რომელსაც საგნობრივ ან რეალურ კაპიტალს უწოდებენ. ტერმინი „კაპიტალის ბაზარი“ ეხება მხოლოდ ფინანსურ კაპიტალს. ამიტომაც, კაპიტალის ბაზრები ყოველთვის ფინანსური ბაზრებია და არა საგნობრივი ბაზრები.⁵²

კაპიტალის ბაზარი წარმოადგენს ფინანსური ბაზრის ნაწილს. ფინანსურ ბაზარს, გარდა კაპიტალის ბაზრისა, მიეკუთვნება ასევე ფულადი ბაზარი, სავალუტო ბაზარი და დერივატების ბაზარი. ფულის ბაზარზე ხდება 12 თვემდე ვადის ინვესტიციებით ვაჭრობა. ინვესტიციები, რომლებსაც უფრო მეტი მოქმედების ვადა აქვთ, კაპიტალის ბაზარს უნდა მივაკუთვნოთ.⁵³

კაპიტალის ბაზარი წარმოადგენს ბაზარს, სადაც საწარმოები უცხო ან კერძო კაპიტალს იძენენ და სადაც უცხო და კერძო კაპიტალით ვაჭრობა შეიძლება მოხდეს. როგორც ეკონომისტები, ისე იურისტები ასხვავებენ პირველად ბაზრებს, სადაც ფასიანი ქაღალდის პირველადი განთავსება ხდება, და მეორად ბაზრებს, რომლებიც, როგორც წესი, ბირჟებად არის ორგანიზებული და სადაც შესაძლებელია ფასიანი ქაღალდებით ვაჭრობის განხორციელება პირველადი განთავსების შემდეგ.

იურიდიულ ტერმინოლოგიაში შესაძლებელია განსხვავება კაპიტალის ბაზრის ვიწრო და ფართო მნიშვნელობებს შორის. კაპიტალის ბაზარი ვიწრო გაგებით გულისხმობს მხოლოდ ფასიანი ქაღალდების ბაზარს, ანუ ბაზარს, სადაც მასობრივი, ინსტიტუციონალიზებული ვაჭრობა ხორციელდება სტანდარტიზებული ფინანსური პროდუქტებით. კაპიტალის ბაზარი ფართო გაგებით მოიცავს ასევე დერივატებით ვაჭრობასა და ე.წ. ნაცრისფერ ბაზარს, სადაც არასტანდარტიზებული ფინანსური პროდუქტებით⁵⁴ ვაჭრობა ხდება.⁵⁵

ამას გარდა, შესაძლებელია ბაზრების განსხვავება მათი ორგანიზების ხარისხის მიხედვით. ევროპულ სამართალში კაპიტალის ბაზარი ყველაზე მეტად რეგულირებად და ამით ყველაზე მეტად ორგანიზებულ ბაზარს წარმოადგენს. შედარებით ნაკლებად ორგანიზებულ ბაზარს წარმოადგენს ბანკთაშორისი ვაჭრობა, უფრო კონკრეტულად – ვაჭრობა ინსტიტუციონალურ ინვესტორებს (ბანკები, სადაზღვევო დაწესებულებები და საპენსიო ფონდები) შორის, მაგ., მრავალმხრივი სავაჭრო სისტემების საშუალებებით. ყველაზე სუსტად ორგანიზებულ ბაზარს ნაცრისფერი კაპიტალის ბაზარი წარმოადგენს.⁵⁶

⁵² Kumpel S., Bank- und Kapitalmarktrecht, Otto Schmidt KG, Köln, 2004, 1279.

⁵³ Zulauf U., Eggen M., Finanzmarktrecht, Dike, Zürich, 2013, 1-2.

⁵⁴ „wie v.a. GmbH-Anteile und Anteile von Publikumspersonengesellschaften“.

⁵⁵ Lutter M., Bayer W., Schmidt J., Europäisches Unternehmens- und Kapitalmarktrecht, Zeitschrift für Unternehmens- und Gesellschaftsrecht, Sonderheft 1, Teil 1, De Gruyter, 2012, 234.

⁵⁶ იქვე, 235.

ფინანსურ ბაზრებზე გამოდიან სხვადასხვა მონაწილეები. პირველ რიგში კი – ბაზრის პროფესიონალი მონაწილეები, ე.წ. ფინანსური შუამავლები. ტიპურ ფინანსურ შუამავლებად განიხილება ბანკები, სადაზღვევო კომპანიები, ფონდები, საპენსიო ფონდები. ბაზრის მონაწილეა ასევე ყველა პირი, რომელიც გამოდის ბაზარზე და სჭირდება კაპიტალი ან სურს ინვესტირება. ბაზრის სხვა მონაწილეები არიან ფინანსური ბაზრის ინფრასტრუქტურის მატარებლები, როგორც არის ბირჟა და ბოლოს სახელმწიფო, რომელიც ბაზარზე ერევა რეგულირების, ზედამხედველობისა და სამართლის აღსრულების გზით ან გამოდის, როგორც ბაზრის მონაწილე და თვითონ დებს ფინანსური ბაზრის სამართლებრივ გარიგებებს.⁵⁷

კაპიტალის ბაზარზე მონაწილე პირები მათი საბაზრო ფუნქციების მიხედვით შეიძლება რამდენიმე კატეგორიად დავეყოთ. ბაზარზე პირდაპირ მოქმედებენ: 1.საკრედიტო დაწესებულებები და 2.საბირჟო მაკლერები. ბირჟების ფორმით ორგანიზებულ ბაზარზე საბირჟო ვაჭრობაში მონაწილეობა საჭიროებს ბირჟაზე დაშვებას ბირჟის ხელმძღვანელობის მიერ. აღნიშნული მოქმედებს არა მხოლოდ საკრედიტო დაწესებულებებისთვის, როგორც ბაზრის მონაწილეებისთვის, არამედ მაკლერებისთვისაც. ბაზრის მონაწილეებს წარმოადგენენ ასევე: 3.ემიტენტები და 4.ინვესტორები,⁵⁸ თუმცა ინვესტორები პირდაპირ, უშუალოდ არ მოქმედებენ ბაზარზე და შესაბამისად საკრედიტო დაწესებულებებისა და საბირჟო მაკლერებისგან განსხვავებით არ მიეკუთვნებიან ბაზრის მონაწილეებს ვიწრო გაგებით, შესაძლებელია მათი, ისევე როგორც ემიტენტების, განხილვა ბაზრის არაპირდაპირ მონაწილეებად.⁵⁹ ინვესტორები არიან კაპიტალის ბაზრის პროდუქტების მყიდველები და გამყიდველები. ბაზარზე ემიტენტები და ინვესტორები ერთმანეთს იშვიათად ეკონტაქტებიან. ისინი შუამავლების მეშვეობით დებენ ხელშეკრულებას და უკავშირდებიან შესაბამის მხარეებს, რაც სხვა შემთხვევაში მნიშვნელოვან ხარჯებთან იქნებოდა დაკავშირებული.⁶⁰

ინვესტორთა დაცვის ცენტრალურ ელემენტს საინვესტიციო გადაწყვეტილება წარმოადგენს, რომელიც იდეალურ შემთხვევაში ყველა სამომავლო რისკს ითვალისწინებს და რაციონალურ, სრულად ინფორმირებულ საფუძველზე ეყრდნობა. ინვესტირების მიზანს, როგორც წესი, კაპიტალის შენარჩუნება და გაზრდა წარმოადგენს, რომლის გამოვლინებაც ხდება პროცენტებისა თუ დივიდენდებისგან მიღებული შემოსავლის ან მოგების სახით.⁶¹

პირველად ბაზარზე ინვესტორები გამოდიან როგორც მყიდველები, ხოლო ფინანსური პროდუქტების ემიტენტები – როგორც გამყიდველები. თუ ინვესტორებს სურთ „რეგულირებად“ მეორად ბაზრებზე ფასიანი ქაღალდებით ვაჭრობა, მათ ამისათვის უნდა გამოიყენონ შუამავალი. პრაქტიკაში ძირითად

⁵⁷Zulauf U., Eggen M., Finanzmarktrecht, Dike, Zürich, 2013, 1-2.

⁵⁸Kümpel S., Bank- und Kapitalmarktrecht, Otto Schmidt KG, Köln, 2004, 1314.

⁵⁹იქვე, 1319.

⁶⁰Thieme J., Wertpapierdienstleistungen im Binnenmarkt, Studien zum Bank- und Kapitalmarktrecht, Nomos, Baden-Baden, 2008, 106.

⁶¹Schenker U. in Heim K. (Hrsg.), Schenker U., Priffner A., Hammer F., Suitability and Appropriateness, Schulthess, Zürich, 2012, 3.

შუამავალს წარმოადგენს ბანკი, რომელიც ბირჟაზე ვაჭრობისთვისაა დაშვებული. ამასთან, როგორც წესი, ასხვავებენ ინვესტორების ორ კატეგორიას: კერძო – მცირე ინვესტორები და პროფესიონალი – ინსტიტუციონალური ინვესტორები. ამ უკანასკნელს ძირითადად წარმოადგენს ბანკი, სადაზღვევო კომპანია, საინვესტიციო ფონდი, ჰეჯფონდი, სახელმწიფო და საპენსიო ფონდი.⁶²

„კაპიტალის ბაზრის რეგულირების“ საყოველთაოდ აღიარებული დეფინიცია არ არსებობს. ამასთან, „ფინანსური ბაზრის რეგულირება“ განიხილება, როგორც უფრო ფართო სფერო, რომელიც ასევე მოიცავს ბანკებისა და სადაზღვევო სექტორის რეგულირებას მაშინ, როდესაც „კაპიტალის ბაზრის რეგულირება“ კონცენტრირებულია ფასიანი ქაღალდებით ვაჭრობის სფეროზე.⁶³

კაპიტალის ბაზრის სამართალი არის იმ ნორმებისა და სტანდარტების ერთობლიობა, რომელიც არეგულირებს კაპიტალის ბაზარს, კაპიტალის ბაზრის მონაწილეთა ბაზართან დაკავშირებული მოქმედებების ჩათვლით.⁶⁴ დანაწესებს აქვთ ორი მთავარი მიზანი: ინვესტორთა დაცვა (კლიენტთა დაცვა) და კაპიტალის ბაზრის ფუნქციონირების დაცვა. ინვესტორთა დაცვით ბაზრის მონაწილეები, როგორც ფინანსური მომსახურების კლიენტები, უნდა იქნენ დაცულნი. ბანკის კლიენტებს, ინვესტორებსა და დაზღვეულ პირებს უნდა ჰქონდეთ იმის ნდობა, რომ მათი ფულის გამოყენება მოხდება შეთანხმების შესაბამისად, მოხდება ასევე ხელშეკრულების სათანადოდ შესრულება და მომსახურების გამწვევი პირი მათ შესაბამისად განუმარტავს შეთავაზებული ფინანსური პროდუქტის თავისებურებებსა და რისკებს. ფუნქციონირების დაცვა მიზნად ისახავს ეფექტიანად ფუნქციონირებადი ფინანსური ბაზრების წინაპირობების შექმნას. აღნიშნული, სხვათა შორის, გულისხმობს ფუნქციონირებადი და სანდო ინფრასტრუქტურის შექმნას. ამ მიზნების მისაღწევად, კაპიტალის ბაზრის სამართალი ერევა კაპიტალის ბაზრების მოვლენების სხვადასხვა ასპექტში. კაპიტალის ბაზრის სამართალი არ წარმოადგენს დახურულ, დასრულებულ ერთეულს, არამედ მუდმივად ვითარდება ახალ პროდუქტებთან და ბაზრის შეცვლილ მოთხოვნებთან ერთად.⁶⁵

კაპიტალის ბაზრის სამართალი დიდი ხანია აღიარებული სამართლებრივი ტერმინია ანგლო-ამერიკული კაპიტალის ბაზრის ქვეყნებში. ეს განსაკუთრებით ეხება ამერიკის ფასიანი ქაღალდებისა და ბირჟების კომისიას (SEC). მაგრამ, დღესდღეობით კაპიტალის ბაზრის სამართალმა თავისი ადგილი დაიმკვიდრა ასევე კონტინენტალური სამართლის ქვეყნებშიც.⁶⁶

მიუხედავად ამისა, ტერმინის ერთიანი განმარტება არ არსებობს. კაპიტალის ბაზრის სამართალი შეიძლება განიმარტოს, როგორც „ნორმების, გარიგების პირობებისა და სტანდარტების ერთიანობა, რომლითაც კაპიტალის

⁶²Laimer S., Perathoner C., Anlegerschutz durch Kapitalmarktregulierung in der Finanzkrise, in Hilpold P., Steinmair W. (Hrsg.), Neue europäische Finanzarchitektur, Springer-Verlag, Berlin Heidelberg, 2014, 145-147.

⁶³იქვე, 144-145.

⁶⁴Einsele D., Kapitalmarktrecht und Privatrecht, JZ 14 (2014), 703-714, 704.

⁶⁵Zulauf U., Eggen M., Finanzmarktrecht, Dike, Zürich, 2013, 6-7.

⁶⁶Kümpel S., Bank- und Kapitalmarktrecht, Otto Schmidt KG, Köln, 2004, 1237.

ბაზრების ორგანიზაცია და მასთან დაკავშირებული საქმიანობა აგრეთვე ბაზრის მონაწილეთა ქცევა რეგულირდება“.⁶⁷

აღსანიშნავია, რომ XX ს. 60-იანი წლების შუა პერიოდამდე სამართლის ეს სფერო მიმართული იყო ბანკებისა და ბირჟებისკენ. შესაბამისად კაპიტალის ბაზრის სამართალი სააქციო, ბირჟებისა და საბანკო სამართლის შემადგენელი ნაწილი იყო. დღეისათვის კანონმდებლობა მიმართულია ფუნქციონირებადი კაპიტალის ბაზრის დაცვისკენ, ანუ მარეგულირებელი მიზანი გახდა თვითონ ბაზარი. რეგულირების ეს დამოუკიდებელი საგანი ასხვავეებს კაპიტალის ბაზრის სამართალს სამართლის სხვა სფეროებისგან, მათ შორის მასთან მჭიდროდ დაკავშირებული საბანკო სამართლისგანაც,⁶⁸ ანუ კაპიტალის ბაზრის სამართლის დამოუკიდებელ მნიშვნელობას განაპირობებს მისი უნარი, გადაჭრას საკუთარი სპეციფიკური რეგულირების ამოცანები.⁶⁹ კაპიტალის ბაზრის სამართლის დანაწესებს ორი ძირითადი ფუნქცია აქვს: კაპიტალის ბაზრის ფუნქციონირების უნარის უზრუნველყოფა და ინვესტორთა დაცვა. ეს ორი მიზანი ერთმანეთთან დაკავშირებულია. ინვესტორთა დაცვა ძირითადად ხორციელდებოდა ინფორმაციულ მოდელზე დაყრდნობით. მაშინ, როდესაც ინვესტორები ინფორმირებულ და რაციონალურ საინვესტიციო გადაწყვეტილებებს მიიღებენ, ბაზრის ფუნქციონირების უნარიც დაცული იქნება.

კაპიტალის ბაზრის სამართალი, როგორც სამართლის დამოუკიდებელი დარგი, ევროპის კავშირის წევრი ქვეყნების უმრავლესობაში მხოლოდ კაპიტალის ბაზრის დირექტივების მიღების შემდეგ ჩამოყალიბდა. ამერიკული „Securities Regulation“ (ფასიანი ქაღალდების რეგულაცია) ევროპული კაპიტალის ბაზრის სამართლის მაგალითს წარმოადგენდა. გერმანიაში იურიდიული ფაკულტეტების უმრავლესობაზე კაპიტალის ბაზრის სამართალი ისწავლება, როგორც სამართლის დამოუკიდებელი დარგი, თუმცა სახელმძღვანელო ლიტერატურა კაპიტალის ბაზრის როგორც გერმანულ, ასევე ევროპულ სამართალში ძალზე მწირია. უმეტესად ლიტერატურა არსებობს ინსტრუქციების ან კომენტარების სახით, რომლებიც ძირითადად პრაქტიკოსების მოთხოვნების დაკმაყოფილების მიზნით არის შექმნილი. კაპიტალის ბაზრის სამართლის საკითხებზე სტატიები ქვეყნდება პროფესიულ ჟურნალებში. შედევთში კაპიტალის ბაზრის სამართალი ხშირად საბანკო სამართალთან ერთად ისწავლება ისე, როგორც ფინანსური ბაზრის სამართალი. ესპანეთში კაპიტალის ბაზრის სამართალი სავაჭრო და საკორპორაციო სამართალთან ერთად ისწავლება. დიდ ბრიტანეთში დიდი ხნის განმავლობაში კაპიტალის ბაზრის სამართალი არ თამაშობდა არსებით როლს იურიდიულ განათლებაში. შესაბამისად არ არის გასაკვირი, რომ მწირია სახელმძღვანელოები ინგლისური კაპიტალის ბაზრის სამართალთან დაკავშირებით. მიუხედავად ამისა, პრაქტიკოსების ლიტერატურა ძალზე

⁶⁷ „die Gesamtheit der Normen, Geschäftsbedingungen und Standards, mit denen die Organisation der Kapitalmärkte und die auf sie bezogenen Tätigkeiten sowie das marktbezogene Verhalten der Marktteilnehmer geregelt werden“.

⁶⁸ Kumpel S., Bank- und Kapitalmarktrecht, Otto Schmidt KG, Köln, 2004, 1245.

⁶⁹ Lenenbach M., Kapitalmarktrecht und kapitalmarktrelevantes Gesellschaftsrecht, 2. Auflage, RWS Verlag Kommunikationsforum GmbH, Köln, 2010, 24.

მდიდარია, რასაც ლონდონის ფინანსური ცენტრის არსებობა განაპირობებს. ხშირად გვხვდება ასევე დისკუსიები პროფესიულ ჟურნალებშიც.⁷⁰

კაპიტალის ბაზრის სამართლის დანაწესებს აქვს ორმაგი ხასიათი. ის ერთი მხრივ, საჯარო სამართალია, რომლის ზოგიერთ სფეროში გამოიყენება სისხლის სამართლებრივი სანქციები.⁷¹ მეორე მხრივ, ის გავლენას ახდენს კერძოსამართლებრივ ურთიერთობებზე, რის გამოც სამოქალაქო სასამართლოები იყენებენ კაპიტალის ბაზრის სამართლის დანაწესებს.⁷² კაპიტალის ბაზრის სამართლის დანაწესები, პირველ რიგში, ფინანსური ბაზრების ფუნქციონირების უნარისა და სტაბილურობის უზრუნველყოფის მიზანს ემსახურება და ამით შესაბამისად – საჯარო ინტერესს. სახელმწიფო და ნაციონალური საზედამხედველო ორგანოები აკონტროლებენ კაპიტალის ბაზრის სამართლის დანაწესების შესრულებას და დადგენილი სანქციებიც (თუმცა ისინი არ არის გაწერილი ევროპის კავშირის დონეზე და წევრი სახელმწიფოები თვითონ წყვეტენ სანქციის სახეს) ძირითადად საჯარო-სამართლებრივი ხასიათისაა (სისხლის სამართლებრივი სანქციები ან დარღვევის მართლსაწინააღმდეგო ქმედებად სანქცირება). ამავდროულად, მაგალითად, ფინანსური ინსტრუმენტების ბაზრების შესახებ დირექტივის დანაწესები ფასიანი ქაღალდების კომპანიების ქცევითი ნორმების შესახებ აკონკრეტებენ კერძოსამართლებრივი ვალდებულებების რეჟიმს, რომელიც აქვთ ბანკებს თავიანთი კლიენტების მიმართ ინვესტორთა კონსულტაციის ან მსგავსი მომსახურების დროს.⁷³

კაპიტალის ბაზრის სამართალი დამოკიდებულია საკუთარი რეგულირების საგნის (ხანდახან ტურბულენტურ) განვითარებაზე. კაპიტალის ბაზარზე არსებული სიტუაცია, თუ ბაზარზე მომხდარი განვითარება, განსაზღვრავს მოთხოვნებს კანონმდებლისათვის, რაც ხშირად შედეგად იწვევს რეაქტიულ და კრიზისის მიერ სტიმულირებულ სამართალგანვითარებას. კაპიტალის ბაზრის სამართალი არ არის სტატიკური ქმნილება, ის წარმოადგენს „*law in process*“-ს (პროცესში მყოფი სამართალი), რომელიც მიისწრაფვის, ფეხი აუწეოს საბაზრო განვითარებას. კანონმდებელი ხშირად აღმოჩენილა და აღმოჩნდება სიტუაციაში, როდესაც კაპიტალის ბაზრის შეცვლილი სტრუქტურის, ინოვაციის, ახალი გარემოს, სულ უფრო მეტად კომპლექსური ფინანსური ინსტრუმენტების გამო ჩქარი რეაგირება არის საჭირო.⁷⁴

ევროპის კავშირში კაპიტალის ბაზრის სამართალი ერთ-ერთ ყველაზე მეტად ევროპიზებულ სფეროს წარმოადგენს. ევროპული სამართალი ამ მიმართულებით არსებით გავლენას ახდენს წევრი სახელმწიფოების ნაციონალურ სამართალზე.⁷⁵ ამჟამად ევროპის კავშირის წევრი ქვეყნების ნაციონალური სამართლის 80% ან მათი ცვლილებები კაპიტალის ბაზრის

⁷⁰ Veil R., *Europäisches Kapitalmarktrecht*, 2. Auflage, Mohr Siebeck, Tübingen, 2014, 97-99.

⁷¹ მაგ. Marktmissbrauchsrecht.

⁷² Veil R., *Europäisches Kapitalmarktrecht*, 2. Auflage, Mohr Siebeck, Tübingen, 2014, 84-85.

⁷³ იქვე, 86-87.

⁷⁴ Stahl C., *Information overload am Kapitalmarkt, Arbeiten zum Internationalen Wirtschafts und zur Wirtschaftsregulierung*, Band 55, Nomos, Baden-Baden, 2013, 32.

⁷⁵ Lutter M., Bayer W., Schmidt J., *Europäisches Unternehmens- und Kapitalmarktrecht*, Zeitschrift für Unternehmens- und Gesellschaftsrecht, Sonderheft 1, Teil 1, De Gruyter, 2012, 233.

სფეროში ევროპული ნორმებით არის განპირობებული. ევროპის სამართალს, შესაბამისად, ამ სფეროში აქვს ძალიან დიდი მნიშვნელობა.

12. „ევროპელი მცირე ინვესტორის“ დეფინიცია

„The great enemy of the truth is very often not the lie, deliberate, contrived and dishonest, but the myth, persistent, persuasive and unrealistic.“⁷⁶

John F. Kennedy

ინვესტორთა დაცვის სამართლებრივი რეჟიმისა და გლობალური ფინანსური კრიზისის მიერ სტიმულირებული რეფორმების ანალიზზე გადასვლამდე, აუცილებელია რამდენიმე წინმსწრები კითხვის დასმა: ვინ არის ამ ნორმების სუბიექტი? ვინ არის ინვესტორი? ვინ არის მცირე ინვესტორი? ვინ არის „ევროპელი მცირე ინვესტორი“? როგორი უნდა იყოს ამ ტერმინის დეფინიცია? ზუსტად აქვს წარმოდგენილი ევროპელ კანონმდებელს ვის იცავს?

მიუხედავად იმისა, რომ ამ კითხვებზე პასუხის გაცემა, ერთი შეხედვით, მარტივი ჩანს, ზოგიერთ მათგანზე არ არსებობს ერთი, საყოველთაოდ აღიარებული პასუხი.

აღიარებული განმარტების მიხედვით, სიტყვა „invest“ მომდინარეობს ლათინური სიტყვისგან „investire“ და ნიშნავს მორთვას, დაფარვას. ოქსფორდის ინგლისური ენის მოკლე ლექსიკონის მიხედვით, 1613 წლისათვის ზმნა „to invest“ აღნიშნავს ფულის ისეთ გამოყენებას, რომლიდანაც პროცენტი ან მოგება არის მოსალოდნელი.⁷⁷ პროცენტისა თუ მოგების მიღება ინვესტიციის მთავარ მახასიათებელს წარმოადგენს.⁷⁸

ლიტერატურაში ინვესტორის სხვადასხვაგვარ დეფინიციასა და დახასიათებას ვხვდებით.⁷⁹ მაშინ, როდესაც იურისტებისთვის ინვესტორი არის კაპიტალის მომგანი, ეკონომისტებისთვის ინვესტორი არის კაპიტალის მომხმარებელი; მოხმარებული კაპიტალი, ან ინვესტიცია, წარმოადგენს წვლილს პროდუქტიულ პროცესში.⁸⁰ არსებობს ორი სახის ინვესტორი: ინსტიტუციონალური და კერძო - მცირე. ინსტიტუციონალური ინვესტორი არის სადაზღვევო კომპანია, საინვესტიციო კომპანია, საპენსიო ფონდი,

⁷⁶სიმართლის დიდ მტერს ხშირად წარმოადგენს არა განზრახი, ხელოვნური და არასამართლიანი ტყუილი, არამედ მუდმივი, დამაჯერებელი და არარეალისტური მითი.

⁷⁷Fisher J., Bewsey J., Waters M., Ovey E., The Law of Investor Protection, 2nd edition Sweet & Maxwell, London, 2003, 5.

⁷⁸იქვე 5.

⁷⁹Roggatz C.C., Informationspflichten von Investmentgesellschaften, Peter Lang, Frankfurt, 2003, 61. მაგ., Wiedmann (Wiedmann Herbert, 1980, 475)-ი ახასიათებს როგორც „eine Person, die sich durch die Vermittlung von öffentlichem Kapital mittel- oder unmittelbar an Unternehmen oder anderen Sondervermögen zu Anlagezwecken beteiligt“; Schwark (Schwark Eberhard, 1979, 9) გამოდის ინვესტიციების ეკონომიკური განმარტებიდან და განმარტავს ინვესტორს, როგორც: „eine Person, die an wirtschaftlichen Vorgängen teilnimmt, bei denen breite Kreise erspartes Geld aufgrund von an die Öffentlichkeit gerichteten Angeboten mit dem Ziel anlegen, ein Vermögen zu erwerben, Zinserträge zu generieren oder aber bestimmte langfristige Sparziele zu verwirklichen“.

⁸⁰Page A., Ferguson R., Investor Protection, London 1992, 3.

საერთაშორისო ორგანიზაცია და ა.შ.⁸¹ მცირე ინვესტორს წარმოადგენენ ადამიანები, რომლებიც ახდენენ დაზოგილი თუ მემკვიდრეობით მიღებული ქონების ინვესტირებას თავიანთი ცხოვრების წესის შესანარჩუნებლად, საპენსიო უზრუნველყოფის, ავადმყოფობის დროს გამოყენების მიზნით ან თავიანთი შვილებისთვის გადასაცემად და ა.შ.⁸² ინვესტორთა ამ ორივე ჯგუფს აქვს ერთმანეთისგან მნიშვნელოვნად განსხვავებული ინტერესი და დაცვის მოთხოვნილება. ეს განსხვავება ეხება არა მხოლოდ შესაბამისი ინვესტიციის მოცულობას, არამედ მათი ცოდნისა და გამოცდილების ხარისხსა და სიღრმეს.

ინვესტორთა დაცვის ევროპული სისტემა ორგანოფილებიანია მცირე და ინსტიტუციონალურ ინვესტორებს შორის.

დღემდე არ არსებობს ინვესტორის საფუძვლიანი, სავალდებულო ნორმატიული დეფინიცია, რომელიც გამოიყენება ფინანსური ბაზრის მთელი სფეროსთვის.

დისკუსია მცირე ინვესტორის სწორი დახასიათების შესახებ ახალი არ არის. იმის განსაზღვრა თუ „ვინ არის „ვინ“? ინვესტორთა დაცვის პოლიტიკის შექმნის დროს, მნიშვნელოვან სირთულეს წარმოადგენს. სწორ დახასიათებას მნიშვნელობა აქვს შემდგომი რეგულირების სწორად დაგეგმვისთვის. დისკუსია განსაკუთრებულ მნიშვნელობას იძენს ახლა, როდესაც ევროპის კავშირის მცირე ინვესტორთა დაცვის სამართალი და პოლიტიკა რადიკალურ ცვლილებებს განიცდის.⁸³

ინდივიდუალური, კერძო ინვესტორის დახასიათების ორი გზა არსებობს: „მცირე ინვესტორი“ (*retail investor*) და „ფინანსური პროდუქტებისა და მომსახურების მომხმარებელი“ (*consumer of financial products and services*). მაშინ, როდესაც გლობალური ფინანსური კრიზისის წინა პერიოდში დაცვის პოლიტიკა პირველ მოთამაშეს ეყრდნობოდა, ამჟამად ინტერვენციის მიზანს მეორე კატეგორიის მოთამაშე წარმოადგენს.⁸⁴

არც ისე ბევრი რამაა ცნობილი იმის შესახებ, თუ ვინ არის „ევროპელი მცირე ინვესტორი“. „ევროპელი მცირე ინვესტორის“ კატეგორიის განმარტება რთულ ამოცანას წარმოადგენს. ევროპის კანონმდებლობა, რეგულირებები და პოლიტიკის დოკუმენტები არ შეიცავს რაიმე საერთო დეფინიციას. შესაძლოა მივიჩნიოთ, რომ აღნიშნულის მთავარ მიზეზს მცირე ინვესტორთა ევროპული ბაზრების ფრაგმენტირებული ხასიათი და მცირე ინვესტორთა ქცევაში ევროპის სხვადასხვა ქვეყანაში არსებული მნიშვნელოვანი განსხვავებები წარმოადგენს. ასეთი დასკვნის გაკეთების საფუძველს იძლევა 2007 წლის „BME report“.⁸⁵ ყოველივე ზემოთ აღნიშნულიდან გამომდინარე, დასადგენია თუ რამდენად მართებულია საერთოდ არსებულ რეალობაში „ევროპელ მცირე ინვესტორზე“ ან ძალიან გაუგებარ და ბუნდოვან „ევროპელ საშუალო მცირე ინვესტორზე“ საუბარი, რაც ფინანსური კრიზისის შემდეგ მცირე ინვესტორთა

⁸¹Loss L., Seligman J., Fundamentals of Securities Regulation, Gaithersburg, 2001, 5.

⁸²Van Randenborgh W., Zertifikate gehören nicht in die Hand privater Anleger!, ZRP 3/2010, 76.

⁸³Moloney N., The Investor Model Underlying the EU's Investor Protection Regime: Consumers or Investors?, European Business Organization Law Review, Volume 13, Issue 02, June 2012, 169-193, 171-172.

⁸⁴იქვე, 171-172.

⁸⁵BME Report, 15 November 2007.

დაცვის სფეროში განხორციელებულმა რეფორმებმა განაპირობა.⁸⁶ ტერმინის დეფინიციასთან მიმართებით სიცხადე არ შემოაქვს არც ფინანსური ინსტრუმენტების ბაზრების შესახებ დირექტივას,⁸⁷ რომელიც ერთადერთი ევროპული საკანონმდებლო აქტია, სადაც საერთოდ „მცირე ინვესტორის“ დეფინიცია გვხვდება. დირექტივაში მოცემულია ბუნდოვანი და არასრულფასოვანი დეფინიცია, რომლის მიხედვითაც მცირე ინვესტორი არის ყველა ის კლიენტი, რომელიც არ ხვდება პროფესიონალი კლიენტის კატეგორიაში. მცირე ინვესტორის ცნების გართულება მისი ტერიტორიული განზოგადებით („ევროპული მცირე ინვესტორი“) ან გასაშუალებით („საშუალო მცირე ინვესტორი“) არაპროდუქტიულია, ისევე როგორც არაპროდუქტიულია ინვესტორის კლასიფიკაცია პროფესიული ნიშნით. მცირე ინვესტორის ასეთი საშუალო ცნების აღება, მისთვის კონკრეტული უნარების განსაზღვრა და შემდგომ ამ კატეგორიის გამოყენება რეფორმების ორიენტირად ქმნის საფრთხეს, რომ ამ შეჯამებული და გასაშუალოებული დონის ქვემოთ მყოფი მცირე ინვესტორები არასაკმარისად დაცვლები რჩებიან.⁸⁸ მცირე ინვესტორის ცნებაში, როგორც იყო მითითებული, უნდა ვიგულისხმოთ ინსტიტუციური ინვესტორის გვერდით ფუნქციონირებადი კერძო ინვესტორი.

მცირე ინვესტორთა დაცვის ევროპული პოლიტიკა ფართოდ ეფუძნება ინვესტორთა აღჭურვის და მათი სტიმულირების კონცეფციას, რომ ისინი იყვნენ ბაზარზე აქტიური მოთამაშეები, ჰქონდეთ შესაძლებლობა დაიცვან საკუთარი ინტერესები და განახორციელონ თავიანთი უფლებები. მარეგულირებელი ღონისძიებები შექმნილია და მიმართულია „საშუალო მცირე ინვესტორის“ მიმართ. მაგრამ უნდა ითქვას, რომ მარეგულირებლებმა და კანონმდებლებმა გადამეტებული მოლოდინი დაამყარეს ამ საშუალო მცირე ინვესტორზე. გასათვალისწინებელია, რომ თუ იქმნება კანონმდებლობა, რომელიც მორგებულია საშუალო ინვესტორზე, რომელიც განმარტებულია, როგორც „კარგად ინფორმირებული, ყურადღებიანი, დაკვირვებული და ფრთხილი“, მაშინ ცხადი უნდა იყოს ასეთი დეფინიციის საზღვრები და ის, თუ როგორ ხდება ამ დეფინიციის გადატანა იმ ადამიანების რეალურ ქცევაზე, რომლებიც მიდიან ბანკში ან ირჩევენ სერვისის პროვაიდერს, მიმწოდებელს.⁸⁹

ინვესტორთა დაცვის ევროპული რეგულირება როგორც სამართლებრივ დანაწესებში, ასევე მარეგულირებელ დოკუმენტებში ერთმანეთის

⁸⁶მცირე ინვესტორთათვის განკუთვნილი „საკანონო საინფორმაციო დოკუმენტის“ რეფორმის ფარგლებში, რომელიც გლობალური ფინანსური კრიზისის შემდგომ წამყვან ღონისძიებას წარმოადგენს მცირე ინვესტორთა დაცვის სფეროში, ევროპის კომისია მიუთითებს, რომ დოკუმენტი გასაგები უნდა იყოს „საშუალო მცირე ინვესტორისთვის“ და აღნიშნული კატეგორია აღებულია როგორც ორიენტირი რეფორმების გატარების დროს. იხ. Europäische Kommission, Erwägungsgrund 6 Verordnungsvorschlag Basisinformationsblatt; Europäische Kommission, Vorschlag für eine Verordnung des Europäischen Parlaments und des Rates über Basisinformationsblätter für Anlageprodukte, KOM (2012) 352, 3.7.2012, 9.

⁸⁷Directive 2014/65/EU of the European Parliament and of the Council of 15 May 2014 on markets in financial instruments and amending Directive 2002/92/EC and Directive 2011/61/EU (MiFID).

⁸⁸Brenncke M., Verständliche Risikoaufklärung und Schutz unkundiger Kleinanleger bei der Anlageberatung, Zeitschrift für Bank- und Bankwirtschaft (ZBB), Heft 6, 15. Dezember 2014, 366-382, 381.

⁸⁹Minor J., Consumer Protection in the EU: Searching for the Real Consumer, European Business Organization law Review, Volume 13, Issue 02, June 2012, 163-168, 165-166.

ჩასანაცვლებლად იყენებდა ტერმინებს „ფინანსური მომსახურების მომხმარებელი“ და „მცირე/საშუალო ინვესტორი“, თუმცა მარეგულირებელი მიდგომის განსაზღვრისას ამ ორ ცნებას შორის მნიშვნელოვანი განსხვავება უნდა არსებობდეს. „ფინანსური მომსახურებისა და პროდუქტების მომხმარებელი“ მოითხოვს რეგულირების მიმართ უფრო ინტერვენციულ მიდგომას, ვიდრე ეს ასოცირდება „მცირე ინვესტორთან“.⁹⁰

მარეგულირებელი სისტემის მეშვეობით მცირე ინვესტორის პასუხისმგებლობის გაზრდამ, მასთან დაკავშირებული აღჭურვის მოდელებმა და მცირე ინვესტორებისთვის, როგორც „ფინანსური მოქალაქეებისთვის“ ვაღდებულებების დაკისრებამ მნიშვნელოვანი სირთულეები შექმნა კრიზისის წინა პერიოდში და არსებითი კრიტიკის საგანი გახდა კრიზისის დროს. კრიტიკა ძირითადად ეხება ზედმეტ დაყრდნობას ღიაობის რეკიმსა და ფინანსური განათლების სტრატეგიაზე, ქცევითი რეალობის გაუთვალისწინებლობას, დისტრიბუციის პრობლემების გადაჭრის სისუსტეს, ინტერესთა კონფლიქტის რისკებს და შეიცავს მოთხოვნებს უფრო აქტიური ინტერვენციისკენ, მაგალითად, პროდუქტის რეგულირების გზით.⁹¹

შესაბამისად, ევროპის კავშირში ნელ-ნელა შეინიშნება მცირე ინვესტორთა ბაზრების მიმართ უფრო მეტად ინტერვენციული მიდგომა და „მომხმარებლის“ მოდელზე გადასვლა „მცირე ინვესტორის“ „კონსუმერიზაციის“ (*consumerisation*) გზით. ახალი რეფორმების დამახასიათებელი ნიშანია პრევენციული, *ex ante* (წინასწარი) მიდგომის გამოჩენა მცირე ინვესტორთა ბაზრების მიმართ, განსაკუთრებით პროდუქტების დიზაინთან დაკავშირებული ინტერვენციის მიმართულებით.⁹²

ისმის კითხვა, სასარგებლო არის თუ არა ამ მიმართულებით სვლა და არის თუ არა „კონსუმერიზაციის“ შედეგები დადებითი? მომხმარებელზე დამყარებული მოდელი გონივრულ გადაწყვეტილებად უნდა იქნეს მიჩნეული გლობალური ფინანსური კრიზისის შემდგომ ფონზე. ამ მიდგომით ხდება აღიარება, რომ მცირე ინვესტორი არ უნდა იქნეს განხილული, როგორც მხოლოდ რისკების ამღები და აქტივების დამგროვებელი სუბიექტი. თუმცა, არსებობს რისკიც, რომ „კონსუმერიზაციაზე“ დამყარებული ევროპული ინტერვენციის გაძლიერება საფრთხეს შეუქმნის ნორმების ხარისხს, რადგან რეგულირების გაძლიერება ამცირებს წევრი სახელმწიფოების უნარს, იყვნენ ინოვაციურები.⁹³

ამ საკითხთან დაკავშირებით არსებობს განსხვავებული მოსაზრებაც, რომლის მიხედვითაც, ფასიანი ქაღალდების რეგულირებაში ევროპის კავშირი უნდა განერიდოს „კონსუმერიზაციას“, ანუ ინვესტორის ასიმილირებას ფინანსური პროდუქტების მომხმარებელთან. ფასიანი ქაღალდების რეგულირება არ არის მომხმარებელთა დაცვის სამართალი. ინფორმაციის ასიმეტრიულობა და ხელშეკრულებების არასრულყოფილება გარდაუვალია ფასიანი ქაღალდების ბაზრებზე. პირველად და მეორედ ბაზრებზე არსებული

⁹⁰ Moloney N., The Investor Model Underlying the EU's Investor Protection Regime: Consumers or Investors?, European Business Organization Law Review, Volume 13, Issue 02, June 2012, 169-193, 173.

⁹¹ იქვე, 176-177.

⁹² იქვე, 177-178.

⁹³ იქვე, 192-193.

შეზღუდული ღიაობის, ინვესტორთა მიკერძოებულობებისა და შეზღუდული კოგნიტიური უნარის გამო ინვესტორები ყოველთვის იქნებიან ინფორმაციულად არახელსაყრელ პოზიციაში (*informational disadvantage*). ეგალიტარიზმის კონცეფცია ფინანსურ ბაზრებზე, ესე იგი, ინვესტორების თავდაჯერებულობა ბაზარზე ინფორმაციის თანასწორი ხელმისაწვდომობის შესახებ, არსს მოკლებულია, მიუხედავად იმისა, რომ მას პირდაპირ მოითხოვს ემიტენტის ღიაობის ევროპული რეჟიმი.⁹⁴

1.3. რეგულირება და ჰარმონიზაცია

მას შემდეგ რაც დადგენილ იქნა მცირე ინვესტორთა დაცვის არსი და მნიშვნელობა, ისმის კითხვა თუ როგორ, რა საშუალებებითა და მექანიზმებით უნდა მოხდეს მათი დაცვა. მოცემული ქვეთავი ეხება ორ მნიშვნელოვან საკითხს, ესენია: რეგულირების და ჰარმონიზაციის საკითხები.

1.3.1. რეგულირება თუ დერეგულირება?

მთავრობას ან მარეგულირებელს, რომელსაც დაკისრებული აქვს ინვესტორთა დაცვა, ხშირად უწევს, ერთი მხრივ, ინვესტორთა ინტერესებისა და, მეორე მხრივ, ფინანსური ინსტრუმენტებისა და მომსახურების გამყიდველთა ან მიმწოდებელთა ინტერესების დაბალანსება. აღნიშნული მიზნის მისაღწევად არჩეული მიდგომა შეიძლება იყოს ინტერვენციული, არაინტერვენციული ან ორივეს ნაერთი. არაინტერვენციული მიდგომა ხაზს უსვამს მომხმარებელისა და გამყიდველისთვის თავისუფლების მინიჭებას, რათა განახორციელონ ვაჭრობა და ხელშეკრულებები მთავრობისა და მარეგულირებლების ექსტერნული, გარე ჩარევის გარეშე. ანუ არაინტერვენციული მიდგომებია: კონკურენციისთვის ხელის შეწყობა (სხვადასხვა მიმწოდებლებსა და გამყიდველებს შორის), ინფორმაციული ღიაობის გამოყენება, კერძო აღსრულების მექანიზმებზე დაყრდნობა და ა.შ.⁹⁵ ინტერვენციული მიდგომისთვის დამახასიათებელია მთავრობისა და მარეგულირებლების უფრო ინტენსიური ჩარევა პროდუქტებისა და მომსახურების მიმწოდებლებისა და გამყიდველების მონიტორინგში მომხმარებელთა ინტერესების დაცვის მიზნით. ტიპური ინტერვენციული მიდგომები მოიცავს: აკრძალვებსა და რეგულირებას, სტანდარტული პირობების შეცვლას და ა.შ. ინტერვენციული მიდგომები ფინანსური მომსახურების სფეროში მოიცავს ქცევითი ნორმების დადგენას და პროდუქტის რეგულირებას (*conduct of business regulation and product regulation*).⁹⁶ ინტერვენციული მიდგომის მხარდამჭერთა მიხედვით, აღნიშნულ მიდგომას უპირატესობა უნდა მიენიჭოს, რადგან ის ითვალისწინებს იმ ფაქტს, რომ ადამიანების გადაწყვეტილებები არ არის ყოველთვის რაციონალური ან მათი

⁹⁴Willemaers G. S., The EU Issuer Disclosure Regime: Objectives and Proposals for Reform, Kluwer Law International, Brussels, 2011, 47-48.

⁹⁵Akinbami F., Financial Services and Consumer Protection after the Crisis, International Journal of bank marketing, 29 (2), 2011, 134-147, 136.

⁹⁶იქვე, 138-139.

საუკეთესო ინტერესის შესაბამისი, რომ არსებობს ინფორმაციის ასიმეტრიის პრობლემები გამყიდველებს (მიმწოდებლებს) და მყიდველებს (მომხმარებლებს) შორის, მოტყუებისა და თაღლითობის პოტენციალი და ა.შ.⁹⁷

ისმის კითხვა, უნდა განხორციელდეს თუ არა ბაზარზე მარეგულირებელი ჩარევა ინვესტორთა დაცვის მიზნით? საინტერესოა, შეცვალა თუ არა გლობალურმა ფინანსურმა კრიზისმა არსებული მიდგომა ამ საკითხის მიმართ, შექმნა თუ არა მან ახალი იდეები, რომლებიც მარეგულირებელი ჩარევის ან ჩარევის აქამდე არსებულ თეორიებს ჩაანაცვლებენ გლობალური ფინანსური კრიზისის შედეგად ერაში?

ფინანსურმა კრიზისმა განაპირობა ის, რომ რეფორმის გატარების აუცილებლობა აღარ არის საკამათო. რეფორმის საშუალებით რეგულირების საჭიროებას განსაკუთრებით ხაზს უსვამს ის გარემოება, რომ კრიზისის ერთ-ერთ მიზეზად სწორედ დერეგულირებული ქმედებები იქნა აღიარებული.

ფინანსური მომსახურებისა და ბაზრების მზარდი ინტერნაციონალიზაცია, ქვეყნებს შორის ინტენსიური კონკურენცია, რომლებიც ცდილობენ სხვა ქვეყნებთან შედარებით რეგულირებაში შეღავათებით ინვესტორთა მოზიდვას, იწვევს „კონკურენტული დერეგულირების“ ან „მოშვებულობაში კონკურენციის“ საშიშროებას, რომლის შედეგაც რისკის საშიშროება იზრდება, ხოლო ინვესტორთა დაცვის ხარისხი კლებულობს.⁹⁸ ყველა განვითარებულ ქვეყანაში ინვესტორთა ინტერესების დაცვის სწორი რეგულირება ფინანსური სისტემის ჯანმრთელი განვითარებისთვის საჭირო ელემენტად განიხილება. მაგრამ საბაზრო პროცესში მარეგულირებელი ჩარევა არ შეიძლება გასცდეს იმ მინიმუმს, რომელიც საჭიროა ინვესტორთა დაცვისთვის⁹⁹. ამ დროს საჭიროა ზედმეტი რეგულირების საფრთხის გათვალისწინებაც. ზედმეტი რეგულირება ისეთივე ზიანის მომტანია, როგორც ზედმეტი დერეგულირება.

რეგულირების ცენტრალიზაცია თუ დეცენტრალიზაცია? მას შემდეგ რაც მიღწეულია შეთანხმება რეგულირების საჭიროებასთან დაკავშირებით, შემდეგი საკითხი ამ რეგულირების ფორმას უკავშირდება.

დეცენტრალიზაციის მეშვეობით მიიღწევა სამართლებრივი ნორმების შექმნის, შემუშავების და აღსრულების დროს ადგილობრივი ცოდნის უკეთესი გამოყენება. ნორმების შემქმნელი ცენტრალური ორგანო არის შეზღუდული იმ ინფორმაციით, რომლის მოპოვება, შეგროვება და გადაამუშავებაც მან მოახერხა. ეს შეზღუდვა მით უფრო მნიშვნელოვანია, რამდენადაც ტერიტორია ან მოსახლეობა, რომელზეც მისი იურისდიქცია ვრცელდება, არის ფართო. ევროპის კავშირში, სადაც დაახლოებით 500 მილიონი განსხვავებული კულტურული პრიორიტეტების და ეკონომიკური მდგომარეობის მქონე ადამიანი ცხოვრობს, ფაქტია, რომ სწორი მონაცემების მოპოვება, მაგალითად, შემოთავაზებული რეგულირების გავლენის შესახებ ადგილობრივ ბაზარსა და ბიზნესზე, ძალზე კომპლექსური ამოცანაა.

⁹⁷Akinbami F., Financial Services and Consumer Protection after the Crisis, International Journal of bank marketing, 29 (2), 2011, 134-147, 146-147.

⁹⁸Page A., Ferguson R., Investor Protection, London 1992, 42-43.

⁹⁹Kessler J., Micklitz H.W., Anlegerschutz in Deutschland, Schweiz, Grossbritannien, USA und der Europäischen Gemeinschaft, Baden-Baden, 2004, 14 f.

შესაბამისად ადგილობრივი ორგანოები უკეთეს პოზიციაში არიან, რათა უკეთ შეაფასონ ეს გარემოებები, რადგან მათ უფრო ახლო კავშირი აქვთ ადგილობრივი ბაზრის მონაწილეებთან და უფრო კარგად იცნობენ კონკრეტული ადგილის სოციალურ თავისებურებებს. იქიდან გამომდინარე, რომ ამ კულტურულმა, ეკონომიკურმა ან სხვა სოციალურმა მრავალფეროვნებამ შეიძლება განაპირობოს განსხვავებული რეგულირების საჭიროება, დეცენტრალიზებულ რეგულირებას აქვს მოქნილობის უპირატესობა, რათა გაითვალისწინოს ეს განსხვავებები და თავიდან აიცილოს მარეგულირებელი პრობლემის საფრთხე, რომელიც „one-size-fits-all“ (ერთი ზომა ყველას ერგება) პრინციპით არის ცნობილი. მიუხედავად იმისა, რომ ასეთი მოქნილობა შეიძლება ასევე მიღწეულ იქნეს ცენტრალური ორგანოს მიერ წვერი სახელმწიფოებისთვის „opt-out“ (მონაწილეობაზე უარის თქმა) უფლების მინიჭებით ან ე.წ. „რბილი სამართლის“ მეშვეობით, ეს არსებითად იგივეა, რაც ადგილობრივი დონისთვის ნორმების შექმნის უფლებამოსილების დელეგირება.¹⁰⁰

სწორად დეცენტრალიზება და მარეგულირებელი შეჯიბრი გაკრიტიკებულია, როგორც „race to the bottom“-ის¹⁰¹ ხელშემწყობი ფაქტორი, რომელიც ზრდის ტრანზაქციის ღირებულებას საერთაშორისო დონეზე მოქმედი ბაზრის მონაწილეებისთვის, საფრთხეს უქმნის სამართლებრივ უსაფრთხოებას¹⁰² და ქმნის ფსიქოლოგიურ ბარიერებს ბაზრების არაპროფესიონალი მონაწილეებისთვის (მომხმარებლები ან მცირე ინვესტორები) ასეთი ჰეტეროგენული მარეგულირებელი რეჟიმის მიმართ.

არსებობს მესამე მოსაზრებაც, რომლის მიხედვითაც ინვესტორთა ეფექტიანი დაცვა განსაკუთრებით მგრძობიარე ფინანსურ ბაზრებზე, ერთი მხრივ, ფინანსური ბაზრის მონაწილეთა თვითრეგულირებასა და, მეორე მხრივ, სახელმწიფოს კანონებს შორის სამუშაოს დაბალანსებული გადანაწილებით უნდა იქნეს გარანტირებული.¹⁰³

არ უნდა გამოვირიცხოთ, რომ მარეგულირებელს არ ჰქონდეს კარგი რეგულირების სტიმული. მარეგულირებლებიც ექვემდებარებიან პირად სარგებელზე გათვლილ მოტივებს, ძალაუფლების გადამეტებას.¹⁰⁴ შესაბამისად, ასეთი საფრთხის გათვალისწინებით, მიუთითებენ კერძო სექტორის მარეგულირებელი როლის სათანადო შეფასებაზე. არსებული ნაკლოვანებების გამოსწორება უნდა დაეკისროს კერძო სექტორს, სადაც მოცემულ სფეროში უფრო მეტი პროფესიონალები არიან და უფრო ადვილად ხელმისაწვდომია საჭირო ინფორმაცია. მაგრამ, ექნებათ კი კერძო სექტორის

¹⁰⁰ Germer-Beuerle C., United in Diversity: Maximum versus Minimum Harmonization in EU Securities Regulation, Capital Markets Law Journal, Vol. 7, No. 3, 2012, 317 – 342, 319.

¹⁰¹ პირდაპირი მნიშვნელობით - სწრაფვა ფსკერისკენ, თუმცა გულისხმობს სოციო-ეკონომიკურ ფენომენს, როდესაც მთავრობები ახდენენ ბიზნეს გარემოსა და გადასახადების სისტემის რეგულირების შემცირებას, რათა მიიზიდონ ან შეინარჩუნონ ეკონომიკური აქტივობა მათი იურისდიქციის ფარგლებში.

¹⁰² „Legal certainty“.

¹⁰³ Nicodem D., Dopellisting und Anlegerschutz im amerikanischen und deutschen Recht am Beispiel der Börsenrechtlichen Ad-hoc-Publizität, Frankfurt am Main, 2006, 59.

¹⁰⁴ Juurikkala O., The Behavioural Paradox: Why Investor Irrationality calls for Lighter and Simpler Financial Regulation, Fordham Journal of Corporate & Financial Law, Vol. XVIII, 2012, 33-93, 61.

წარმომადგენლებს სათანადო სტიმული? პასუხი არაერთმნიშვნელოვანია. ზოგიერთი ავტორის აზრით, შესაძლოა, კერძო სექტორში ამ კუთხით გაჩენილმა კონკურენციამ წარმოშვას, თავის მხრივ მრავალფეროვნება, ინოვაცია და წინეხი, რათა კარგად შეასრულო შენი საქმე. ამასთან, თუ მაინც საჯარო ინტერვენციის განხორციელებაზე ჩერდება არჩევანი, ის უნდა შემოიფარგლოს ისეთი მსუბუქი სქემებით, როგორც არის კერძო მოთამაშეებისთვის სწორი სტიმულის შექმნა.¹⁰⁵ მომავალი რეგულირება კონცენტრირებული უნდა იყოს ბაზარზე დამყარებული ზედამხედველობის გაზრდასა და კომპლექსური სამართლებრივი ნორმების შემცირებაზე, რომლებიც ფინანსურმა ინსტიტუტებმა შეიძლება თავიანთ სასარგებლოდ გამოიყენონ სოციალურად არასასარგებლო ინოვაციის გზით. საკრედიტო რეიტინგების ისტორიაც გვიჩვენებს, რომ საბაზრო მექანიზმებში მარეგულირებელმა ინტერვენციამ შეიძლება შექმნას არასწორი სტიმული (სარეიტინგო კომპანიების სტიმული, მიზნები სწორედ მას შემდეგ გადაგვარდა, როცა დაიწყო რეიტინგების – თავდაპირველად მხოლოდ საბაზრო მექანიზმში – მარეგულირებელი მიზნებისთვის გამოყენება).¹⁰⁶

აღსანიშნავია, რომ არ არსებობს რეგულირების ერთი საყოველთაოდ აღიარებული საუკეთესო ფორმა. ემპირიული საკითხია – ბოლოს გაიმარჯვებს არგუმენტები მარეგულირებელი შეჯიბრის სასარგებლოდ თუ მის საწინააღმდეგოდ. ეს არის საკითხი, რომელიც უნდა გადაწყდეს მარეგულირებლების მიერ ყოველი ცალკეული შემთხვევის დროს მნიშვნელოვანი მონაცემების საფუძვლიანი შეფასების შემდეგ. მარეგულირებელი შეფასების მიზანს უნდა წარმოადგენდეს ოპტიმალური, ე.ი. ხარჯების მინიმუმამდე დამყვანი, ბალანსის დადგენა, ერთი მხრივ, მარეგულირებელი შეჯიბრის სასარგებლო შედეგებსა, ანუ რეგულირება, რომელიც უფრო კარგად ითვალისწინებს ადგილობრივ თავისებურებებს და საბაზრო პირობების ცვალებადობას, და, მეორე მხრივ, მარეგულირებელი შეჯიბრის ხარჯებს შორის.¹⁰⁷

ამასთან, გათვალისწინებული უნდა იქნეს, რომ ყოველი ინვესტიცია ატარებს გარკვეულ რისკს. არც ერთ მარეგულირებელ სისტემას არ შეუძლია და არც არც არის ვალდებული გაათავისუფლოს ინვესტორი პასუხისმგებლობისაგან საკუთარი ფულის ინვესტირების დროს.¹⁰⁸ არც ერთ სისტემას არ შეუძლია სრულად დაიცვას „სულელები“ თავიანთი „სისულელისაგან“. სრული დაცვის უპირატესობა აწონილი უნდა იქნეს იმ უარყოფითი მხარეების საპირისპიროდ, რომელსაც წარმოშობს კეთილსინდისიერად და ეფექტიანად წარმოებული ბიზნესის შებოჭვა.¹⁰⁹ ინვესტირება რისკიანი საქმიანობაა და წარმოქმნილი რისკების მატარებელი, როგორც წესი, თვითონ ინვესტორია. დაუშვებელია ინვესტორთა დაცვის გაგება ყოველგვარი საზღვრების გარეშე. ინვესტორთა დაცვა მთავრდება იქ,

¹⁰⁵ *Juurikkala O.*, The Behavioural Paradox: Why Investor Irrationality calls for Lighter and Simpler Financial Regulation, *Fordham Journal of Corporate & Financial Law*, Vol. XVIII, 2012, 33-93, 62.

¹⁰⁶ *იქვე*, 33-93, 77.

¹⁰⁷ *Gerner-Beuerle C.*, United in Diversity: Maximum versus Minimum Harmonization in EU Securities Regulation, *Capital Markets Law Journal*, Vol. 7, No. 3, 2012, 317 – 342, 319-320.

¹⁰⁸ *Page A., Ferguson R.*, Investor Protection, London 1992, 61.

¹⁰⁹ *იქვე*, 42-43.

სადაც იწყება კაპიტალის ბაზრის შიდა რისკი. აუცილებელია ბაზრის სხვა მონაწილეთა შემხვედრი ინტერესებისა და ინვესტორის შესაძლო ბრალის გათვალისწინებაც,¹¹⁰ ხშირად საუბრობენ „თავის გასულელების წმინდა უფლებახეც“.¹¹¹

I.3.2. მინიმუმი თუ მაქსიმუმი ჰარმონიზაცია?

ზენაციონალური მარეგულირებელი რეჟიმის განვითარება კაპიტალის ევროპული ბაზრებისთვის დაიწყო ბირჟაზე ფასიანი ქაღალდების დაშვების მოთხოვნების ჰარმონიზებით და ღიაობის ერთიანი სტანდარტების დადგენით, რათა უზრუნველყოფილი ყოფილიყო ემიგრენტებისათვის წვდომა კაპიტალის ბაზრებზე მთელი ევროპის კავშირის მასშტაბით. ევროპის კომისიის ინიციატივები მიზნად ისახავდა მარეგულირებელი ტვირთის შემსუბუქებას წვერი სახელმწიფოების მარეგულირებელ ნორმებს შორის ეკვივალენტურობის ადეკვატური დონის მიღწევის გზით. თავდაპირველად, ევროპული დირექტივები მიზნად ისახავდა არა ერთგვაროვნებას, არამედ მიმართული იყო მინიმუმი ჰარმონიზაციისკენ, თუმცა 1999 წლის ფინანსური მომსახურების სამოქმედო გეგმითა (*FSAP*) და „*Lamfalussy*“-ის პროცესით დაწყებულმა მარეგულირებელმა მიდგომამ ფუნდამენტური ცვლილება განიცადა. ფასიანი ქაღალდების ევროპული რეგულირება წავიდა სრული (მაქსიმუმი) ჰარმონიზაციის მოდელისკენ, აღსრულების სფეროში წვერი სახელმწიფოების გაზრდილი თანამშრომლობით. ნაციონალური კანონმდებლების გადაწყვეტილებები ჩაანაცვლა ევროპის კომისიის გადაწყვეტილებებმა.¹¹² აღნიშნული არ ნიშნავს, რომ ამჟამად კაპიტალის ბაზრის ყველა დირექტივა სრულად არის ჰარმონიზებული. თითოეული მარეგულირებელი ინიციატივა, უფრო მეტიც, თითოეული ინდივიდუალური მარეგულირებელი მექანიზმი, რომელსაც დირექტივები შეიცავს (როგორც არის, მაგალითად, ღიაობის მოთხოვნები ან კონკრეტული სახის საბაზრო ქცევის აკრძალვა), გაანალიზებული უნდა იყოს დამოუკიდებლად, რათა მოხდეს მინიმუმი თუ მაქსიმუმი ჰარმონიზაციის იდენტიფიცირება.¹¹³

მაქსიმუმი ჰარმონიზაციისკენ სწრაფვა სიფრთხილეს მოითხოვს. აუცილებელია სამართლებრივი გარემოს უკეთესი ანალიზი იმ დასკვნის გამოტანამდე, რომ ერთიანი ნორმები და კაპიტალის ბაზრის ევროპული სამართლის ერთიანი მარეგულირებელი ჩარჩო (*single rulebook*) პანაცეას წარმოადგენს იმ გამოწვევებისა, რომლის წინაშეც დგას კაპიტალის ევროპული ბაზრების ინტეგრაცია.¹¹⁴

¹¹⁰ Kessler J., Micklitz H.W., Anlegerschutz in Deutschland, Schweiz, Grossbritannien, USA und der Europäischen Gemeinschaft, Baden-Baden, 2004, 76.

¹¹¹ Nicodem D., Dopellisting and Anlegerschutz im amerikanischen und deutschen Recht am Beispiel der Börsenrechtlichen Ad-hoc-Publizität, Frankfurt am Main, 2006, 61 f.

¹¹² Gerner-Beuerle C., United in Diversity: Maximum versus Minimum Harmonization in EU Securities Regulation, Capital Markets Law Journal, Vol. 7, No. 3, 2012, 317 – 342, 321-322.

¹¹³ იქვე, 323.

¹¹⁴ იქვე, 342.

I.4. ინვესტორთა დაცვის ძირითადი საშუალებები

მას შემდეგ, რაც გარკვეული ტიპის რეგულირების განხორციელების საჭიროება აღარ დგას კითხვის ნიშნის ქვეშ, სათანადო რეგულირების შექმნის პროცესში პასუხი უნდა გაეცეს კითხვას „როგორ?“.

2007 წლის მარტში ევროპის კომისიამ წარმოადგინა დოკუმენტი მომხმარებელთა ევროპული პოლიტიკის სტრატეგიის შესახებ.¹¹⁵ 500 მილიონი ევროპელი მომხმარებელი ცენტრალური მნიშვნელობისაა იმ სამი მთავარი გამოწვევისთვის, რომლის წინაშეც დგას ევროპის კავშირი: ზრდა, სამუშაო ადგილები და მოქალაქეებთან დაახლოების საჭიროება. ეს მომხმარებლები არიან სწორედ ეკონომიკის მამოძრავებელი ძალა, რადგან მათი მოხმარება წარმოადგენს ევროპის კავშირის GDP-ის 58%-ს. დარწმუნებული, ინფორმირებული და აღჭურვილი მომხმარებელი არის ეკონომიკური ცვლილებების ძრავა, რადგან სწორედ მათი გადაწყვეტილებები აძლევს სტიმულს ინოვაციასა და ეფექტიანობას. ამასთან, სწორედ მომხმარებლის როლში შეუძლია ევროპის კავშირს პირდაპირ დაუახლოვდეს საკუთარი მოქალაქეების ყოველდღიურ ყოფას და მოახდინოს ევროპის კავშირის არსებობის სარგებელის დემონსტრირება. ახალი ეკონომიკური, სოციალური გარემო და პოლიტიკური კონტექსტი მოითხოვს ევროპის კავშირის პოლიტიკის ფოკუსის ცვლილებას მომხმარებლების მიმართულებით. მცირე ინვესტორთა ბაზრები ჯერჯერობით ნაციონალურ დონეზეა ფრაგმენტირებული და ერთიანი ბაზრის მაგივრად ქმნის 28 მინი-ბაზარს.¹¹⁶

2012 წლის მარტში ევროპის კომისიის ინიციატივით გამოქვეყნდა ევრობარომეტრი მცირე ინვესტორთა ფინანსური მომსახურების შესახებ, რომელიც მნიშვნელოვან მონაცემებს შეიცავს ევროპის კავშირის წევრ ქვეყნებში მცირე ინვესტორთა საინვესტიციო ქცევის მახასიათებლებზე.¹¹⁷ აღნიშნული ევრობარომეტრის მიზანია, ხელი შეუწყოს ევროპის კომისიის ინიციატივებს მცირე ინვესტორთა ფინანსური მომსახურების სფეროში. ამ მიზნით ის იკვლევს მომხმარებელთა ქცევას და მიდგომებს ფინანსური პროდუქტების ყიდვისას თავიანთ ქვეყანაში და ასევე ევროპის კავშირის სხვა წევრ ქვეყნებში. დოკუმენტის მიხედვით, თვალსაჩინოა არსებითი განსხვავებები ინდივიდუალურ წევრ სახელმწიფოებს შორის ფინანსური პროდუქტებისა და მომსახურების ფლობასთან მიმართებით. ევროპის კავშირში ათიდან ერთ მოქალაქეს არ გააჩნია საბანკო ანგარიში. მოქალაქეთა უმრავლესობა ევროპის კავშირში არ იღებს რეკომენდაციას ან არ განიხილავს ერთ პროდუქტზე მეტს გადაწყვეტილების მიღების დროს მაშინაც კი, როდესაც საქმე ეხება კომპლექსურ საინვესტიციო პროდუქტებს. მოქალაქეთა უმრავლესობას არ გამოუცვლია პროდუქტის პროვაიდერი და ვერ ხედავს ამის საჭიროებას. საზღვრებს გარეთ პროდუქტებისა და

¹¹⁵ ევროპის მომხმარებელთა სტრატეგია 2007-2013 - COM (2007) 99 final.

¹¹⁶ Commission of the European Communities, Communication from the Commission to the Council, the European Parliament and the European Economic and Social Committee: EU Consumer Policy strategy 2007-2013, Brussels, 13.03.2007, COM (2007) 99 final, 2.

¹¹⁷ European Commission, Retail financial Services, Special Eurobarometer 373, Summary, TNS Opinion & Social, March 2012.

მომსახურების შექმნის მაჩვენებელი არის ძალიან დაბალი. გამოკითხულთა 94% არ შეუძენია ფინანსური პროდუქტი ან მომსახურება სხვა წევრი სახელმწიფოსგან და ათიდან რვა არ უშვებს ასეთ შესაძლებლობას. დოკუმენტი ხაზს უსვამს ევროპის კავშირის მოქალაქეებს შორის ფინანსური განათლების დონის ამაღლების საჭიროებას. ადამიანთა უმრავლესობა, რომლებსაც აქვთ ფინანსური პროდუქტები ან მომსახურება, ვერ ხედავენ სხვადასხვა პროდუქტების ალტერნატივების განხილვის სარგებელს და ამასთან ვერც პროვაიდერის გამოცვლის საჭიროებას უკეთესი შემოთავაზების მიღების მიზნით.¹¹⁸ ფინანსური პროდუქტების უმრავლესობასთან მიმართებით, მომხმარებელთა მნიშვნელოვანი ნაწილს არ მიეწოდება ინფორმაცია იმის თაობაზე, იღებს თუ არა პირი, რომელიც მათ მიყიდის ფინანსურ პროდუქტს, საკომისიოს. გამოკითხულთა 50%, რომლებმაც შეიძინეს ფინანსური პროდუქტები ბოლო 5 წლის განმავლობაში, მიუთითებს, რომ პირმა, რომელმაც მათ მიყიდა ფინანსური პროდუქტი, არ განუმარტა მას იღებდა თუ არა იგი ბონუსს, საკომისიოს ან სხვა ანაზღაურებას.¹¹⁹ წევრ სახელმწიფოებს შორის მნიშვნელოვანი განსხვავებები არსებობს დაზოგვისა და სესხის ზოგად მონაცემებს, ასევე მცირე ინვესტორთა ფინანსური პორტფოლიოს შემადგენლობასთან მიმართებით.¹²⁰ მომხმარებელთა მხოლოდ 33% ადარებს ერთმანეთს სხვადასხვა პროვაიდერების საინვესტიციო შემოთავაზებებს ან ერთიდაიმავე პროვაიდერის სხვადასხვა პროდუქტებს. მხოლოდ 27% იხილავს სხვადასხვა ალტერნატივას უკეთესი შემოთავაზების მისაღებად.¹²¹

ევროპის კავშირის მასშტაბით მცირე ინვესტორთა დაცვის სწორი საშუალებების შერჩევა და ეფექტიანი რეგულირების განხორციელება ადვილი ამოცანა არ არის, როდესაც იკვეთება არსებითი განსხვავებები ევროპის კავშირის წევრ სახელმწიფოებში მცირე ინვესტორთა ბაზრებისა და თვითონ მცირე ინვესტორთა პორტრეტებს შორის.

1.4.1. ინფორმაციული ღიაობა

1.4.1.1. ღიაობის, როგორც მცირე ინვესტორთა დაცვის საშუალების, არსი

სწორ ინფორმაციას, საჯაროობასა და გამჭვირვალობას შეუძლია ბაზარზე შექმნას კონკურენტული გარემო და შესაძლებლობა, რომ ინვესტორთა გადაწყვეტილებები დაფუძნებული იყოს მათ შინაგან მოტივებსა და მიზნებზე.

ტერმინი „ინფორმაცია“ მომდინარეობს ლათინური ზმნისგან „*informare*“, რაც თავისი თავდაპირველი გაგებით ნიშნავს „მოწობას, შემუშავებას, ფორმირებას, აშენებას“.¹²² ეკონომიკურ ლიტერატურაში გაერცელებული

¹¹⁸European Commission, Retail financial Services, Special Eurobarometer 373, Summary, TNS Opinion & Social, March 2012, 5.

¹¹⁹ იქვე 12.

¹²⁰Chater N., Huck S., Inderst R., Consumer Decision-making in Retail Investment Services: A Behavioural Economics Perspective, Executive Summary, November 2010, 5.

¹²¹ იქვე 6.

¹²² „gestalten, formen, bilden“- Pfeifer, Etymologisches Wörterbuch des Deutschen, 7. Aufl. 2004, 580, Pavlova V.N., Anlassbezogene Informationspflichten der Emittenten nach dem Wertpapierhandelsgesetz, Studien zum Handels-, Arbeits- und Wirtschaftsrecht, Band 124, Nomos, Baden-Baden, 2008, 33.

დეფინიცია ახასიათებს ინფორმაციას, როგორც „მიზანზე ორიენტირებულ ცოდნას“.¹²³

ერთი მხრივ, ფინანსური პროდუქტის შემთავაზებელი და გამყიდველი და, მეორე მხრივ, ინვესტორი ფლობენ განსხვავებული ხარისხის ცოდნასა და გამოცდილებას, რომელიც ინვესტორებში შედარებით მცირეა. სწორედ ამიტომ ისინი დამოკიდებული არიან როგორც ინფორმაციაზე, ასევე კონსულტაციაზე. გაუგებარ და არასრულ ინფორმაციას შეუძლია მიგვიყვანოს იმ რეალობამდე, როდესაც ინვესტორი ირჩევს პროდუქტს, რომელიც მისთვის არ არის განკუთვნილი და გაუგებარია. ამასთან, გათვალისწინებული უნდა იქნეს განსხვავებები კონკრეტულ კლიენტებსა და მათ განსხვავებულ საბაზო ცოდნას შორის.¹²⁴ მხოლოდ ინფორმაციულად ეფექტიანი, მოქმედი ბაზარი აძლევს ინვესტორებს შესაძლებლობას, საკმარისად დაიცვან თავიანთი ინტერესები.¹²⁵

ბაზრებს აკისრიათ თავდაპირველი „კომუნიკაციის ფუნქცია“, თუმცა გადამწყვეტია არა შემთავაზებული პროდუქტისა და საბაზრო ინფორმაციის რაოდენობა, არამედ გადაცემული მონაცემების ხარისხობრივი განზომილებები.¹²⁶ ამასთან, ინფორმაციის ხელმისაწვდომობა მოიცავს ასევე ინფორმაციის მიწოდების ფორმასაც. ინვესტორს უფლება აქვს მიიღოს ინფორმაცია მაქსიმალურად ადვილად აღქმადი ფორმით.¹²⁷

შესაბამისად, წლების განმავლობაში ინვესტორთა დაცვის სექტორში ფასიანი ქაღალდების ინფორმაციული ღიაობა, როგორც კაპიტალის ბაზარზე მცირე ინვესტორთა დაცვის საშუალება, წარმოადგენს მთავარ და ყველაზე უფრო ფართოდ გამოყენებულ საშუალებას. ინფორმაცია და ინფორმაციული მოდელი განიხილებოდა, როგორც კაპიტალის ბაზრის სამართლებრივი ცენტრალური მარეგულირებელი მექანიზმი. ხანგრძლივი პერიოდის განმავლობაში, კაპიტალის ბაზრის სამართლის მარეგულირებელ მიდგომას „ინფორმაციით რეგულირება“ წარმოადგენს. აღნიშნულს ადასტურებს, მაგალითად, აშშ-ში კაპიტალის ბაზრის მთავარ მარეგულირებელ მექანიზმებში¹²⁸ მოცემული ფართო ღიაობის მოთხოვნები, ასევე ევროპის კავშირის ინვესტორთა დაცვის სისტემის ევოლუციის ანალიზი გვიჩვენებს, რომ ევროპელმა რეგულატორებმა ინფორმაციული ღიაობა გახადეს ინვესტორთა დაცვის მთავარ მარეგულირებელ საშუალებად. ინვესტორთა დამცავი მთავარი ევროპული დირექტივები,¹²⁹ ასევე ევროპის კომისიის ახალი

¹²³ „zweckorientiertes Wissen, (...) das zur Erreichung eines Zwecks, nämlich einer möglichst vollkommenen Disposition, eingesetzt wird“, (Wittmann/Waldemar, 1959, 14; Ballwieser/Wolfgang, 1985, 25.). Roggatz C.C., Informationspflichten von Investmentgesellschaften, Peter Lang, Frankfurt, 2003, 116-117.

¹²⁴ Hopt K.J., Rudolph B., Baum H. (Hrsg.), Börsenreform, Eine ökonomische, rechtsvergleichende und rechtspolitische Untersuchung, Stuttgart, 1997, 315.

¹²⁵ Halfpap P., Kapitalmarktaufsicht in Europa und den USA, Frankfurt am Main, 2008, 164.

¹²⁶ Kessler J., Micklitz H.W., Anlegerschutz in Deutschland, Schweiz, Grossbritannien, USA und der Europäischen Gemeinschaft, Baden-Baden, 2004, 37 f.

¹²⁷ Олейник О.М., Основы банковского права, юрист, Москва 1997, 212.

¹²⁸ როგორც არის: Securities Act of 1933; the Securities Exchange Act of 1934; the Wall Street Reform and Consumer Protection Act of 2009 და ა.შ.

¹²⁹ კერძოდ: UCITS, Prospectus და MiFID დირექტივები.

ინიციატივა მცირე ინვესტორთა საინვესტიციო პროდუქტების შესახებ,¹³⁰ არის ღიაობასა და ინფორმაციაზე დამყარებულ დაცვაზე ორიენტირებული. ინვესტორთა დაცვის მიზნით შექმნილი ეს დანაწესები მოითხოვს ძირითადი, საკვანძო ინფორმაციის მოწოდებას მოკლე, ლაკონური სახით, ჩამოყალიბებულს არატექნიკურ ენაზე, რათა გასაგები იყოს საშუალო ან ტიპური მცირე ინვესტორისთვის და მისცეს მას შესაძლებლობა, გაიგოს პროდუქტის ძირითადი თვისებები, ადვილად შეადაროს სხვადასხვა პროდუქტი ერთმანეთს და მიიღოს ინფორმირებული საინვესტიციო გადაწყვეტილება. პრობლემას წარმოადგენს ის, რომ მიუხედავად წლების განმავლობაში განხორციელებული თავდაუზოგავი მცდელობისა, ევროპამ ვერ შექმნა „რეცეპტი“ ამ მიზნების მისაღწევად. ამასთან, ფინანსურმა კრიზისმა მოახდინა ღიაობის საშუალების შესაძლებლობების საზღვრების დემონსტრირება და ეს ფაქტი მნიშვნელოვნად ზრდის ინტერესს საკითხის ანალიზისადმი.

რა არის ინფორმაციული ღიაობის, როგორც ინვესტორთა დაცვის საშუალების, ძირითადი არსი?

ინფორმაციული ღიაობის არსს წარმოადგენს ინვესტორის აღჭურვა ყველა იმ ინფორმაციით, რაც საჭიროა ფასიანი ქაღალდების სწორი შეფასებისა და ინფორმირებული, რაციონალური საინვესტიციო გადაწყვეტილების მიღებისთვის. ის ასევე ეხება პროდუქტის გამყიდველსა და ინვესტორს შორის არსებული ინფორმაციული ასიმეტრიის პრობლემატიკას.¹³¹

ევროპის კავშირის დონეზე ღიაობისთვის, როგორც ინვესტორთა დაცვის მთავარი მარეგულირებელი საშუალებისადმი, პოლიტიკური უპირატესობის მინიჭება ლიტერატურაში ახსნილია იმით, რომ მარეგულირებლებს შორის საყოველთაოდ აღიარებული გახდა, რომ ინვესტორები ფინანსურ ბაზრებზე არიან რაციონალურები და შეუძლიათ ოპტიმალური გადაწყვეტილებების მიღება, თუ მოხდება მათი აღჭურვა საკმარისი ინფორმაციით.¹³² სამწუხაროდ, საშუალებათა პოლიტიკური მიმზიდველობა ყოველთვის არ ასახავს და ზუსტად არ ემთხვევა მისი მნიშვნელობისა და მიზანშეწონილობის დონეს. საკითხი, თუ როგორ იყენებენ ბაზრის მონაწილეები მიწოდებულ ინფორმაციას და რა სახის გადაწყვეტილებებს იღებენ ისინი ამ ინფორმაციის საფუძველზე, როგორც წესი, ყურადღების გარეშე რჩება.¹³³

1.4.1.2. ქცევითი ეკონომიკის აღმოჩენები და ღიაობის საშუალების საზღვრები

ხანგრძლივი პერიოდის განმავლობაში დამკვიდრებული თეზისი, რომ, რაც უფრო მეტ ინფორმაციას მიიღებს ინვესტორი, მით უფრო მეტად არის ის რეალურად ინფორმირებული და შესაბამისად შეუძლია რაციონალური საინვესტიციო გადაწყვეტილების მიღება, გლობალური ფინანსური კრიზისის

¹³⁰ „EU Commission PRIPS proposal“.
¹³¹ Geiger U., The Case for the Harmonization of Securities Disclosure Rules in the Global Market, February 08, Columbia, 1998, 16.
¹³² Howells G., The Potential and Limits of Consumer Empowerment by Information, Journal of Law and Society Volume 32, Number 3, September 2005, 351.
¹³³ Avgouleas E., What Future for Disclosure as a Regulatory Technique? Lessons from the Global Financial Crisis and Beyond, 2009, ხელმისაწვდომია: www.ssrn.com, 2.

შემდგომ არსებულ რეალობაში საკამათო ხდება.¹³⁴ ქცევითი ეკონომიკის კვლევებმა ბოლო ათწლეულების განმავლობაში თავდაყირა დააყენა ტრადიციული ეკონომიკური ქცევის მოდელი და ინვესტორთა ქცევის მნიშვნელოვანი ანომალიები გამოავლინა.

იმისათვის, რომ შესაძლებელი გახდეს კონკრეტული კანონმდებლობის მარეგულირებელი ეფექტიანობის შეფასება ქცევის მიმართ, კანონმდებელს სჭირდება ადამიანის ქცევის მოდელი.¹³⁵ სამართლის გასაგებად, უნდა გავიგოთ იმ „ნაწილების“ ლოგიკა, რომლის რეგულირებასაც სამართალი ცდილობს. აღნიშნული გულისხმობს ადამიანებისა და მათი ურთიერთგავლენის გაგებას. ეს იძლევა საშუალებას, მოხდეს ახალი კანონის ეფექტიანობის წინასწარ განსაზღვრა და იმის გაცნობიერება, თუ რატომ შეიძლება ვერ მიაღწიოს მოცემულმა კანონმა დასახულ მიზნებს.¹³⁶ თანამედროვე ეკონომიკური, ფინანსური და კაპიტალის ბაზრის სამართლის სფეროში მნიშვნელოვან მიმართულებას წარმოადგენს სამართლის კომბინაცია ეკონომიკასა და ფსიქოლოგიასთან. სამართლის ეკონომიკური ანალიზი გვთავაზობს ეკონომიკური კონცეფციებისა და მეთოდების გამოყენებას სამართლის სფეროში. სოციალურ მეცნიერებებს შეუძლიათ მიაწოდონ იურისტებს ადამიანის ქმედების არსის გაგება. **სამართლის ეკონომიკური ანალიზი არ წარმოადგენს სამართლის დარგს, არამედ ესაა სამართლის გაგების მეთოდი მისი სოციალური შედეგების მიხედვით, ეკონომიკისგან ნასესხები კონცეფციებისა და თეორიების გამოყენების საფუძველზე.** სამართალი და ეკონომიკა ახდენს ნორმების განსჯას მათი მოსალოდნელი სოციალური შედეგების, გავლენის მიხედვით და არა მათი სამართლიანობის მიხედვით.¹³⁷ სამართალი და ეკონომიკა გვთავაზობს ინსტრუმენტებს, მექანიზმებს პოლიტიკის იმ კითხვების გადასაწყვეტად, რომელიც უნდა გადაიჭრას ახალი კანონის ან არსებული დანაწესების ახალ სიტუაციაზე მორგების დროს.¹³⁸ სამართლისა და ეკონომიკის თანამედროვე მიმდინარეობა დაიწყო *რონალდ კოაზის (Ronald Coase) 1960 წლის* სტატიით სოციალური ხარჯების შესახებ.¹³⁹

კაპიტალის ბაზარზე განსაკუთრებით ბოლო ფინანსური კრიზისის პერიოდში განვითარებული ტრაგიკული მოვლენების შემდეგ წარმოიშვა კითხვები: უნდა დარჩეს თუ არა ინფორმაციული ღიაობა მცირე ინვესტორთა დაცვის მთავარ საშუალებად? არის ის ეფექტიანი საშუალება და სწორი სტრატეგია, რათა რეალურად უზრუნველყოს მცირე ინვესტორთა საინვესტიციო გადაწყვეტილებების გაუმჯობესება? აცნობიერებს თუ არა ევროპელი მარეგულირებელი ღიაობის საშუალების საზღვრებს? ასევე ისმის

¹³⁴Müller-Christmann B. in Anlegerschutz im Wertpapiergeschäft, Verantwortlichkeit der Organmitglieder von Kreditinstituten, Bankrechtstag 2012, Band 34, De Gruyter, Berlin, 2013, 2.

¹³⁵Teigelack L., Finanzanalysen und Behavioural Finance, Schriften zum Gesellschafts-, Bank- und Kapitalmarktrecht, Band 13, Nomos, Baden-Baden, 2009, 76.

¹³⁶Mackaay E., Law and Economics for Civil Law Systems, Edward Elgar, Cheltenham, 2013, 4.

¹³⁷იქვე, 5-6.

¹³⁸იქვე, 27.

¹³⁹იქვე, 205.

კითხვა, თუ რა რაოდენობის ინფორმაციის მიღება, გადამუშავება და გამოყენება შეუძლია საერთოდ ბაზარს?¹⁴⁰

ამ კითხვებზე პასუხის გასაცემად ორი ურთიერთსაწინააღმდეგო მოსაზრება არსებობს, რომელიც მომდინარეობს სამართლისა და ეკონომიკის მეცნიერებს შორის დამკვიდრებულ მცირე ინვესტორთა განსხვავებული აღქმიდან. პირველი არის აღქმა, რომელსაც ამკვიდრებს ეკონომიკის ტრადიციული თეორია, ინვესტორთა რაციონალურობის შესახებ და მეორე – მცირე ინვესტორის სახე შექმნილი ქცევითი ეკონომიკის მიერ.

რაციონალური ინვესტორის სახე, რომელიც მომდინარეობს ნეო-კლასიკური ეკონომიკური თეორიიდან (*მილტონ ფრიდმანი*), ისევე როგორც სამართლისა და ეკონომიკის სკოლიდან (*რონალდ კოაზი, რიჩარდ პოზნერი* ა.შ.), არის ის, რომელიც მყარად არის ფესვგადგმული ევროპის კავშირის კანონმდებლობასა და რეგულირებებში და რომელსაც ემყარება რეგულატორების მიერ მცირე ინვესტორთა დაცვისთვის ღიაობის საშუალების გამოყენება.¹⁴¹

აღნიშნული თეორიის მიხედვით, მცირე ინვესტორები ფინანსურ ბაზარზე არიან რაციონალურები, ან სულ მცირე, რაციონალურად ახდენენ ინფორმაციის გადამუშავებას, როდესაც ისინი აღიჭურვებიან საკმარისი ინფორმაციით და შესაბამისად შეძლებენ ოპტიმალური გადაწყვეტილების მიღებას.¹⁴² მცირე ინვესტორთა კომპეტენტურობისა და რაციონალურობის ამ პრეზუმფციას მიყვარათ რეგულატორების მიერ ე.წ. „აღჭურვის პოლიტიკის“¹⁴³ გამოყენებამდე. აღნიშნული მოდელი მიისწრაფის, რომ შექმნას სათანადო კომპეტენციების მქონე, დამოუკიდებელი და ინფორმირებული ინვესტორი, რომელსაც შეუძლია თავის თავზე პასუხისმგებლობის აღება.¹⁴⁴ შესაბამისად, ღიაობაზე დამყარებული პოლიტიკის სტრატეგია ყოველთვის ასკვნიდა, რომ გამარტივებული, ადვილი ინფორმაციის არარსებობა არის მცირე ინვესტორთა გადაწყვეტილების გაუმჯობესების მთავარი დამაბრკოლებელი ფაქტორი. შედეგად, მარეგულირებლები ძირითადად კონცენტრაციას ახდენდნენ ინფორმაციის ოდენობის შემცირებასა და ღიაობის დოკუმენტის მოცულობაზე. კრიზისის შემდგომ განხორციელებული რეფორმის ფარგლებშიც კი, ძირითადად მცდელობები მიმართულია მოკლე დოკუმენტის დიზაინზე, რომელიც ადვილად გასაგები უნდა იყოს მცირე ინვესტორისთვის.

ისმის კითხვა, რეალურად კითხულობენ თუ არა ადრესატები მიწოდებულ ინფორმაციას? აქვთ თუ არა მცირე ინვესტორებს საკმარისი უნარი, რომ გადაამუშავონ და გამოიყენონ მიწოდებული მონაცემები?

ქცევითი ეკონომიკის მზარდი ლიტერატურა სულ სხვა რეალობას გვაჩვენებს და გვაწვდის მნიშვნელოვან ცნობებს, რომელიც ეჭვს ქვეშ აყენებს

¹⁴⁰Riesenhuber K., Klinck F., Karakostas I., Information als Schutzinstrument, Grundlagen und Grenzen, Bochumer Juristische Studien zum Zivilrecht, Band 1, Nomos, Baden-Baden, 2013, 118.

¹⁴¹Willemaers G. S., The EU Issuer Disclosure Regime: Objectives and Proposals for Reform, Kluwer Law International, Brussels, 2011, 36.

¹⁴²იქვე 36.

¹⁴³„Empowerment policy“.

¹⁴⁴Moloney N., How to Protect Investors. Lessons from the EC and the UK, Cambridge University Press, Cambridge, 2010, 58.

სტანდარტულ ეკონომიკურ პრეზუმფციას მცირე ინვესტორთა რაციონალურობის შესახებ.

მოკლედ, რომ შევაჯამოთ ეს ორი განსხვავებული მიდგომა სამართლებრივი და მარეგულირებელი კუთხით, ორთოდოქსული, ტრადიციული ეკონომიკა ასკვნის, რომ ადამიანები განხილულნი უნდა იყვნენ როგორც ეგოისტი, რაციონალური და დამოუკიდებელი აგენტები, ქცევითი ეკონომიკა კი წარმოაჩენს, რომ ადამიანები ხშირად არიან ალთრუისტები, არა სრულად რაციონალურები და დამოუკიდებლები და მიდრეკილნი არიან ერთმანეთის არჩევანის გამეორებისკენ, რეპროდუქციისკენ. ნეოკლასიკური ეკონომიკური თეორია ხაზს უსვამს კონკურენციის მნიშვნელობას მაშინ, როდესაც ქცევითი ეკონომიკა აქცენტს აკეთებს პატერნალისტიკურ და ინტერვენციულ პოლიტიკაზე. სხვა სიტყვებით რომ ვთქვათ, ქცევითი ეკონომიკის მომხრეები აყენებენ რეგულირების სასარგებლო არგუმენტებს, ნეოკლასიკური თეორიის ადვოკატები კი – რეგულირების საწინააღმდეგო არგუმენტებს.¹⁴⁵

I.4.12.1. ქცევითი ეკონომიკა

ქცევითი ეკონომიკა არის ახალგაზრდა ინტერდისციპლინარული კვლევის მიმართულება, რომელიც ფსიქოლოგიის გამოყენების მეშვეობით ცდილობს ადამიანების საინვესტიციო გადაწყვეტილებების უკეთ გაგებას. ის წარმოადგენს კავშირს ეკონომიკასა და ფსიქოლოგიას შორის. ამასთან, ეს არის შედარებით ახალგაზრდა დისციპლინა და რადგან იმპერატიული სამართალი საჭიროებს კარგად დასაბუთებულ, მყარი საფუძვლების არსებობას, ჯერ კიდევ არ არის ცხადი რამდენად შეიძლება ის გახდეს საკანონმდებლო ნორმების საფუძველი.¹⁴⁶

ქცევითი ეკონომიკა მნიშვნელოვანი ინოვაციაა მეცნიერებაში, რომელიც 2002 წელს ეკონომიკის ნობელის პრემიით აღინიშნა *დანიელ კანემანისა და ვერნონ სმიტისთვის*.¹⁴⁷ გავრცელებული მოსაზრებით, ეკონომიკა, ეკონომიკური

¹⁴⁵ *Juurikkala O., The Behavioural Paradox: Why Investor Irrationality calls for Lighter and Simpler Financial Regulation, Fordham Journal of Corporate & Financial Law, Vol. XVIII, 2012, 33-93, 35.*

¹⁴⁶ *Thieme J., Wertpapierdienstleistungen im Binnenmarkt, Studien zum Bank- und Kapitalmarktrecht, Nomos, Baden-Baden, 2008, 81-82.*

¹⁴⁷ *Daniel Kahneman, Vernon Smith. ვერნონ სმიტმა მიიღო ნობელის პრემია ლაბორატორიული ექსპერიმენტების ემპირიული ანალიზის საშუალებად გამოყენების დანერგვისთვის, განსაკუთრებით ალტერნატიული საბაზრო მექანიზმების კვლევაში. XX ს. 70-იან წლებამდე ეკონომისტებს შორის დომინირებდა მოსაზრება, რომ ეკონომისტებს, ქიმიკოსებისა და ბიოლოგებისგან განსხვავებით, არასოდეს შეეძლება კონტროლირებული ექსპერიმენტების ჩატარება. სმიტის შრომები ექსპერიმენტული ეკონომიკის შესახებ, რომელიც XX ს. 50-იანი წლების შუა პერიოდში დაიწყო, საეჭვოდ მიიჩნევს ამ მოსაზრებას. დღემდე ექსპერიმენტალური ეკონომიკა ფართოდ არის გავრცელებული და გამოიყენება, მაგალითად, ელექტრონული ფასის შესწავლისას. სმიტმა 2002 წელს ნობელის პრემია გაიყო დანიელ კანემანთან, რომელსაც მიენიჭა აღნიშნული პრემია რადგან მან შეძლო ეკონომიკურ მეცნიერებაში ფსიქოლოგიური კვლევის შედეგების ინტეგრაცია, განსაკუთრებით გაურკვევლობის სიტუაციაში ადამიანის განსჯისა და გადაწყვეტილების მიღების შესახებ. მან 1979 წელს ამოს ტვერსკისთან (Amos Tversky) ერთად შექმნა პროსპექტის თეორია (Prospect Theory), რომლისთვისაც დაიმსახურა ნობელის პრემია ეკონომიკაში. პროსპექტის თეორია (Prospect Theory) განასხვავებს არჩევანის პროცესის ორ ფაზას: რედაქტირების ადრეული ფაზა და თანმდევნი შეფასების ფაზა. რედაქტირების ფაზა შედგება*

მეცნიერება ფართოდ განიხილებოდა, როგორც არა-ექსპერიმენტალური მეცნიერება, რომელიც უნდა ეყრდნობოდეს რეალური სამყაროს ეკონომიკაზე არსებულ დაკვირვებებს და არა კონტროლირებად ლაბორატორიულ ექსპერიმენტებს. ამასთან, ტრადიციულ მიდგომას წარმოადგენდა ე.წ. *Homo oeconomicus*-ის სურათი, რომელიც მოტივირებულია პირადი ინტერესით და ძალუქს რაციონალური გადაწყვეტილების მიღება, თუმცა ეკონომიკურმა კვლევამ ბოლო წლების განმავლობაში ახალი მიმართულება მიიღო. მეცნიერული ნაშრომების ფართო და მზარდი რიცხვი ამჟამად ეთმობა ეკონომიკის ტრადიციული პოსტულატების ემპირიულ ტესტირებასა და მოდიფიკაციას, განსაკუთრებით შეუზღუდავი რაციონალურობის, აბსოლუტური პირადი ინტერესის და თვითკონტროლის შესახებ. ახალი კვლევა ფართოდ ეყრდნობა ლაბორატორიული ექსპერიმენტების შედეგად მიღებულ ახალ მონაცემებს.

ქცევითი ეკონომიკა ჯერ თითქმის არ არის კერძო საბანკო საქმის პრაქტიკაში დანერგილი. ქცევითი ეკონომიკის მიმართულებით შვეიცარიული უნივერსიტეტები (*die Universität Zürich, die EPFL in Lausanne und die Universita Svizzera Italiana in Lugano*) მთელი მსოფლიოს მასშტაბით არსებითად წინ არიან. ქცევითი ეკონომიკა საშუალებას აძლევს ინტერდისციპლინარულ გაცვლაში დაინტერესებულ იურისტს, იფიქროს ინფორმაციულ მოდელზე დამყარებული ფასიანი ქაღალდების ევროპული რეგულირების ალტერნატივაზე. ქცევითი ეკონომიკის კაპიტალის ბაზართან დაკავშირებულ ნაწილს წარმოადგენს ქცევითი ფინანსები (*behavioural finance*),¹⁴⁸ სადაც ქცევით-მეცნიერული დაკვირვებები შემოიფარგლება ფინანსური ბაზრით. აღნიშნული ქმნის ახალ, გაფართოებულ ხედვას საბაზრო ქცევის გაგებისთვის.¹⁴⁹

„ქცევითი ინვესტორი“ არის ინვესტორი, რომელიც არ იქცევა იმ პრინციპების შესაბამისად, რომელსაც მისდევს *Homo oeconomicus*-ი (ანუ ინვესტორი კლასიკური ეკონომიკური თეორიის მიხედვით). ქცევითი ეკონომიკა ქმნის არარაციონალური ინვესტორის სახეს, რომელსაც აქვს ღარიბი კოგნიტიური შესაძლებლობები. ამ თეორიის მიხედვით, მცირე ინვესტორები, როგორც წესი, არიან არარაციონალურები და ფინანსურად არაკვალიფიციურები. შეზღუდული კოგნიტიური შესაძლებლობების გამო, ადამიანებს არ შესწევთ უნარი მოერიონ ყველა იმ ინფორმაციას, რომელიც მათ მიეწოდებათ და, შესაბამისად, არ შეუძლიათ სრულყოფილად შეაფასონ საკუთარი არჩევანი.¹⁵⁰ კომპლექსურობა და გაურკვეველობა, რომელიც დაკავშირებულია ფინანსურ პროდუქტებთან, მნიშვნელოვან გამოწვევას წარმოადგენს ინვესტორებისთვის. შესაბამისად, მცირე ინვესტორები რეალურად იქცევიან განსხვავებულად, ვიდრე ეს მოსალოდნელია

შეთავაზებული შანსების წინასწარი ანალიზისგან. შეფასების ფაზა აფასებს შანსებს და ხდება ყველაზე მაღალი ღირებულების შანსის არჩევა (*Kahneman D., Tversky A., Prospect Theory: An Analysis of Decision under Risk, Econometrica, Vol. 47, No.2. (Mar., 1979), 263-292, 274.*)

¹⁴⁸Teigelack L., Finanzanalysen und Behavioural Finance, Schriften zum Gesellschafts-, Bank- und Kapitalmarktrecht, Band 13, Nomos, Baden-Baden, 2009, 90.

¹⁴⁹Petsch A., Kapitalmarktrechtliche Informationspflichten versus Geheimhaltungsinteressen des Emittenten, Studien zum Handels-, Arbeits- und Wirtschaftsrecht, Band 143, Nomos, Baden-Baden, 2012, 273-274.

¹⁵⁰Willemaers G. S., The EU Issuer Disclosure Regime: Objectives and Proposals for Reform, Kluwer Law International, Brussels, 2011, 39.

ჰიპოთეტიური რაციონალური ინვესტორისაგან, ანუ ისინი არ მოქმედებენ ფინანსური რაციონალურობით¹⁵¹ და არ რეაგირებენ ინფორმაციაზე ისე, როგორც ამას ტრადიციული ეკონომიკური მოდელები ასკვნის.

ფინანსური პროდუქტებისა და ფინანსური მომსახურების მარეგულირებელი კანონმდებლობის დიდი ნაწილი დაფუძნებულია კლასიკურ შეხედულებაზე, რომ ეკონომიკური აგენტები, მომხმარებლების ჩათვლით, ბუნებით ეგოისტები არიან, ცდილობენ თავიანთი პირადი ფინანსური მოგების მაქსიმიზაციას რაციონალური მოქმედებისა და დამოუკიდებელი გადაწყვეტილებების მიღების გზით. რა თქმა უნდა, არავინ არ იტყუებს თავს, რომ ეს არის ეკონომიკის სწორი ასახვა და ადამიანის სწორი პორტრეტი. მიუხედავად ამისა, ეს არის მრავალი წლის განმავლობაში მიღებული ინვესტორის სტანდარტი, რომელსაც ემყარება ეკონომიკის მარეგულირებელი დანაწესების უმრავლესობა. იმისთვის, რომ ეკონომიკური დაშვებები (*assumptions*) გამოსადეგი იყოს კანონმდებლობის საფუძვლის შექმნისთვის, ის უნდა მოიცავდეს ეკონომიკური სისტემის შესახებ ფუნდამენტურ სინამდვილეს. არსებული მტკიცებულებები, რომლებიც შეგროვდა ბოლო 4–5 წლის განმავლობაში, გვიჩვენებს, რომ ეკონომიკური მოდელები კვლავ ვერ ასახავენ ფუნდამენტურ სინამდვილეს იმის შესახებ, თუ როგორ იქცევიან ნამდვილი ადამიანები ნამდვილ ეკონომიკაში.

ინვესტორთა საინვესტიციო მომსახურების ფარგლებში მომხმარებელთა გადაწყვეტილებებს შესახებ 2010 წელს ჩატარებულმა ფართო კვლევამ¹⁵² წარმოაჩინა, რომ მომხმარებლები საინვესტიციო არჩევანის გაკეთების დროს ძალიან შორს არიან რაციონალურობისა და დამოუკიდებლობისგან. მომხმარებელთა გადაწყვეტილებებზე გავლენა შეიძლება მოახდინოს სხვადასხვა ფაქტორმა. გადაწყვეტილებები შეიძლება დამოკიდებული იქნეს კონტექსტზე, თუ როგორ გრძნობს მომხმარებელი მოცემულ დღეს თავს. გავლენას ახდენს ასევე ის, თუ რა სახით და ვის მიერ არის წარდგენილი მათთვის არჩევანი. ამასთან, მომხმარებელთა უმრავლესობას ახასიათებს ზედმეტი თავდაჯერებულობა საკუთარი შეფასების, განსჯის სისწორის, საკუთარი აზროვნების უნარისა და განათლების მიმართ ან მათ უბრალოდ არ სურთ გამოჩნდნენ ნაკლებად კომპეტენტურნი. აღნიშნულმა კვლევამ ნათლად მოახდინა ქცევითი ეკონომიკის აღმოჩენების გამოსადეგობისა და პოტენციალის დემონსტრირება. არსებობს მტკიცებულება, რომ მომხმარებლები ხშირად ვერ იღებენ ოპტიმალურ გადაწყვეტილებებს და ეს არ ხდება მხოლოდ ასიმეტრიული ინფორმაციის გამო. თვით კარგად ინფორმირებული მომხმარებლების მოქმედებაც კი შეიძლება დაშორდეს გონივრული და რაციონალური ქცევის მოდელს. კლასიკური ეკონომიკური თეორიის *Homo Economicus*-ი წარმოადგენს ადამიანების ქცევის ძალზე გამარტივებულ აღწერას. მომხმარებლები ყოველთვის არ არიან ეგოისტები,

¹⁵¹ Franco J. A., A Consumer Protection Approach to Mutual Fund Disclosure and the Limits of Simplification, March 23, 2010, ხელმისაწვდომია: www.ssrn.com, 32.

¹⁵² European Commission, Consumer Decision-Making in Retail Investment Services: A Behavioural Economics Perspective (2010).

რაციონალური და დამოუკიდებელი აგენტები, პირიქით, ისინი ამჟღავნებენ ძლიერ ურთიერთდამოკიდებულებას და „შეზღუდულ“ რაციონალურობას.¹⁵³

ქცევითი ეკონომიკის აღმოჩენები შეიძლება დაიყოს სამ კატეგორიად: 1.ლიმიტირებული/შეზღუდული რაციონალურობა (*bounded rationality*) – ადამიანებს აქვთ ლიმიტირებული კოგნიტიური უნარები; 2.ლიმიტირებული/შეზღუდული სურვილი (*bounded willpower*) – ადამიანები ხშირად არ ირჩევენ იმ ალტერნატივას, რომელიც მათ მიაჩნიათ საუკეთესოდ; 3.ლიმიტირებული/შეზღუდული პირადი ინტერესი, ეგოიზმი (*bounded self-interest*) – ადამიანები არ არიან გულგრილნი სამართლიანობისა და სხვების კეთილდღეობის მიმართ.¹⁵⁴ ქცევითი ეკონომიკის მიხედვით, ინვესტორები გვიან მიღებულ ინფორმაციას უფრო მეტ მნიშვნელობას ანიჭებენ, ვიდრე ადრე მიღებულ ინფორმაციას; ინვესტორები ასევე გადამეტებულად აღიქვამენ საკუთარ შესაძლებლობას, სწორად შეაფასონ ტრანზაქციასთან დაკავშირებული რისკი; ამასთან ინვესტორები მოგების მომტან აქციებს ძალიან მალე ასხვისებენ, ხოლო წამგებიან აქციებს დიდხანს იტოვებენ.¹⁵⁵ მომხმარებლები როგორც წესი, მცირედ გამოკვლევას ატარებენ. ადამიანები მანქანის არჩევას უფრო მეტ დროს უთმობენ, ვიდრე საიპოთეკო თუ საინვესტიციო პროდუქტის არჩევას. ისინი ნაკლებად რაციონალურები და უფრო ირაციონალურები, იმპულსურები და გრძნობებითა და სუბიექტური მოსაზრებებით მართულები არიან, ასევე განიცდიან ჭორებისა და შიშის გავლენას. ხანდახან, განსაკუთრებით ბუმის ფაზაში, ადამიანებს ახასიათებთ ე.წ. „კოლექტიური თავისდაკარგვა“. აღნიშნული ეხება ზოგადად გადაწყვეტილების მიღების პროცესს, განსაკუთრებით კი – ფინანსურ ინვესტიციებს.¹⁵⁶ როგორც წესი, მომხმარებლები ეყრდნობიან მრჩევლის ან პროდუქტის გამყიდველი პირის რჩევას. აღნიშნული კიდევ ერთხელ ხაზს უსვამს კაპიტალის ბაზრებზე ნდობის მნიშვნელობას. სამწუხაროდ, მიწოდებული რჩევა უფრო მეტად პროვაიდერის ინტერესს გამოხატავს, ვიდრე მომხმარებლისას.

აღსანიშნავია, რომ ქცევითი სამართალი და ეკონომიკა მიზნად არ ისახავს ტრადიციული ეკონომიკური თეორიის ჩანაცვლებას, არამედ უმატებს მას ახალ პერსპექტივას. შესაბამისად, ქცევითი ეკონომიკა მოითხოვს არა ფასიანი ქაღალდების რეგულირების სისტემურ ცვლილებას, არამედ არსებული ნორმების ფრთხილ მოდიფიკაციას. ის ცდილობს ადამიანების გადაწყვეტილების მიღების პროცესის ანალიზს ლაბორატორიული ექსპერიმენტების გამოყენებით და ამით სტანდარტულ ეკონომიკურ თეორიებსა და რეალურ ეკონომიკას შორის არსებული ხარვეზის შევსებას. ქცევითი ფინანსები არის შედარებით ახალი პარადიგმა, რომელიც აღმოცენდა „თანამედროვე ფინანსების“ არსებული ხარვეზების შესავსებად.¹⁵⁷

¹⁵³Chater N., Huck S., Inderst R., Consumer Decision-making in Retail Investment Services: A Behavioural Economics Perspective, Executive Summary, November 2010, 2.

¹⁵⁴Juurikkala O., The Behavioural Paradox: Why Investor Irrationality calls for Lighter and Simpler Financial Regulation, Fordham Journal of Corporate & Financial Law, Vol. XVIII, 2012, 33-93, 38-39.

¹⁵⁵Schelling H., Vergütungssysteme und Interessenkonflikte in der Anlageberatung, Eine Studie zum europäischen, deutschen und englischen Recht, Berlin, 2013, 309-311.

¹⁵⁶Thieme J., Wertpapierdienstleistungen im Binnenmarkt, Studien zum Bank- und Kapitalmarktrecht, Nomos, Baden-Baden, 2008, 81-82.

¹⁵⁷Mokhtar A.I., Behavioural Finance, Investor Psychology Perspective, Journal of Finance and Investment

I.4.1.2.2. ქცევითი ეკონომიკის კრიტიკა

ქცევით ეკონომიკას, როგორც ნებისმიერ სხვა მეცნიერულ თეორიას, ჰყავს კრიტიკოსები. ქცევითი ეკონომიკის ოპონენტები საეჭვოდ მიიჩნევენ იმ ექსპერიმენტების სტრუქტურასა და ჩატარების წესს, რომლებსაც ქცევითი მეცნიერები იკვლევენ, ასევე ლაბორატორიულ გარემოში ჩატარებული ექსპერიმენტების რეალური ცხოვრების სიტუაციებზე განზოგადების შესაძლებლობას. ისინი თვლიან, რომ რეალურ ცხოვრებაში ადამიანებს შეუძლიათ ისწავლონ მაშინ, როდესაც ექსპერიმენტები, როგორც წესი, ერთჯერად სიტუაციებს ეფუძნება. მრავალი იურისტი და ეკონომისტი მიუთითებს, რომ კონკურენტული ბაზრები წარმოადგენს შეზღუდული რაციონალურობის შედეგების შესწორების, გამოსწორების საშუალებას. თუ არსებობენ ინვესტორები, რომლებიც სისტემატურად უშვებენ შეცდომებს და შესაბამისად კარგავენ ფულს, ასეთ შემთხვევაში აუცილებლად იარსებებენ სხვა ადამიანები – საბაზრო შუამავლები, რომლებიც „აღზრდიან, გაანათლებენ“ მათ ან ჩამოართმევენ მათ გადაწყვეტილების მიღების უფლებას. ამასთან, სამართლის ერთ-ერთი კლასიკური ფუნქციაა ნორმატიული სტანდარტების დადგენა და, შესაბამისად, არაინდივიდუალური დეფექტების, ნაკლოვანებების გათვალისწინება.¹⁵⁸ საბაზრო ნაკლის/დეფექტის (market failure) კონცეფცია სამართალსა და ეკონომიკაში მიჩნეულია, როგორც სამართლის, სამართლებრივი რეგულირების მთავარი „raison d'être“ (არსებობის მიზეზი).¹⁵⁹ შესაბამისად, არსებობს მოსაზრება, რომ მხოლოდ ექსპერიმენტული მტკიცებულებების საფუძველზე ვერ მოხდება ბაზარზე რეგულატორული ინტერვენციის განხორციელება. აშკარა საბაზრო ნაკლი/დეფექტი იდენტიფიცირებული უნდა იქნეს ემპირიული, ნამდვილი სამყაროს მაგალითით. ამასთან, საბაზრო ნაკლის/დეფექტის გამოსწორების მიზნით შემოთავაზებულმა ნებისმიერმა მარეგულირებელმა ქმედებამ იდეალურ შემთხვევაში უნდა გაიაროს შემდგომი ტესტირება უფრო რეალისტურ გარემოში, რათა შესაძლებელი იყოს შესაძლო ნამდვილი სამყაროს გავლენის შეფასება და დადგინდეს მარეგულირებელი ღონისძიების იმპლემენტაციის საუკეთესო გზები.¹⁶⁰

I.4.1.2.3. ქცევითი ეკონომიკის გავლენა რეგულირებაზე

ქცევითი ეკონომიკის მიერ შექმნილი ნაკლებად გათვითცნობიერებული და არარაციონალური ინვესტორის სახე საეჭვოს ხდის ღიაობის ევროპული რეჟიმის უნარს, შეცვალოს ასეთი ინვესტორების მიერ გადაწყვეტილების

Analysis, vol 3., no2. 2014, 41-60, 42.

¹⁵⁸ Klöhn L., Preventing Excessive Retail Investor Trading under MiFID: A Behavioural Law & Economics Perspective, European Business Organization Law Review, Volume 10, Issue 03, September 2009, 437-454, 447-449.

¹⁵⁹ Paccès A.M., Visscher L., Methodology of Law and Economics, 2012, ხელმისაწვდომია: www.ssrn.com, 1.

¹⁶⁰ Chater N., Huck S., Inderst R., Consumer Decision-making in Retail Investment Services: A Behavioural Economics Perspective, Executive Summary, November 2010, 9.

მიღების პროცესი და წვლილი შეიტანოს კაპიტალის ევროპულ ბაზარზე მათი მონაწილეობის გაზრდაში.¹⁶¹

ქცევითი ეკონომიკის მიხედვით, ინფორმაციის რაოდენობაზე ყურადღების გამახვილების მაგივრად, ყურადღება უნდა გამახვილდეს ინფორმაციის დამუშავების, გაგების პრობლემატიკაზე.¹⁶² ინფორმაციული ღიაობის რეგულირების რეფორმისას ხელმძღვანელობა უნდა ხდებოდეს ემპირიული და ექსპერიმენტული გათვლებით, რომლებიც ზომავენ მიწოდებული ინფორმაციის რეალურ გავლენას და ამით ღიაობის ნორმების ეფექტიანობას.¹⁶³ არსებობს საჭიროება, რომ მოხდეს იმის ტესტირება, თუ როგორ ამუშავებენ, იყენებენ ან როგორ რეაგირებენ ინვესტორები სხვადასხვა სახის ინფორმაციაზე ფინანსური ბაზრების კონტექსტში.¹⁶⁴ ლეიბსონის, ჩოის და სხვათა მიერ განხორციელებულმა ექსპერიმენტმა, რომელთა სუბიექტებს ჰარვარდის თანამშრომლები წარმოადგენდნენ,¹⁶⁵ აჩვენა, რომ მიწოდებული ინფორმაციის მოცულობის უბრალო მოდიფიცირება მნიშვნელოვნად არ ცვლის სუბიექტების საინვესტიციო არჩევანს.¹⁶⁶ ცალკე აღებული ინფორმაციის ღიაობა, რა ფორმატში ან რა მოცულობითაც არ უნდა განხორციელდეს ის, შეიძლება არ იყოს საკმარისი დასახული მიზნების მისაღწევად.¹⁶⁷ შესაბამისად საჭიროა, მარეგულირებელმა უფრო მეტი ყურადღება მიაქციოს იმას, თუ როგორ გამოიყენება მიწოდებული ინფორმაცია.¹⁶⁸ რეგულირებები ინფორმაციის შესახებ უნდა იყოს მნიშვნელოვანი ნაწილი, მაგრამ მხოლოდ ნაწილი ინვესტორთა დაცვის რაციონალურად დაბალანსებული პოლიტიკის სტრატეგიისა.¹⁶⁹

როგორი უნდა იყოს რეგულირება ქცევითი ეკონომიკის მიერ მოწოდებული ცოდნის საფუძველზე? როგორ უნდა გამოვიყენოთ ქცევითი ეკონომიკა ფინანსური მომსახურების, კაპიტალის ბაზრების სფეროში? როგორ შეიძლება მოხდეს ქცევითი ეკონომიკის გამოყენება საჯარო პოლიტიკისა და მარეგულირებელი ღონისძიებების შექმნის პროცესში, რათა სასარგებლო იყოს ევროპელი მომხმარებლებისა და მოქალაქეებისთვის? უნდა შეცვალოს თუ არა და თუ კი როგორ ქცევითმა ეკონომიკამ კაპიტალის ბაზრის რეგულირების მიმართ არსებული მიდგომები? ქცევითი ეკონომიკა ამართლებს,

¹⁶¹Willemaers G. S., The EU Issuer Disclosure Regime: Objectives and Proposals for Reform, Kluwer Law International, Brussels, 2011, 40.

¹⁶²Grether D., Schwartz A., Wilde L., The Irrelevance of Information Overload: An Analysis of search and disclosure, 59 S. Cal. L. Rev. 277 1985-1986, 301.

¹⁶³Avgouleas E., What Future for Disclosure as a Regulatory Technique? Lessons from the Global Financial Crisis and Beyond, 2009, ხელმისაწვდომია: www.ssrn.com, 24.

¹⁶⁴იქვე 25.

¹⁶⁵იქვე 27.

¹⁶⁶Beshars J., Choi J., Laibson D., Madrian B., How Does Simplified Disclosure Affect Individuals' Mutual Fund Choices?, 2009, ხელმისაწვდომია: www.ssrn.com, 2.

¹⁶⁷Avgouleas E., What Future for Disclosure as a Regulatory Technique? Lessons from the Global Financial Crisis and Beyond, 2009, ხელმისაწვდომია: www.ssrn.com, 28.

¹⁶⁸Paredes T., Blinded by the Light: Information Overload and its Consequences for Securities Regulation, June 1, 2003, ხელმისაწვდომია: www.ssrn.com, 58.

¹⁶⁹Howells G., The Potential and Limits of Consumer Empowerment by Information, Journal of Law and Society Volume 32, Number 3, September 2005, 369.

მოითხოვს მომხმარებელთა ქცევაზე გავლენის მიზნით მეტად თუ ნაკლებად ინტერვენციულ მიდგომას?

ამ კითხვებზე არ არსებობს საყოველთაოდ აღიარებული პასუხები. სათანადო ლიტერატურაში მეცნიერებს შორის გამოკვეთილია აზრთა სხვადასხვაობა. ჯერ კიდევ საწყის ეტაპზეა და ბუნდოვანია სამართლებრივი დისკუსია იმის შესახებ, თუ როგორ და რა დოზით უნდა მოხდეს ქცევითი ეკონომიკის აღმოჩენების გათვალისწინება კაპიტალის ბაზრის სამართლის განვითარების პროცესში, რა წვლილი შეიძლება შეიტანოს ამ ახალგაზრდა მეცნიერებამ პოლიტიკური ინტერვენციის დიზაინის შემუშავებაში, რა გავლენა უნდა ჰქონდეს ქცევითი ეკონომიკის აღმოჩენებს ფინანსურ რეგულირებაზე.

ზოგიერთი კომენტატორის აზრით, ქცევითი ეკონომიკა ამართლებს უფრო ინტერვენციულ რეგულირებას კაპიტალის ბაზარზე, თუმცა არსებობენ ავტორები, რომლებიც საეჭვოდ მიიჩნევენ ამ გავრცელებულ მოსაზრებას. მარეგულირებელი ჩარევის მომხრეები იშველიებენ ინვესტორთა არარაციონალურობას, როგორც საფუძველს არსებული და მომავალი რეგულირებისთვის. რეგულირების სკეპტიკოსები კი მიუთითებენ, რომ მტკიცებულება ინვესტორთა არარაციონალურობის შესახებ არ არის დამაჯერებელი და საფუძვლიანი, მისი მოცულობა უმნიშვნელოა, რადგან კონკურენტული ბაზრები გაანადგურებენ არარაციონალურ მონაწილეებს. ამასთან, მარეგულირებლებსაც ახასიათებთ არასრულყოფილი რაციონალურობა. შესაბამისად, ვერ მოხდება მათზე დაყრდნობა, რათა მათ შეასწორონ სხვების მიკერძოებულობა.¹⁷⁰

აღნიშნულ საკითხთან დაკავშირებით საინტერესო მიმართულებას წარმოადგენს *ჯურიკალა (Juurikkala)*, რომელიც თავის ნაშრომში ემხრობა ქცევითი ეკონომიკის მიერ გამოთქმულ კრიტიკას და მიაჩნია, რომ ქცევითი ეკონომიკის აღმოჩენები საფუძვლიანია, თუმცა ეს აღმოჩენები არ ითვალისწინებს შედეგად ინტერვენციულ პოლიტიკას. ავტორის მითითებით, ქცევითი ეკონომიკა უპირატესობას ანიჭებს მსუბუქ რეგულირებას (*light-touch regulation*) და მარეგულირებელ სიმარტივეს. ქცევითი ეკონომიკა გადაჭრით არ გულისხმობს უფრო ჩამრევე რეგულირებას, ის გეთავაზობს ახალ მსუბუქ რეგულირებას, რომელიც არ იქნებოდა შესაძლებელი ნეოკლასიკურ, რაციონალური-არჩვენის ეკონომიკურ სისტემაში.¹⁷¹

საკითხთან დაკავშირებული დებატები, როგორც ჩანს, ორ უკიდურესობად გამოიკვეთა – დავა მიმდინარეობს იმის თაობაზე, რომ ადამიანები ან არიან აბსოლუტურად რაციონალურები, ან სრულიად ირაციონალურები მაშინ, როდესაც ქცევითი ეკონომიკა მხოლოდ ლიმიტირებულ რაციონალურობაზე საუბრობს.¹⁷²

სადავოა, თუ რა გავლენა და მნიშვნელობა ექნება ქცევითი ეკონომიკის აღმოჩენებს განსაკუთრებით კაპიტალის ბაზრის სამართლისა და ინვესტორთა დაცვის სამართლის განვითარებისთვის, განსაკუთრებით იმის

¹⁷⁰ *Juurikkala O., The Behavioural Paradox: Why Investor Irrationality calls for Lighter and Simpler Financial Regulation, Fordham Journal of Corporate & Financial Law, Vol. XVIII, 2012, 33-93, 45-46.*

¹⁷¹ *იქვე*, 36.

¹⁷² *იქვე*, 46.

გავითვალისწინებით, რომ, როგორც წესი, ქცევითი ეკონომიკის აღმოჩენები ეყრდნობა ექსპერიმენტებს, რომლებიც მცირე რაოდენობის პირზე არის ჩატარებული, რაც საეჭვოს ხდის მათი განზოგადების უნარს; არ არის ცხადი ექსპერიმენტში გამოყენებული ფენომენი რა ინტენსიურობით გვხვდება იმავე სიტუაციაში რეალურ ცხოვრებაში. ამასთან, ეკონომიკური ქცევის კვლევა წმინდა დესკრიპციული დისციპლინაა და ის არ მისდევს ნორმატიულ მიზნებს. შესაბამისად, ქცევითი ეკონომიკის აღმოჩენები თავისთავად არ ითვალისწინებს პოლიტიკურ სამართლებრივ რეაგირებას.¹⁷³

ექსპერიმენტალურ კვლევას (ქცევითი ეკონომიკა) ფინანსების სფეროში, ტრადიციული ემპირიული კვლევის გვერდით, შეუძლია მნიშვნელოვანი მითითებების მოცემა ინვესტორთა დაცვის გაუმჯობესებისა და რეგულირების მიმართულებით. რადგან ასეთი ექსპერიმენტი შედარებით იაფი და სწრაფად განხორციელებადია, სასურველია მოხდეს შესაძლო მარეგულირებელი ღონისძიებების წინასწარი დეტალური ტესტირება.¹⁷⁴

ქცევითი ეკონომიკის აღმოჩენების გამოყენებას ართულებს მნიშვნელოვანი პრობლემატური საკითხი: როგორ უნდა მოხდეს სხვადასხვა მარეგულირებელი პასუხების, ღონისძიებების შეფასება მაშინ, როდესაც არ ვიცით გლობალური ფინანსური კრიზისის დროს გამოვლენილი პრობლემები გამომწვეული იყო არასრულყოფილი რაციონალურობით თუ მთავრობის არასწორი პოლიტიკით? შესაძლებელია, შეიქმნას პოლიტიკა, რომელიც დაეხმარება ადამიანებს უფრო ბრძნული გადაწყვეტილებების მიღებაში, თუმცა ძალიან ცოტა ინფორმაცია გვაქვს იმასთან დაკავშირებით, თუ როგორ მოიქცეოდნენ ადამიანები უფრო ჯანსაღი მონეტარულ-ეკონომიკური და სამართლებრივ-მარეგულირებელი გარემოს პირობებში.¹⁷⁵

მარეგულირებლები მთელ მსოფლიოში, ევროპის კომისიის ჩათვლით, სულ უფრო მეტ ინტერესს გამოხატავენ ქცევითი ეკონომიკის, როგორც ფასიანი ქაღალდების უკეთესი რეგულირების ინსტრუმენტის, მიმართ. თეორიულად, მარეგულირებლები აცნობიერებენ ქცევითი ეკონომიკის მნიშვნელობას. ადამიანების ქცევის ფუნდამენტური მიზეზის გაგება განიხილება როგორც არსებითი მექანიზმი სწორი და ეფექტიანი პოლიტიკის შემუშავებისთვის. თუ ადამიანების ქცევა განპირობებულია ინფორმაციის ან ცოდნის ნაკლებობით განათლებისა და ინფორმაციის კამპანიებმა შეიძლება დადებითი შედეგი გამოიღოს. იმ შემთხვევაში, თუ ადამიანების არჩევანი არის ქცევითი თავისებურებების შედეგი, ქცევითი ეკონომიკის მიერ ნაჩვენები მიკერძოებულობების, მიდრეკილებების გათვალისწინება პოლიტიკის შემუშავების დროს უფრო ეფექტიანი იქნება და ა.შ. ამ მიმართულებით, 2010 წელს ევროპის კომისიამ (*Directorate General Health&Consumers*) განახორციელა მცირე ინვესტორთათვის განკუთვნილი საინვესტიციო მომსახურების ფარგლებში გადაწყვეტილებების მიღების პირველი ქცევითი კვლევა. ამასთან,

¹⁷³Schelling H., Vergütungssysteme und Interessenkonflikte in der Anlageberatung, Eine Studie zum europäischen, deutschen und englischen Recht, Berlin, 2013,315-316.

¹⁷⁴Hens T.,Anlegerschutz und Behavioural Finance, in Sethe R., Hens T., von der Crone H.C., Weber R.H. (Hrsg.), Anlegerschutz im Finanzmarktrecht kontrovers diskutiert, Schweizer Schriften zum Finanzmarktrecht, Band 108, Schulthess, Zürich, 2013, 11.

¹⁷⁵Juurikkala O.,The Behavioural Paradox: Why Investor Irrationality calls for Lighter and Simpler Financial Regulation, Fordham Journal of Corporate & Financial Law, Vol. XVIII, 2012, 33-93, 50.

2008 წლის ნოემბერში ევროპის კომისიამ განაცხადა, რომ არ გამორიცხავს ქცევითი ეკონომიკის დანაწესების გამოყენების შესაძლებლობას მომხმარებელთა დაცვის რეგულირების გაძლიერების პროცესში.¹⁷⁶ მარეგულირებლებმა უნდა გაითვალისწინონ ქცევითი ეკონომიკა რეგულირებების შექმნის პროცესში, დაიხმარონ ეკონომისტები მისი დეტალების ზუსტი გაგებისათვის და ამის საფუძველზე დაადგინონ ახალი ნორმები. ქცევითი ეკონომიკის გამოყენება ინვესტორთა დაცვის ახალი დანაწესების შექმნის პროცესში უფრო რეალური ჩანს, ვიდრე ეს აქამდე გვეგონა.¹⁷⁷

თეორიას, რომლის მიხედვითაც ხდება ინვესტორის მოდელირება და ინვესტორის სურათის ჩამოყალიბება, გადამწყვეტი მნიშვნელობა აქვს არა მხოლოდ ინფორმაციული ღიაობით ინვესტორთა დაცვის მექანიზმის სწორი ჩამოყალიბებისთვის, არამედ ინვესტორთა დაცვის მთლიანი მარეგულირებელი სისტემისა და პოლიტიკის სწორი განსაზღვრისთვის. ის არის მთავარი საფუძველი, რომელიც სწორად უნდა იქნეს ფორმულირებული, რათა მთელი სისტემა არასწორ აღქმას არ დაეფუძნოს. აღნიშნულს მნიშვნელობა აქვს ასევე საინვესტიციო რჩევის მიცემისთვის, მომსახურების გაუმჯობესებისა და მარეგულირებლების მიერ ფინანსური რჩევის სფეროში არსებითი შეცდომების თავიდან ასაცილებლად.¹⁷⁸

1.4.2. ინვესტორთა კონსულტაცია და ინტერესთა კონფლიქტის დაძლევა

ფინანსური კონსულტაცია, რჩევა წარმოადგენს ფინანსური ინდუსტრიის მიერ შემოთავაზებულ ერთ-ერთ ყველაზე მნიშვნელოვან მომსახურებას.

¹⁷⁶European Commission, How Can Behavioural Economics Improve Policies Affecting Consumers?, ხელმისაწვდომია: http://ec.europa.eu/consumers/dyna/conference/index_en.htm, ბოლოს გამოსმობილი: 22.05.2015.

¹⁷⁷ქცევითი ეკონომიკის პოლიტიკის კურსისა და რეგულირების ფორმირების პროცესში გამოყენების აღსანიშნავი მაგალითია დიდი ბრიტანეთი. „The Behavioural Insights Team“ წარმოადგენს უნიკალურ კომპანიას, რომელმაც არსებობა დაიწყო No.10 Downing Street-ის კედლებში მსოფლიოს პირველი სამთავრობო ინსტიტუციის სახით, რომელიც ეძღვნება ქცევითი მეცნიერების გამოყენებას (<http://www.behaviouralinsights.co.uk/about-us>). ამჟამად „The Behavioural Insights Team“ წარმოადგენს სოციალური მიზნის მქონე მსოფლიოს წამყვან კომპანიას, რომლის მისიაც არის დიდ ბრიტანეთსა და მის საზღვრებს გარეთ ორგანიზაციებისთვის დახმარების გაწევა ქცევითი აღმოჩენების გამოყენებაში, სოციალური მიზნის მქონე ამოცანების განხორციელების პროცესში. კომპანიას ჰყავს სამი მეპატრონე: თანამშრომლები, დიდი ბრიტანეთის მთავრობა და Nesta (დიდი ბრიტანეთის ინოვაციური საქველმოქმედო ორგანიზაცია). ჯგუფი საკუთარი საქმიანობის განხორციელების დროს იყენებს ერთმანეთთან დაკავშირებულ სხვადასხვა აკადემიურ დისციპლინებს (როგორც არის ქცევითი ეკონომიკა, ფსიქოლოგია და სოციალური ანთროპოლოგია), რათა გაიგოს თუ როგორ იღებენ ადამიანები პრაქტიკაში გადაწყვეტილებას, რის საფუძველზეც უნდა მოხდეს ისეთი პოლიტიკისა თუ ინტერვენციის შემუშავება, რომელიც სტიმულს აძლევს, ხელს უწყობს და შესაძლებელს ხდის უკეთესი გადაწყვეტილებების მიღებას თავიანთი თავისა და საზოგადოებისთვის, ანუ ჯგუფის სპეციალიზაციას წარმოადგენს ქცევითი მეცნიერებების იდეების გამოყენება საჯარო პოლიტიკის მიმართ, რითაც უნდა მოხდეს ქცევითი მეცნიერებების გამოყენება უფრო ეფექტიანი შედეგების მისაღწევად.

¹⁷⁸Hens T., Mayer J., Theory matters for Financial Advice, Swiss Finance Institute, March 22 2014, ხელმისაწვდომია: www.ssrn.com, 15-16.

ფინანსური მრჩევლების როლს განსაზღვრავს კლიენტებსა და ბაზრებს შორის ხიდის აშენება. მრჩევლებმა უნდა იცოდნენ რა ალტერნატივების შემოთავაზებას ახდენენ ბაზრები და რისკების ტოლერანტობის რა დონე აქვს კლიენტს, რათა ურჩიონ მას აქტივების ოპტიმალური პორტფოლიო.¹⁷⁹

ბროკერების ენციკლოპედია ინვესტორთა კონსულტაციას განმარტავს, როგორც კონსულტაციას, რჩევის მიცემას ფულის ინვესტირების შესახებ. ინვესტორთა კონსულტაცია ეხება საინვესტიციო ობიექტის არჩევასა და ინვესტირების დროს.¹⁸⁰ შუამავალი (მაგ. საბირჟო მაკლერი) არის ინვესტორის აგენტი, რომელიც თავისი კლიენტის წინაშე გარკვეულ ვალდებულებებს იღებს. აქ მოქმედებს საინფორმაციო ნეიტრალურობის პრინციპი, რომელიც მოითხოვს, რომ საქმიანობა მიმართული იყოს ინფორმაციის გაუყალბებელ გადაცემაზე.¹⁸¹ მრჩეველი ვალდებულია გამოუცდელი ინვესტორი გაარკვიოს სხვადასხვა ინვესტიციის განსაკუთრებულ რისკებში.

საბანკო პრაქტიკაში როგორც ინდივიდუალური, ასევე ინსტიტუციონალური ინვესტორები ეძებენ რჩევას ფულისა და კაპიტალის დაბანდების ფორმების შესახებ. საკრედიტო დაწესებულებები თავიანთ კლიენტებს აძლევენ რჩევას ინვესტიციის ამორჩევის, კომბინაციის დროს, განსაკუთრებით ფასიან ქაღალდებთან დაკავშირებით. მუდმივი ფინანსური ინოვაციები ზრდის კლიენტისთვის რჩევის მიღების, კონსულტაციის საჭიროებას.¹⁸² ინვესტორი ელოდება არა მხოლოდ ფაქტების შეტყობინებას, არამედ მათ კომპეტენტურ შეფასებასა და განსჯას. ხშირად მას სურს სწორედ თავის პერსონალურ მდგომარეობაზე მორგებული კონსულტაცია.¹⁸³

ინვესტორების კონსულტაცია არის „კლიენტის ფინანსურ მდგომარეობაზე მორგებული რჩევა ფინანსურ ინსტრუმენტთან დაკავშირებული გარიგების თაობაზე“.¹⁸⁴ ინვესტორთა კონსულტაცია კონკრეტული კლიენტისთვის „შესაბამისი“ უნდა იყოს. კონსულტაციის შედეგად კლიენტისთვის „შესაბამისი“ და არა რომელიმე ფინანსური პროდუქტი უნდა იქნეს რეკომენდირებული.¹⁸⁵ კონსულტაციის მიზანი ყოველთვის უნდა იყოს „ინფორმაციის მთელი ერთობიდან ინდივიდუალური გადაწყვეტილების მიღებისათვის მნიშვნელოვანი ინფორმაციის ამორჩევა, შეფასება და გადაცემა“.¹⁸⁶

ინვესტორთა რჩევის პროცესი შეიძლება სამ ფაზად დაიყოს: 1.გამოკვლევის ფაზა – ამ ფაზაში ხდება მომხმარებლის მოთხოვნილებებისა და სიტუაციის შესახებ ინფორმაციის დადგენა, რათა შემდგომ ამ ინფორმაციის საფუძველზე სათანადოდ მოხდეს კლიენტის გათვითცნობიერება და მისთვის რჩევის

¹⁷⁹Hens T., Mayer J., Theory matters for Financial Advice, Swiss Finance Institute, March 22 2014, ხელმისაწვდომია: www.ssrn.com, 2.

¹⁸⁰Brockhaus Enzyklopädie, Erster Band, A-APT, Mannheim 1986, 597.

¹⁸¹Ekkenga J., Anlegerschutz, Rechnungslegung und Kapitalmarkt, Tübingen 1998, 459.

¹⁸²Stafflage A., Die Anlageberatung der Banken, Berlin 1996, 6.

¹⁸³BGH Urteil vom 5. November 2009, WM 50-52, Dezember 2009, 2360-2363, 2361 f.

¹⁸⁴Brockmeier M., Kapferer H., Nickel H., Willershausen J., Das Finanzmarktrichtlinien-Umsetzungsgesetz (MiFID), München, 2007, 46.

¹⁸⁵იქვე 62.

¹⁸⁶Oehler A., Kohlert D., Jungermann H., Zur Qualität der Finanzberatung von Privatanlegern: Probleme des Beratungsprozesses und Lösungsansätze – Stellungnahme des Wissenschaftlichen Beirates für Verbraucher und Ernährungspolitik beim BMELV, November 2009, 10.

მიწოდება; 2.გათვითცნობიერების ფაზა – მჭიდრო კავშირშია გამოკვლევის ფაზასთან და მასზეა დამყარებული. გათვითცნობიერების დასაწყისში კლიენტმა, როგორც წესი, კონკრეტულად არ იცის, რისი ცოდნა სურს, რადგან მისთვის არ არის ცხადი, რა ინფორმაცია აკლია მას. გათვითცნობიერების პროცესში კლიენტს კომპლექსურად მიეწოდება ფაქტები, მაგალითად, ინფორმაცია საინვესტიციო პროდუქტის, მისი რისკების და მისაღები მოგების პოტენციალის შესახებ, ანუ ხდება ფაქტების ამომწურავად განმარტება. ამ გზით შესაძლებელი ხდება, რომ კლიენტმა მიიღოს ინფორმირებული საინვესტიციო გადაწყვეტილება, მისთვის საჭირო ყველა გარემოების გათვალისწინებით; 3.რჩევის ფაზა – რჩევის ფაზაში ხორციელდება უკვე კონსულტაცია. ფაქტების გაცნობის გარდა ეს ფაზა მოიცავს ამ ფაქტების შეფასებას კონკრეტული კლიენტისთვის გამოსადეგობის კუთხით,¹⁸⁷ ანუ ინვესტორთა კონსულტაციისთვის დამახასიათებელია, როგორც ფაქტების მიწოდება, ასევე შეფასების განხორციელება მრჩევლის მიერ. ერთი მხრივ, საინვესტიციო მრჩეველი აწვდის კლიენტს ინფორმაციას კონკრეტულ საინვესტიციო ობიექტთან დაკავშირებული ფაქტების შესახებ (რა სახის ინვესტიციაზე არის საუბარი: არის ეს აქცია თუ სახელმწიფო ობლიგაცია; ფასი, კურსი; რისკები, კურსთან დაკავშირებული რისკები, გაკოტრების რისკები ა.შ); მეორე მხრივ, საინვესტიციო რჩევის დროს ხდება ასევე არჩეული საინვესტიციო ფორმის სამომავლო განვითარების შესახებ პროგნოზების გაცემა, რომელიც წარმოადგენს მრჩევლისათვის ცნობილი ინვესტიციისთვის მნიშვნელოვანი გარემოებების სუბიექტურ შეფასებას, არსებული ფაქტების აწონ-დაწონის საფუძველზე. ბოლოს, ფაქტები და შეფასებები კულმინაციას პოულობს რჩევაში, რომლითაც ხდება კონკრეტული ინვესტიციის არჩევა.¹⁸⁸

ინვესტორთა კონსულტაციის მიზანს ინტერესთა კონფლიქტის თავიდან აცილება და ინფორმაციის მიზანმიმართული გადაცემა უნდა წარმოადგენდეს. ინვესტორთა ინტერესები ყოველთვის ექვემდებარება მისი მრჩევლის ინტერესებს, რომელსაც აქვს მნიშვნელოვანი უპირატესობა ცოდნის, პროდუქტის ფუნქციონირების წესისა და მისი რისკების შესახებ.¹⁸⁹ მაკლერის თუ დილერის მთავარ მიზანთან, რომ რაც შეიძლება დიდი მოგება მიიღოს, მნიშვნელოვან წინააღმდეგობაში მოდის მისი ვალდებულება, რომ კლიენტს საუკეთესო ფასი შესთავაზოს.¹⁹⁰ კომპანიები, რომლისთვისაც საინვესტიციო მრჩეველები მუშაობენ, რა თქმა უნდა, მოითხოვენ მათგან ეფექტიან და ეკონომიკურ მუშაობას, რჩევის ფარგლებში გარიგების დადებას, რომელსაც შემოსავალი მოაქვს კომპანიისთვის. მთავარ გამოწვევას წარმოადგენს, ამ ინტერესის შეთავსება საინვესტიციო რჩევის მიმართ კანონმდებლისა და მარეგულირებლების მიერ წაყენებულ მოთხოვნებთან,

¹⁸⁷ *Kohlert D.*, *Anlageberatung und Qualität – ein Widerspruch*, Schriftenreihe des Instituts für Europäisches Wirtschafts- und Verbraucherrecht e.V., Band 28, Nomos, Baden-Baden, 2009, 60-61.

¹⁸⁸ *Eberius R.*, *Regulierung der Anlageberatung und behavioural finance – Anlegerleitbild: homo economicus vs. Realität*, Kölner Wissenschaftsverlag, Köln, 2013, 4.

¹⁸⁹ *Jungmann C.*, *Schadensersatzansprüche in Schrottimmobilienfällen*, NJW 2007, 1562-1566, 1562.

¹⁹⁰ *Ferrarini G., Wymeers E.*, *Investor Protection in Europe: Corporate Law Making, the MiFID and beyond*, Oxford University Press, Oxford, 2006, 164.

რათა მოხდეს განსაკუთრებით პროდუქტის რისკების შესახებ კლიენტის სათანადო ინფორმირება.¹⁹¹

აღნიშნული პრობლემები კლიენტის საკმარისი გათვითცნობიერებისა და კონსულტაციების გზით უნდა იქნეს გადაწყვეტილი. ტიპურ მომხმარებელს არ შესწევს უნარი, გააცნობიეროს და შეაფასოს ფინანსური გადაწყვეტილების სარგებელი, ამიტომ ბატონობს სურვილი, მრჩეველს მიანდონ გადაწყვეტილებები.

მცირე ინვესტორები ეძებენ და იღებენ პროფესინალურ ფინანსურ რჩევას. ფინანსურ რჩევას შეუძლია ითამაშოს მნიშვნელოვანი როლი ინვესტორთა დაცვის ეფექტიანობის გაუმჯობესებაში, განსაკუთრებით, მომხმარებელთა ფინანსური უნარის არარსებობის რეალობის გათვალისწინებით, თუმცა ინტერესთა კონფლიქტს შეუძლია რჩევა ინვესტორის დაცვის მიზნით განხორციელებული ქმედების ნაცვლად მის საწინააღმდეგოდ განხორციელებულ ქმედებად გადააქციოს. ხშირად, ინვესტორთა კონსულტაციისა და რჩევის, როგორც ინვესტორთა დაცვის საშუალების, ერთ-ერთ მთავარ იდეად განიხილავენ უნარს, რომ რჩევამ შეასრულოს ინვესტორთა გათვითცნობიერებულობის ნაკლის ჩანაცვლების ფუნქცია. მაგრამ ისმის კითხვა: ხერხდება თუ არა ამ საშუალებით რეალურად მიზნის მიღწევა? არსებული სურათი, სამწუხაროდ, არასახარბიელოა. ინვესტორთა კონსულტაციის ბაზარი ძალიან ცუდად ფუნქციონირებს. ძნელია განასხვაო კარგი კონსულტაცია ცუდი კონსულტაციისაგან, ამასთან როგორც ემპირიული ფაქტებით მტკიცდება, კონსულტაციის უმეტესობა არის ცუდი (სახეზეა ინტერესთა კონფლიქტი ან არსებითად არასწორი რჩევა).

მზარდმა ფინანსურმა ინოვაციამ, ინვესტორების მზარდმა სწრაფვამ სულ უფრო და უფრო დიდი მოგებისკენ რისკებზე ფოკუსირების გარეშე წარმოშვა ის ხარვეზები, რომლებიც სახეზეა ინვესტორის კონსულტაციისა და ინტერესთა კონფლიქტის სფეროში. გლობალურმა ფინანსურმა კრიზისმა აჩვენა, რომ ინვესტორთა დაცვის ევროპულ სისტემას მნიშვნელოვანი ხარვეზები გააჩნდა ინვესტორთა კონსულტაციის ხარისხისა და კონსულტანტების მიუკერძოებლობის კუთხით. პრობლემას წარმოადგენს ასევე ინვესტორთა კონსულტანტების საკომისიოზე დაფუძნებული ანაზღაურება (რომელიც პირდაპირ არის დამოკიდებული პროდუქტისა თუ მომსახურების გაყიდვაზე). საერთოდ, ცუდ კონსულტაციას რამდენიმე ძირითადი მასახიათებელი აქვს. ესენია: არაპროფესიონალიზმი, რისკის არაადეკვატური შეფასება, არასაკმარისი მიუკერძოებლობა და არაგულწრფელობა.¹⁹² ხშირად ინვესტორები ზედმეტად ენდობიან ფინანსური ანალიტიკოსების რჩევას და არ ახდენენ მის საკმარისად კრიტიკულ შეფასებას.

ინვესტორსა და კონსულტანტს შორის სხვადასხვა სახის ინტერესთა კონფლიქტი შეიძლება წარმოიშვას. შესაძლებელია ფინანსურმა ინსტიტუტმა ინვესტორს კონკრეტული ფასიანი ქაღალდი იმიტომ ურჩიოს, რომ ის ემისიის დროს კონსულტანტად მოქმედებდა ან ინტერესთა კონფლიქტი

¹⁹¹Szesny A.M., Kuthe T., Kapitalmarkt compliance, C.F. Müller, Heidelberg, 2014, 527.

¹⁹²Balling M., Lierman F., Van den Spiegel F., Ayadi R., Llewellyn D.T., New Paradigms in Banking, Financial Markets and Regulation?, SUERF Study 2012/2, Vienna 2012, 203-205.

დაკავშირებული იყოს ანაზღაურების სისტემასთან.¹⁹³ ასეთ შემთხვევაში, კონსულტანტს აქვს ინტერესი, რომ ისეთი პროდუქტი ურჩიოს ინვესტორს, რომლის გაყიდვიდანაც ის ყველაზე უფრო დიდ ანაზღაურებას მიიღებს და არა ის, რომელიც მოცემულ კლიენტს ყველაზე მეტად შეესაბამება, ანუ არსებული ინტერესთა კონფლიქტის მთავარი წყაროა ის, რომ მრჩევლები, როგორც წესი, იღებენ საკომისიოს ან სხვა შესაძლო ფინანსურ სარგებელს. მომხმარებლები, როგორც წესი, „არაპირდაპირ“ იხდიან რჩევისთვის, კერძოდ, პროდუქტის გაზრდილი ფასის გზით. სხვაობა ან სულ მცირე ნაწილი გადაეცემა შემდეგ შესაბამის მრჩეველს. როდესაც პრაქტიკაში რეპუტაციის ან პასუხისმგებლობის კუთხით შესაბამისი მკაცრი სანქციები არ არსებობს, მრჩევლები მოტივირებული არიან მიკერძოებული რჩევის მიცემისკენ.¹⁹⁴ ინვესტორთა უმრავლესობას წარმოდგენა არ აქვს, რა ფორმით იღებს ანაზღაურებას მისი კონსულტანტი.¹⁹⁵ *ჩეტერ, ჰაკ და ინდერსტის (Chater, Huck, Inderst (2010))* მიერ ჩატარებული კვლევის მიხედვით, რომლის მიზანი იყო შეესწავლა მომხმარებელთა გადაწყვეტილების მიღების პროცესი მცირე ინვესტორთა საინვესტიციო მომსახურების ბაზრებზე¹⁹⁶ და რომელშიც მონაწილეობდა ევროპაში მცირე ინვესტორთა საინვესტიციო პროდუქტის 6000 შემქმენი, აჩვენა, რომ რესპონდენტებმა ძირითადად საერთოდ არ იციან ინტერესთა კონფლიქტის შესახებ. რესპონდენტების ნახევარზე მეტს ჰგონია, რომ ფინანსური მრჩეველი იძლევა სრულიად დამოუკიდებელ ინფორმაციას თუ რჩევას. მხოლოდ უმცირესობას სჯერა ან იცის, რომ შუამავალი, რომლის მეშვეობითაც მათ შეიძინეს პროდუქტი, იღებს საკომისიოს ან ბონუსს ინვესტიციის გაყიდვისთვის.¹⁹⁷

ევროპის კავშირში მცირე ინვესტორთა ინვესტიციების სფეროში განხორციელებული ფინანსური რჩევის ხარისხისა და სანდოობის მიმართ არსებული კრიტიკის ზრდასთან ერთად 2011 წელს ევროპის კომისიამ (*Directorate General Health & Consumer Protection*) გადაწყვიტა საკითხის შესწავლა. ევროპის კომისიის დავალებით განხორციელდა კვლევა, რათა დაედგინათ ევროპის წევრ ქვეყნებში მცირე ინვესტორთა საინვესტიციო რჩევის სტატუსი და შეეფასებინათ - აწოდებენ თუ არა მრჩევლები კლიენტებს სათანადო, შესაბამის რჩევას.¹⁹⁸ კვლევის მიხედვით, ინვესტორებისთვის არჩეული პროდუქტების მხოლოდ 43% აკმაყოფილებდა ფინანსური ინსტრუმენტების ბაზრების შესახებ დირექტივის (შემდგომში *MiFID*) შესაბამისობის ტესტს. აღნიშნული კვლევა იძლევა შემდეგ დასკვნებს:

- მრჩევლები არ აგროვებენ კლიენტების პროფილის, მათი ფინანსური მოთხოვნილებებისა და წარსულის შესახებ საკმარისად დრმა

¹⁹³ Schelling H., Vergütungssysteme und Interessenkonflikte in der Anlageberatung, Eine Studie zum europäischen, deutschen und englischen Recht, Berlin, 2013, 23.

¹⁹⁴ იქვე, 24-25.

¹⁹⁵ იქვე, 313.

¹⁹⁶ Chater N., Huck S., Inderst R., Consumer Decision-making in Retail Investment Services: A Behavioural Economics Perspective, Executive Summary, November 2010, 2.

¹⁹⁷ Inderst R., Ottaviani M., Regulating Financial Advice, European Business Organization Law Review, Volume 13, Issue 02, June 2012, 237-246, 239-241.

¹⁹⁸ Synovate, Consumer Market study on advice within the area of Retail Investment Services – final report, 2011.

ინფორმაციას. ევროპის კავშირის დონეზე მრჩეველთა მხოლოდ 10% ემორჩილება სრულად *MiFID*-ის დანაწესებს კლიენტის ფინანსური ცოდნის, საინვესტიციო გამოცდილებისა და ფინანსური სიტუაციის შესახებ სათანადო ინფორმაციის შეგროვების კუთხით.

- არასათანადოდ ხდება კლიენტის „რისკის მადის“ შესახებ ინფორმაციის მოპოვება.
- არსებობს ტენდენცია, რომ მრჩეველები არასათანადო ყურადღებას უთმობენ კლიენტის განათლების დონესა და პროფესიას.
- მრჩეველების მიერ კლიენტებისთვის სავალდებულო ინფორმაციის მიწოდება ძალზე ზედაპირულია და აკლია საჭირო დეტალები, რათა კლიენტმა შეძლოს სრულად ინფორმირებული საინვესტიციო გადაწყვეტილების მიღება.
- პროდუქტის საინვესტიციო რისკის შესახებ მიწოდებული ინფორმაცია არ არის ყოვლისმომცველი და ზოგ შემთხვევაში შეიძლება შეცდომაში შემყვანიც იყოს. არ არის ცხადი და ძალიან ზოგადია რისკის დონის განმარტებები.
- ძალიან ცოტა მრჩეველი ახსენებს საერთოდ ინტერესთა კონფლიქტს.
- ცხადად არ არის კომუნიცირებული ინვესტიციის ხარჯები და ანაზღაურების სისტემა.
- ხშირად ხდება კლიენტისთვის შეუსაბამო პროდუქტის რჩევა.
- ზოგიერთ შემთხვევაში რჩევა არის მიკერძოებული, მრჩეველთა მნიშვნელოვანი რაოდენობა ურჩევს კლიენტს ინვესტიციას, რომელსაც მათი ბანკი ახორციელებს.

მცირე ინვესტორთა კონსულტაციასთან დაკავშირებით გასათვალისწინებელია ასევე მეორე ფაქტორიც. ფინანსური გარემოს სწრაფი ევოლუციის პირობებში, მომხმარებლები ხშირად არ არიან მზად, მიიღონ სწორი გადაწყვეტილებები მცირე ინვესტორთა სულ უფრო კომპლექსური ფინანსური პროდუქტების შესახებ. არსებული ბაზრის სარგებლის სრულად მიღების შეუძლებლობა, ნაწილობრივ, განპირობებულია შეზღუდული ფინანსური განათლებისა და ასიმეტრიული ინფორმაციით.¹⁹⁹ ლოგიკურად თუ ვიმსჯელებთ, ინვესტორებს, რომლებსაც ცოტა საინვესტიციო გამოცდილება აქვთ, უნდა სურდეთ დახმარების მიღება კვალიფიციური ფინანსური მრჩეველების მხრიდან. ფინანსური რჩევის რეგულირებაც ეყრდნობა იმ პრეზუმფციას, რომ მრჩეველებს ძირითადად მიმართავენ გაუთვითცნობიერებელი ინვესტორები, რომლებსაც დახმარება ესაჭიროებათ. მარეგულირებელი დამცავი დონისძიებები მხოლოდ მაშინ შეიძლება იყოს ეფექტიანი, როდესაც ინვესტორები, რომლებსაც ლიმიტირებული საინვესტიციო კომპეტენცია გააჩნიათ, დახმარებისთვის მიმართავენ პროფესიონალ მრჩეველებს. სხვა შემთხვევაში ფინანსური რჩევა ვერ გამოდგება საინვესტიციო კომპეტენციის ჩასანაცვლებლად და მარეგულირებელი ზომები ვერ იქნება სასარგებლო მათთვის, ვინც ამას ყველაზე მეტად საჭიროებს.²⁰⁰ შესაბამისად, აუცილებლად უნდა დაისვას

¹⁹⁹Chater N., Huck S., Inderst R., Consumer Decision-making in Retail Investment Services: A Behavioural Economics Perspective, Executive Summary, November 2010, 2.

²⁰⁰Bachmann K., Hens T., Investment Competence and Advice Seeking, UZH, Working paper, February 2013,

კითხვა, თუ რამდენად არის ინდივიდის საინვესტიციო კომპეტენციის დონეზე დამოკიდებული: 1. იღებს თუ არა ის საინვესტიციო გადაწყვეტილებებს ავტონომიურად; 2. რჩევისთვის მიმართავს პროფესიონალ მრჩეველს; 3. პოტენციურ მრჩეველზე ახდენს საინვესტიციო გადაწყვეტილების დელეგირებას. პარადოქსულ დასკვნას გვთავაზობს ამ მიმართულებით *ბაჰმანი (Bachmann)* და *ჰენსი (Hens)*, რომლებიც საინტერესო კავშირს იკვლევენ ცოდნასა და კონსულტაციის მიღების სურვილს შორის. სტატიის მიხედვით, ფინანსური რჩევის მიღების მოთხოვნა პოზიტიურად არის დაკავშირებული საინვესტიციო კომპეტენციასთან: ინვესტორები, რომლებსაც ყველაზე ნაკლებად შეუძლიათ საინვესტიციო შეცდომების აცილება, უფრო მეტი შანსია, რომ მიიღებენ საინვესტიციო გადაწყვეტილებებს ავტონომიურად, ვიდრე ინვესტორები, რომლებსაც აქვთ უფრო მეტი საინვესტიციო კომპეტენცია, ისინი უფრო მეტად არიან მიდრეკილები, რომ გადაწყვეტილების დელეგირება მოახდინონ მრჩეველზე. ანუ, როდესაც ინვესტორების კომპეტენცია იზრდება, ალბათობა, რომ მოხდება სხვადასხვა მრჩეველისადმი მიმართვა და გადაწყვეტილების მიღების დელეგირება – იზრდება, ხოლო ალბათობა, რომ მოხდება გადაწყვეტილებების ავტონომიურად მიღება – მცირდება. ამ პარადოქსის ერთ-ერთი ახსნა შეიძლება იყოს ის, რომ პირს, რომელსაც აქვს მცირე საინვესტიციო კომპეტენცია, ასევე აკლია უნარი, შეიცნოს საკუთარი კომპეტენციის არარსებობა.²⁰¹ როგორც ჩანს, ინდივიდები, რომლებსაც ყველაზე მეტად სჭირდებათ ფინანსური რჩევა, ნაკლებად ცდილობენ მის მიღებას და ნაკლებად ითვალისწინებენ მას.²⁰² თუ აღნიშნული კვლევა საფუძვლიანია, ის საყრდენს აცლის მიმწოდებელ მხარეზე მიმართული დანაწესების ეფექტიანობას (მაგალითად, სწრაფვას ინვესტორთა რჩევისა და კონსულტაციის გაუმჯობესებისკენ). თუ ინვესტორი, რომლის დასაცავადაც არის რეგულირება შექმნილი, არ მივიდა რჩევის მისაღებად, მაშინ დანაწესები უსარგებლო ხდება მათთვის, ვისთვისაც ისინი იქმნება.²⁰³

1.4.3. პასუხისმგებლობა, სანქციები და აღსრულება

სადისერტაციო ნაშრომი პასუხისმგებლობისა და სანქციების საკითხებს მიმოიხილავს ძალიან მოკლედ, მხოლოდ მათი მეშვეობით ინვესტორების დაცვის მიზნის განხორციელების კონტექსტში. სადისერტაციო ნაშრომისთვის საინტერესოა კაპიტალის ბაზრის სამართლებრივი პასუხისმგებლობის, სანქციებისა და აღსრულების ის ასპექტები, რომლებიც ეხება ინვესტორთა ინფორმაციისა და კონსულტაციის სფეროში წარმოშობილ დარღვევებს.

ინვესტორთა დაცვის ერთ-ერთ მნიშვნელოვან პრინციპად პასუხისმგებლობა და შესაბამისი სანქციები უნდა იქნეს მიჩნეული. ინვესტორთა დაცვას თავისი მატერიალური არსებობისათვის ეფექტიანი სანქციების მექანიზმი სჭირდება. ბაზრის თითოეული მონაწილის პასუხისმგებლობა ცალკე უნდა

ხელმისაწვდომია: www.zora.uzh.ch, 2.

²⁰¹ *Bachmann K., Hens T., Investment Competence and Advice Seeking, UZH, Working paper, February 2013,*

ხელმისაწვდომია: www.zora.uzh.ch, 17-18.

²⁰² *იქვე*, 21

²⁰³ *იქვე*, 2.

დარეგულირდეს. კანონმდებელმა ერთმნიშვნელოვნად უნდა დაადგინოს, მოთხოვნის რა საფუძვლები აქვთ დაზარალებულ ინვესტორებს და რა სამართლებრივი შედეგები არის მათთან დაკავშირებული.²⁰⁴ თითოეულ ინვესტორს უნდა შეეძლოს, მისთვის მინიჭებული უფლებების განხორციელება.²⁰⁵ ვინაიდან შემთავაზებელ მხარეს თავისი „პროდუქტის“ ეკონომიკური და სამართლებრივი გაფორმების დროს მნიშვნელოვანი ინფორმაციული უპირატესობა აქვს, გონივრულია მისი დატვირთვა შესაბამისი ვალდებულებით და მათი დარღვევისთვის სანქციების დაკისრება. თავიანთი საინვესტიციო გადაწყვეტილების ფარგლებში ინვესტორები მნიშვნელოვანი მოცულობით იჩენენ ნდობას შემომთავაზებლის წინაშე, ამიტომ შემომთავაზებლის არასწორი და არასრული ქმედებები ეფექტიან სანქციებს საჭიროებს. ამას გარდა, დარღვევების შესაბამისი სანქცირება არის მნიშვნელოვანი პირობა კაპიტალის ბაზრის სამართლის პროდუქტიულობისთვის.²⁰⁶

ბაზრის მონაწილეთაგან (ფინანსური შუამავლები, ემიტენტები, დისტრიბუტორები) ნორმისებური, ნორმასთან შესაბამისობაში მყოფი ქცევა მხოლოდ მაშინ შეიძლება იქნეს მოსალოდნელი, როდესაც ნორმის დარღვევის შემთხვევაში წარმოქმნილი ზიანი, ნორმის დარღვევით მიზანდასახულ სიკეთეს მნიშვნელოვნად აღემატება.²⁰⁷

„Parmalat“-ის სკანდალმა²⁰⁸ საფუძველი გამოაცალა მოსაზრებას, რომ ბაზრების უფრო მეტ რეგულირებასა და ზედამხედველობას შეუძლია

²⁰⁴ ამ კონტექსტში, დანაწესების დარღვევის დროს პასუხისმგებლობის დადგენისას, გადაწყვეტია საკითხი ინვესტორთა დაცვის დანაწესებისთვის ინდივიდუალური დაცვის თუ მთლიანად ინვესტორთა პუბლიკის, საზოგადოების დაცვის მნიშვნელობის მინიჭების შესახებ. რადგან, ინვესტორს მხოლოდ მაშინ შეუძლია მოითხოვოს ზიანის ანაზღაურება კაპიტალის ბაზრის სამართლებრივი დანაწესის ბრალეული დარღვევის გამო, როდესაც დარღვეული დანაწესი სულ მცირე მისი ინდივიდუალური ინტერესის დაცვას ემსახურება. იმ შემთხვევაში, თუ კაპიტალის ბაზრის სამართლებრივი დანაწესები მთლიანად ინვესტორებს (პუბლიკას) და ამით მხოლოდ კაპიტალის ბაზრის ფუნქციონირების უნარის დაცვას ემსახურება, ის არ წარმოშობს ასეთი მოთხოვნის საფუძველს. ამ შემთხვევაში სახეზე გვაქვს მხოლოდ „სამართლებრივი რეფლექსი“. ინვესტორთა ამ რეფლექსურ დაცვას არ შეუძლია წარმოშვას ზიანის ანაზღაურების მოთხოვნა დაზარალებული ინვესტორისთვის (*Kümpel S., Bank- und Kapitalmarktrecht, Otto Schmidt KG, Köln, 2004, 1365*). ლიტერატურაში აღნიშნულ საკითხთან დაკავშირებით ხმები გაყოფილია. (*Forschner J., Wechselwirkungen von Aufsichtsrecht und Zivilrecht, Schriften zum Unternehmens- und Kapitalmarktrecht, Mohr Siebeck, Tübingen, 2013, 89-91*).

²⁰⁵ *Kessler J., Micklitz H.W., Anlegerschutz in Deutschland, Schweiz, Grossbritannien, USA und der Europäischen Gemeinschaft, Baden-Baden, 2004, 104.*

²⁰⁶ იქვე 8 f.

²⁰⁷ იქვე 51 f.

²⁰⁸ „Parmalat SPA“-ის რძის პროდუქტებისა და სურსათის იტალიური მულტინაციონალური კორპორაცია. მას შემდეგ რაც ის გახდა ლიდერი გლობალური კომპანია, კომპანია გაკოტრდა 2003 წელს მის ანგარიშებში 14 მილიარდი ევროს გარღვევით, რაც დღემდე რჩება ევროპის ყველაზე დიდ გაკოტრებად. პარმალატის სკანდალი კიდევ ერთხელ ხაზს უსვამს ე.წ. „gatekeepers“-ების (მცველების) კარგად ცნობილ პრობლემას აუდიტორებთან, იურისტებთან და ფინანსურ შუამავლებთან მიმართებაში. ის ასევე ადასტურებს იტალიაში სამართლის აღსრულების დაბალი დონის არსებობას, რომელიც ტიპურია, დამახასიათებელია მთლიანად კონტინენტალური ევროპისთვის. აღნიშნული სკანდალის

მასშტაბური თაღლითობების თავიდან აცილება.²⁰⁹ მცირე ინვესტორთა ბაზრების მიმართ ინვესტორთა ნდობისა და ბაზარზე მათი მონაწილეობის გაზრდისთვის საჩივრებისა და კომპენსაციის (*redress*) ადეკვატური მექანიზმები გადაამწყვეტი მნიშვნელობისაა.

სამართლებრივი თუ მარეგულირებელი დანაწესების ეფექტიანობა მნიშვნელოვნად არის დამოკიდებული მათი აღსრულებისა და დარღვევების სანქცირების ეფექტიან მექანიზმებზე. ზოგადად ევროპელი კანონმდებელი უკან იხევს, როდესაც საქმე ეხება ევროპის კავშირის წევრი ქვეყნებისთვის სანქციების შემოღებასთან დაკავშირებით კონკრეტული რეგულირების დადგენას. შესაბამისად, არც ევროპული დირექტივები შეიცავენ ამ საკითხთან დაკავშირებით რაიმე კონკრეტულ, ჰარმონიზებულ დანაწესებს, თუმცა აღნიშნული მიდგომა ნელ-ნელა იცვლება. 2010 წელს ევროპის კომისიამ წარმოადგინა სანქციების სფეროში არსებული დანაწესების ჰარმონიზების ინიციატივა.²¹⁰ ევროპის კომისიის მიხედვით, ის გეგმავს სამომავლოდ შექმნას ერთიანი მინიმუმი სტანდარტები ადმინისტრაციულ სამართლებრივ სანქციებთან მიმართებით და გამოიკვლიოს, საჭირო არის თუ არა კონკრეტულ შემთხვევებში სისხლის სამართლებრივი სანქციების გამოყენება.²¹¹

თუ კაპიტალის ბაზრის სფეროში ევროპის წევრი სახელმწიფოების მიერ შემოღებულ სანქციებს გადავხედავთ, წევრი ქვეყნების უმრავლესობა ფართო კომპეტენციებს ანიჭებს სახელმწიფოებრივ ორგანოებს, რათა მათ განახორციელონ ადმინისტრაციულ სამართლებრივი სანქციების დაკისრება. წევრი სახელმწიფოების მიერ შექმნილი მატერიალური პასუხისმგებლობის დანაწესების ეფექტიანობისთვის აუცილებელია, პარალელურად, ეფექტიანი საპროცესო სამართლის არსებობა, რადგან, როგორც წესი, მაღალი საპროცესო ხარჯების გამო არსებობს საშიშროება, რომ მიყენებული ზიანის მიუხედავად ინვესტორები არ გამოიყენებენ თავიანთ მოთხოვნებს. აქვე უნდა აღინიშნოს, რომ ტრადიციულად კერძო აღსრულების მექანიზმები არ წარმოადგენს ევროპის კავშირის ფასიანი ქაღალდებისა და ბაზრების რეგულირების ნაწილს.²¹²

დაშვების მიზეზს წარმოადგენდა არა არსებული ნორმების არასათანადოობა, არამედ პრობლემას წარმოადგენდა, რომ არ არსებობდა სამართლის აღსრულების სათანადო, ეფექტიანი სისტემა.

²⁰⁹ *Ferrarini G., Giudici P., Financial Scandals and the Role of Private Enforcement: The Parmalat Case*, European Corporate Governance Institute, Law working paper N 40/2005, 1-57, 3.

²¹⁰ Mitteilung der Kommission an das Europäische Parlament, den Rat, den Europäischen Wirtschafts- und Sozialausschuss und den Ausschuss der Regionen. Stärkung der Sanktionsregelungen in Finanzdienstleistungssektor, 08.12.2010, KOM (2010). Feedback Statement on public consultation on Commission Communication –Reinforcing sanctioning regimes in the financial sector (2011).

²¹¹ *Lutter M., Bayer W., Schmidt J., Europäisches Unternehmens- und Kapitalmarktrecht*, Zeitschrift für Unternehmens- und Gesellschaftsrecht, Sonderheft 1, Teil 1, De Gruyter, 2012, 349. ევროპის კომისიამ 2011 წელს წამოაყენა რეგულირების ინიციატივა, რომელიც გულისხმობს ინსაიდერული გარიგებებისა და ბაზრის მანიპულაციებისთვის სისხლისსამართლებრივი სანქციების შემოღებას (CRIM-MAD). ევროპის კომისია ამით გამოხატავს სურვილს, რომ მოახდინოს ნაციონალური ორგანოების სანქციონირების უფლებამოსილების ჰარმონიზება.

²¹² *Moloney N., EU Securities and Financial Markets Regulation*, Third Edition, EU Law Library, Oxford University Press, Oxford, 2014, 968.

ევროპის კავშირში დღეს არსებული სიტუაცია მცირე ინვესტორთა კომპენსაციასთან დაკავშირებით არ არის დამაკმაყოფილებელი და საშუალებას არ აძლევს მცირე ინვესტორთა დიდ ჯგუფებს, რომლებიც დაზარალდნენ სამართლის ერთი დარღვევით, მიიღონ კომპენსაცია. ეს განსაკუთრებით ეხება სარჩელებს, რომლებიც მცირე ღირებულების მქონეა. ინვესტორებს ყოველთვის შეუძლიათ მიმართონ სასამართლოს ინდივიდუალური კომპენსაციის მისაღებად, მაგრამ ევროპის კავშირში არსებობს ბარიერები, რომლებიც ხელს უშლის ინვესტორებს მიიღონ ეფექტიანი კომპენსაცია. ეს არის მაღალი სასამართლო ხარჯები და კომპლექსური და ხანგრძლივი პროცედურები. ამასთან, არსებობს გარკვეული უნდობლობა არსებული სისტემის მიმართ, რაც აფერხებს სარჩელის წარდგენას და ხელს უშლის კომპენსაციის მოთხოვნას.²¹³

ამ პრობლემის გადაჭრის გზების ძიების პროცესში განიხილება „კოლექტიური კომპენსაციის“ მექანიზმის შემუშავება. „კოლექტიური

²¹³Commission of the European Communities, Green Paper on Consumer Collective Redress, Brussels, 27.11.2008, COM (2008) 794 final, 4. აღსანიშნავია, რომ ევროპის კავშირში 2001 წლიდან არსებობს ფინანსური დავის გადაწყვეტის ნაციონალური, სასამართლოს გარე გასაჩივრების სქემების ქსელი ევროპის ეკონომიკური ზონის ქვეყნებისთვის (ანუ ევროპის კავშირის წევრი ქვეყნები და ისლანდია, ლიხტენშტეინი და ნორვეგია), ე.წ. FIN-NET. აღნიშნული ქსელი პასუხისმგებელია მომხმარებლებსა და ფინანსური მომსახურების მიმწოდებლებს მაგალითად, ბანკები, სადაზღვევო კომპანიები, საინვესტიციო კომპანიები და ა.შ. შორის დავების გადაწყვეტაზე, თუმცა ეს მექანიზმი არ წარმოადგენს ევროპის დონეზე მოქმედ მექანიზმს და ახლოდ სასამართლოს გარეთ დავის გადაწყვეტის ქსელით მოცული ნაციონალური მექანიზმების ხელმისაწვდომობის გაზრდას. FIN-NET-ის ფარგლებში ხდება სქემების თანამშრომლობა, რათა საერთაშორისო საქმეებში უზრუნველყოფილ იქნეს მომხმარებლისთვის სასამართლოს გარე დავის პროცედურის ადვილი ხელმისაწვდომობა. თუ ერთი სახელმწიფოს მომხმარებელს აქვს დავა ფინანსური მომსახურების პროვაიდერთან სხვა სახელმწიფოში, FIN-NET-ის წევრები დააკავშირებენ მომხმარებელს სასამართლოს გარე სათანადო გასაჩივრების სქემასთან და მიაწოდებენ საჭირო ინფორმაციას მის შესახებ. ანუ FIN-NET არის სასამართლოს გარე დავის გადაწყვეტის ნაციონალური ორგანოების თანამშრომლობის ქსელი ფინანსური მომსახურების სფეროში. აღსანიშნავია, რომ ქსელის არსებობა არ ცვლის ფინანსური მომსახურების მიმწოდებელთან პირდაპირ კონტაქტს მომხმარებლის მიერ. ქსელის მომსახურების გამოყენება, როგორც წესი, ხდება მხოლოდ მას შემდეგ რაც მომხმარებელი ეცადა დავის გადაწყვეტას თავის ბანკთან, სადაზღვევო კომპანიასთან ან ფინანსური მომსახურების სხვა მიმწოდებელთან. იმ შემთხვევაში როდესაც არ ხდება საჩივრების დამაკმაყოფილებელი გადაწყვეტა, მომხმარებლების მიერ ანაზღაურების, კომპენსაციის მოთხოვნის შემთხვევების რიცხვი მცირდება (მომხმარებელთა დაკმაყოფილება მოხდა მხოლოდ საქმეთა 40%-ში). ევროპის კავშირში მომხმარებლები ხშირად უარს ამბობენ ჩივილზე და ასევე იშვიათად მიმართავენ დავის გადაწყვეტის ალტერნატიულ მექანიზმებს (alternative means of dispute resolution - ADR) (პრობლემების მხოლოდ 5%) და სასამართლოს (2%). მომხმარებელთა დაახლოებით მესამედი, რომელმაც გადაწყვიტა არ მიემართა სასამართლოსთვის, აღნიშნული გადაწყვეტილება მიიღო, რადგან სასამართლო პროცესი არის ძვირი ან ძალიან დიდხანს გრძელდება და არის რთული. იგივე შეხედულებები არსებობს დავის გადაწყვეტის ალტერნატიული მექანიზმების მიმართაც. შესაბამისად, ევროპის მასშტაბით კოლექტიური კომპენსაციის მექანიზმის შემოღებას შეიძლება დადებითი ეფექტი მოჰყვეს, რადგან მომხმარებელთა მეოთხედი მიჩნევს, რომ კონკრეტულ შემთხვევაში თანხის ოდენობა იყო ცოტა სასამართლოსა თუ დავის გადაწყვეტის ალტერნატიული მექანიზმებისთვის მისამართად. (European Commission, Commission Staff Working Paper – Consumer Empowerment in the Eu, SEC (2011) 469 final, Brussels 07.04.2011, 4-5).

კომპენსაციის“ მექანიზმის ფორმასთან მიმართებით განსაკუთრებით განიხილება ჯგუფური საჩივარი აშშ-ის *Class Action*-ის ფორმით.²¹⁴

I.4.3.1. „კოლექტიური კომპენსაცია“ და *Class Action*

უფლება არის ეფექტიანი მხოლოდ მაშინ, როდესაც შესაძლებელია მისი განხორციელება პრაქტიკაში ხელმისაწვდომი და სათანადო პროცედურების მეშვეობით.²¹⁵ ინვესტორების „კოლექტიური კომპენსაცია“ (*collective redress*) გულისხმობს პროცედურული მექანიზმების ერთობლიობას, რომლებიც შესაძლებლობას აძლევს ინვესტორს მიიღოს ფულადი ანაზღაურება დანაკარგებისთვის. „კოლექტიური კომპენსაციის“ ერთადერთი მიზანია ზიანისთვის კომპენსაციის მიღების უზრუნველყოფა. ყველაზე პოპულარული, მაგრამ ამასთან სადავო პროცედურული მექანიზმი ინვესტორთა „კოლექტიური კომპენსაციის“ არის *Class action*. აშშ-ში *Class action* შემოტანილ იქნა 1938 წელს სამოქალაქო პროცესის ფედერალური წესების 23-ე წესით (*Rule 23 of the Federal Rules of Civil Procedure*) და სამოქალაქო პროცედურის მყარ შემადგენელ ნაწილს წარმოადგენს 1966 წელს ნორმის გადამუშავების შემდეგ.²¹⁶

აღნიშნული მექანიზმის თანახმად, ერთ ან რამდენიმე მოსარჩელეს შეაქვს სარჩელი არა მხოლოდ საკუთარი სახელით, არამედ ასევე ინვესტორების ფართო ჯგუფის სასარგებლოდ, რომლებიც მსგავს მდგობარეობაში არიან. სარჩელის საბოლოო გადაწყვეტილება, როგორც წესი, მბოჭავია „კლასის“ ყველა წევრისთვის. ინვესტორს, რომელსაც სურს საკუთარი მოთხოვნის დამოუკიდებლად განხორციელება, შეუძლია მოითხოვოს „კლასიდან“ გამორიცხვა. (ე.წ. „opt-out“).²¹⁷ ფასიანი ქაღალდების სფეროში, *Class action* ხელს უწყობს მცირე მოთხოვნების პროცედურულ აგრეგაციას, გაერთიანებას და საშუალებას აძლევს ინვესტორებს მოითხოვონ კომპენსაცია. ეს მექანიზმი არის გარანტია, რომ მართლსაწინააღმდეგო ქმედების ჩამდენს დაეკისრება პასუხისმგებლობა არალეგალური ქცევისთვის, რაც პოზიტიურ გავლენას ახდენს ბაზრის მონაწილეთა ქცევაზე, დისციპლინაზე და აუმჯობესებს ფასიანი ქაღალდების სამართლის აღსრულებას. ამასთან, „კოლექტიური კომპენსაცია“ ხელს უწყობს სამართლის ხელმისაწვდომობას, განსაკუთრებით იმ შემთხვევებში, როდესაც ინდივიდუალური ზარალი იმდენად მცირეა, რომ პოტენციური მომჩივანი არ მიაჩნევს საჭიროდ ინდივიდუალური სარჩელის

²¹⁴ *Veil R.*, *Europäisches Kapitalmarktrecht*, 2. Auflage, Mohr Siebeck, Tübingen, 2014, 167-168.

²¹⁵ CFA Institute, *Redress in Retail Investment Markets : International Perspectives and Best Practices*, CFA Institute, August 2014, 1.

²¹⁶ *Dawidowicz R.*, *Class Action Lawsuits in Europe: A Comparative and Economic Analysis*, in *Mathias K. ed.*, *Law and Economics in Europe*, Springer, Dordrecht, 2014, 234.

²¹⁷ ორი სახის პროცედურა შეიძლება შეგვხვდეს: „opt-in“ პროცედურის მიხედვით, დაზარალებულმა მესამე პირმა, რომელსაც თვითონ არ შეუტანია სარჩელი, უნდა დაადასტუროს ცხადად თავისი მონაწილეობა, რათა სასამართლო პროცესს სამათლებრივი გავლენა ჰქონდეს ასევე მასზე. „opt-out“ პროცედურის მიხედვით, დაზარალებული მესამე პირი რჩება მხარედ თუ ის ცხადად არ განაცხადებენ ამაზე უარს, *Dawidowicz R.*, *Class Action Lawsuits in Europe: A Comparative and Economic Analysis*, in *Mathias K. ed.*, *Law and Economics in Europe*, Springer, Dordrecht, 2014, 233.

შეტანას. *Class action*, სამართლის ერთი და იგივე დარღვევიდან გამომდინარე სარჩელების შესახებ მრავალი სასამართლო პროცესის თავიდან აცილებით, ხელს უწყობს ასევე სამართლის ადმინისტრირებას.²¹⁸ ინვესტორთა მიერ თავიანთი უფლებების განხორციელების შესაძლებლობა ინვესტორთა დაცვის ნებისმიერი სისტემის ეფექტიანობის ცენტრალური ელემენტია. მცირე ინვესტორთა კომპენსაციის ეფექტიანი მექანიზმების არსებობა მნიშვნელოვან როლს თამაშობს მცირე ინვესტორთა ბაზრების მიმართ ნდობის შექმნასა და ბაზარზე მონაწილეობის გაზრდაში.²¹⁹

მიუხედავად აღნიშნული სარგებლისა, მექანიზმი მაინც გახდა კრიტიკის საგანი. კრიტიკოსების აზრით, *Class action* საფრთხის ქვეშ აყენებს ინდივიდის კონსტიტუციურ უფლებას სამართლიანი სასამართლოს შესახებ, რადგან ის ავალდებულებს ინდივიდებს შეიბოჭონ სასამართლო გადაწყვეტილებით, რომელსაც მათი სპეციფიკური გარემოებები არ გაუთვალისწინებია.²²⁰ ამასთან, მიუთითებენ მექანიზმის ბოროტად გამოყენების საფრთხეზე (მაგალითად: *Blackmail litigation*-ის სახით), რაც ხდება აშშ-ში.

1.4.3.2. კოლექტიური სასარჩელო მექანიზმი და ევროპის კავშირი

კოლექტიური სასარჩელო მექანიზმის პროცედურის შექმნა შედარებით ახალ ფენომენს წარმოადგენს ევროპაში, სადაც უკვე რამდენიმე წელია მიმდინარეობს დისკუსია „კოლექტიური კომპენსაციის“ საჭიროების შესახებ. „კოლექტიური კომპენსაცია“ ერთ-ერთი ის მექანიზმია, რომელიც ევროპული ინსტიტუტების მიერ აქტიურად განიხილება. მიუხედავად იმისა, რომ კოლექტიური სარჩელი არ წარმოადგენდა წვერი სახელწიფოების უმრავლესობის სამართლებრივი ტრადიციის შემადგენელ ნაწილს, ის ცხარე დებატების საგანი გახდა როგორც ნაციონალურ, ასევე ევროპის კავშირის დონეზე.²²¹ 2011 წლის მარტში გამოქვეყნებული ევროპაროპორტის გამოკვლევის მიხედვით, ევროპელი მომხმარებლის 79 % უფრო მზად იქნება დაიცვას თავისი უფლებები სასამართლოში, თუ მათ ექნებათ შესაძლებლობა შეუერთდნენ სარჩელს, რომელშიც იმავე სიტუაციაში მყოფი სხვა მომხმარებლები მონაწილეობენ.²²² „კოლექტიური კომპენსაცია“ განიხილება როგორც მექანიზმი, რომელიც ხელს შეუწყობს ევროპული სამართლებრივი გარემოს განვითარებას, მომხმარებელთა დაცვის გაზრდასა და, ზოგადად, ევროპის კავშირის სამართლის აღსრულების გაუმჯობესებას.²²³

²¹⁸European Commission, Communication from the Commission to the European Parliament, the Council, the European Economic and Social Committee and the Committee of the Regions „Towards a European horizontal framework for Collective Redress“, Strasbourg, 11.06.2013, COM(2013) 401 final, 4.

²¹⁹CFA Institute, Redress in Retail Investment Markets: International Perspectives and Best Practices, CFA Institute, August 2014, 7.

²²⁰*Contratto F.*, Access to Justice for Investors in the wake of the Financial Crisis: Test Cases as a Panacea?, SZW/RSDA 3/2009, 176-190, 177-178.

²²¹CFA Institute, Redress in retail investment markets: International Perspectives and Best Practices, CFA Institute, August 2014, 13.

²²²*Werlauff E.*, Class Action and Class Settlement in a European Perspective, EBLR 2013, 173-186, 173.

²²³*იქვე*, 184.

ევროპის კომისია ცდილობს დაადგინოს ევროპის კავშირში კოლექტიური სამართლებრივი დაცვის ერთიანი პრინციპები.²²⁴ 2008 წლის 27 ნოემბერს ევროპის კომისიამ გამოაქვეყნა დოკუმენტი მომხმარებელთა „კოლექტიური კომპენსაციის“ შესახებ,²²⁵ რომელშიც დისკუსიისთვის სხვადასხვა ღონისძიებები იქნა წამოყენებული (მათი განხილვა და ანალიზი ცდება წინამდებარე ნაშრომის მიზნებს). უნდა ითქვას მხოლოდ, რომ კომისიის აღნიშნული დოკუმენტი აღიარებს მასობრივი სარჩელების საკითხის გადაწყვეტის აუცილებლობას, ევროპული მექანიზმის საჭიროებას და მიზნად ისახავს წარმოადგინოს სხვადასხვა ალტერნატივები ევროპის კავშირის მოქალაქეებისთვის „კოლექტიური კომპენსაციის“ მიღების შესაძლებლობის უზრუნველსაყოფად.²²⁶ იმის გათვალისწინებით, რომ 2008 წელს წამოყენებული ინიციატივა ფართომასშტაბიანია, ამასთანავე არ არის ნათელი აქვს თუ არა ევროპის კავშირს იურისდიქციული კომპეტენცია შემოიღოს პარმონიზებული კანონმდებლობა „კოლექტიურ კომპენსაციასთან“ დაკავშირებით, ევროპის კავშირის მასშტაბით „კოლექტიური კომპენსაციის“ ერთიანი სტანდარტების შექმნის მომავალი ბნელით რჩება მოცული.²²⁷

Class action-ის შემოღების შესაძლებლობა განხილულ იქნა „ევროპის კავშირის მომხმარებელთა პოლიტიკის 2007–2013 წლის სტრატეგიაში“ („*EU Consumer Policy strategy 2007–2013*“). მომხმარებლებისთვის „კოლექტიური კომპენსაციის“ გაუმჯობესება ხელმისაწვდომობის, ეფექტიანობისა და ეკონომიურობის თვალსაზრისით ევროპის კომისიის 2007–2013 წლის მომხმარებელთა პოლიტიკის სტრატეგიის ერთ-ერთ მნიშვნელოვან მიზანს წარმოადგენს.²²⁸ ამასთან, 2013 წლის 11 ივნისს, ევროპის კომისიამ გამოსცა დოკუმენტი, რომელიც შეიცავს მოწოდებას „კოლექტიური კომპენსაციისთვის“ ევროპული პორიზონტალური ჩარჩოს შექმნის შესახებ.²²⁹ დოკუმენტი ასახავს ევროპის კომისიის პოზიციას „კოლექტიური კომპენსაციის“ ცენტრალურ საკითხებთან დაკავშირებით.²³⁰ მიუხედავად დოკუმენტის მოცულობისა, ის არ შეიცავს საკმარისად კონკრეტულ წინადადებებს. ევროპის კომისიის პოზიცია კვლავ კომპრომისულ გამოსავალს წარმოადგენს, რომელიც საბოლოოდ ევრაჟის აკმაყოფილებს და არაფერს იძლევა. შესაბამისად, ყველა ვინც

²²⁴Dawidowicz R., *Class Action Lawsuits in Europe: A Comparative and Economic Analysis*, in Mathias K. ed., *Law and Economics in Europe*, Springer, Dordrecht, 2014, 240.

²²⁵Commission of the European Communities, *Green Paper on Consumer Collective Redress*, Brussels, 27.11.2008, COM (2008) 794 final. აღსანიშნავია, რომ საკითხი ეხება კოლექტიური კომპენსაციის მექანიზმებს. ევროპის კავშირში არსებობს კომპენსაციის მექანიზმები, მაგალითად, დავის ალტერნატიული გადაწყვეტის მექანიზმები (ADR).

²²⁶Commission of the European Communities, *Green Paper on Consumer Collective Redress*, Brussels, 27.11.2008, COM (2008) 794 final, 2-3.

²²⁷Contratto F., *Access to Justice for Investors in the wake of the Financial Crisis: Test Cases as a Panacea?*, SZW/RSDA 3/2009, 176-190, 179.

²²⁸COM (2007) 99, 13.3.2007.

²²⁹European Commission, *Communication from the Commission to the European Parliament, the Council, the European Economic and Social Committee and the Committee of the Regions „Towards a European horizontal framework for Collective Redress“*, Strasbourg, 11.06.2013, COM(2013) 401 final.

²³⁰European Commission, *Communication from the Commission to the European Parliament, the Council, the European Economic and Social Committee and the Committee of the Regions „Towards a European horizontal framework for Collective Redress“*, Strasbourg, 11.06.2013, COM(2013) 401 final, 3.

მოელოდა წინადადებებს კოლექტიური სამართლებრივი დაცვის ახალი, ჰარმონიზებული სამართლებრივი ინსტრუმენტების შესახებ, იმედგაცრუებული დარჩება.²³¹

„კოლექტიური კომპენსაციის“ ევროპულ ჰორიზონტალურ მექანიზმს უნდა ჰქონდეს უნარი, ეფექტიანად გადაჭრას ზიანის კომპენსაციის შესახებ ინდივიდუალური სარჩელების დიდი რაოდენობა და ამით ხელი შეუწყოს პროცედურულ ეკონომიას; უნდა შეძლოს სამართლებრივად კონკრეტული და სამართლიანი შედეგების დადება გონივრულ ვადებში, ყველა მონაწილე მხარის უფლებების გათვალისწინებით; გაითვალისწინოს ძლიერი უსაფრთხოების ზომები ამ მექანიზმის ბოროტად გამოყენების წინააღმდეგ; თავიდან აიცილოს სპეკულაციური სარჩელების შეტანის ნებისმიერი ეკონომიკური სტიმულები.²³²

ევროპის კავშირის წევრ ქვეყნებს თუ გადავხედავთ, დავინახავთ მცდელობებს *Class action*-ის მსგავსი სამართლებრივი დაცვის კოლექტიური ინსტრუმენტის შექმნის მიმართულებით. ბოლო ათწლეულის განმავლობაში, მაგალითად სკანდინავიურმა ქვეყნებმა – შვედეთმა, ნორვეგიამ, ფინეთმა და დანიამ შემოიტანეს *Class action*-ის მსგავსი სამართლებრივი სარჩელები თავიანთ სამართლებრივ სისტემაში. სხვა წევრი ქვეყნები, სადაც ასეთი ინსტრუმენტი ჯერ არ არსებობს, ან ექსპერიმენტის პროცესში არის ან განიხილავს ასეთი ინსტიტუტის შემოღების საკითხს.²³³

შესაბამისად, *Class action*-ი აღარ განიხილება როგორც „made in the USA“ (დამზადებულია აშშ-ში) გამონაკლისი, არამედ უკვე წარმოადგენს სხვადასხვა ევროპული სამართლებრივი სისტემის შემადგენელ ელემენტს. მიუხედავად ამისა, ის მაინც სადავო რჩება ევროპის კავშირში და ვერ ხერხდება კოლექტიური სამართლებრივი დაცვის ერთიან საფუძველზე შეთანხმება. მნიშვნელოვან გამოწვევას წარმოადგენს *Class action*-ის მხოლოდ დადებითი მხარეების იმპორტირება და მისი უარყოფითი მხარეების თავიდან აცილება. დრო გვაჩვენებს, მოხდება თუ არა *Class action*-ის ევროპული ვერსიის შექმნა და შეძლებს თუ არა ის არსებული პრობლემების სწორი გადაწყვეტის შემოთავაზებას.²³⁴

დასკვნის სახით უნდა ითქვას, რომ ევროპის კავშირში ძალზე თვალსაჩინოა სამართლის აღსრულების (*Law enforcement*) ნაკლოვანებები. ბოლო წლების განმავლობაში ინვესტორთა უფლებების განხორციელების ანალიზიდან ჩანს, რომ ევროკავშირში აღსრულების სფეროში უფრო დიდი და არსებითი პრობლემებია, ვიდრე ინვესტორთა დაცვის დანაწესების შექმნასთან დაკავშირებით. ინვესტორთა დაცვის გასაძლიერებლად გლობალური ფინანსური კრიზისის შემდეგ გადაიდგა გარკვეული ნაბიჯები,

²³¹Stadler A., Die Vorschläge der Europäischen Kommission zum kollektiven Rechtsschutz in Europa – der Abschied von einem kohärenten europäischen Lösungsansatz?, GPR 5/2013, 281-292, 281.

²³²European Commission, Communication from the Commission to the European Parliament, the Council, the European Economic and Social Committee and the Committee of the Regions „Towards a European horizontal framework for Collective Redress“, Strasbourg, 11.06.2013, COM(2013) 401 final, 9-10.

²³³Dawidowicz R., Class Action Lawsuits in Europe: A Comparative and Economic Analysis, in Mathias K. ed., Law and Economics in Europe, Springer, Dordrecht, 2014, 237.

²³⁴იქვე, 250.

მაშინ, როდესაც ამის საწინააღმდეგოდ, პროცედურულ საკითხებს ნაკლები ყურადღება დაეთმო.²³⁵ ევროპის კავშირის მტრული დამოკიდებულება კოლექტიური ინტერესების კერძო აღსრულების მიმართ საჭიროებს გადახედვას.²³⁶ ევროპის კავშირმა უნდა განაახლოს და მოახდინოს საკუთარი საჯარო და კერძო აღსრულების მექანიზმების რებალანსირება. ცხადია, რომ კერძო აღსრულების გაუმჯობესება ვერ მოხდება სამოქალაქო პროცესის მთელი სისტემის რეკოლუციური ცვლილების გარეშე, რადგან არსებული სისტემა გამოუსადეგარია მრავალრიცხოვანი ინტერესების დაცვის შესახებ სარჩელებისთვის.²³⁷ არსებული რეალობის გათვალისწინებით, სულ მცირე, უახლოეს მომავალში კერძო აღსრულება და პასუხისმგებლობა ნაციონალური სამართლის ფუნქცია დარჩება ევროპის კავშირში.²³⁸

I.4.3.3. პასუხისმგებლობის რამდენიმე შემთხვევა გლობალური ფინანსური კრიზისის შემდეგ

2007 წლის გლობალური კრიზისი შედეგებითაც განსხვავდებოდა წინამორბედებისაგან. ზოგადად კრიზისის გამოწვევის გამო არავინ არ დასჯილა, თუმცა, განსხვავებით სხვა კრიზისებისაგან, მაინც დადგა პასუხისმგებლობის რამდენიმე შემთხვევა. გლობალური ფინანსური კრიზისის შემდგომ პასუხისმგებლობის ერთ-ერთი პირველი და უნიკალური მაგალითი ავსტრალიიდან მოდის. ავსტრალიური საბჭოების, საქველმოქმედო დაწესებულებებისა და ეკლესიების ჯგუფმა ავსტრალიურ ფედერალურ სასამართლოში მოიგო საქმე ლიკვიდირებული საინვესტიციო ბანკის, „Lehman Brothers“-ის წინააღმდეგ.²³⁹ აღნიშნული საქმე წარმოადგენს მსოფლიოში პირველ საქმეს, რომელმაც განიხილა საინვესტიციო ბანკის საქმიანობა, ორივე – სამართლებრივ და ეთიკურ საფუძველზე – გლობალური ფინანსური კრიზისის წინა და მის შემდგომ პერიოდში. *Class Action*-ი ეხებოდა 250 მილიონი აშშ დოლარის ოდენობის ანაზღაურებას ხელშეკრულებების დარღვევისა და შეცდომაში შემყვანი გაუფრთხილებელი ქმედებებისთვის. მოსამართლემ დაადგინა, რომ მხარეებს ჰქონდათ უფლება, კომპენსაცია მიეღოთ საინვესტიციო ბანკისგან. მოსამართლის მიხედვით, ინვესტორებს არ მიეწოდათ სათანადო რჩევა ძალიან კომპლექსურ ფინანსურ პროდუქტებთან დაკავშირებული რისკების შესახებ (საქმე ეხებოდა *mortgage-backed securities* გაყიდვას). გადაწყვეტილება პირდაპირ ეხება ფინანსური რეგულირების როგორც მიზანს, ასევე ფორმას: აქვთ საინვესტიციო ბანკებს ფიდუციური ვალდებულებები და შეიძლება თუ არა მათი გაუქმება ხელშეკრულების პირობებით ან საკანონმდებლო გამონაკლისის სახით? ავსტრალიელი

²³⁵Weber R.H., Anlegerschutz durch regulatorisches Enforcement, in Sethe R., Hens T., von der Crone H.C., Weber R.H. (Hrsg.), Anlegerschutz im Finanzmarktrecht kontrovers diskutiert, Schweizer Schriften zum Finanzmarktrecht, Band 108, Schulthess, Zürich, 2013, 320.

²³⁶Ferrarini G., Giudici P., Financial Scandals and the Role of Private Enforcement: The Parmalat Case, European Corporate Governance Institute, Law working paper N 40/2005, 1-57, 56.

²³⁷იქვე 57.

²³⁸Moloney N., EU Securities and Financial Markets Regulation, Third Edition, EU Law Library, Oxford University Press, Oxford, 2014, 969.

²³⁹Wingecarribee Shire Council v Lehman Brothers Australia (in lig) (2012) FCA 1028, 14.

მოსამართლის გადაწყვეტილება პირველად იძლევა განსაზღვრულ პასუხს ამ კითხვაზე და აღგენს, რომ საინვესტიციო ბანკმა დაარღვია თავისი ფიდუციური ვალდებულებები, ხელშეკრულება, მოქმედებდა გაუფრთხილებლად და ახორციელებდა შეცდომაში შემყვან საქმიანობას, როდესაც მაღალი კომპლექსურობის ფინანსურ პროდუქტებს ათავსებდა მომხივანთა პორტფოლიოში.

აღსანიშნავია მეორე მნიშვნელოვანი საქმე, რომელიც ასევე ავსტრალიას უკავშირდება. ეს არის სარეიტინგო კომპანიის „სტანდარდ და პურსის“ (S&P) წინააღმდეგ აღძრული საქმე. ავსტრალიურმა ფედერალურმა სასამართლომ 2014 წლის 6 ივნისს²⁴⁰ ცნო ამ სარეიტინგო სააგენტოს პასუხისმგებლობა რისკის მატარებელი სტრუქტურირებული პროდუქტებისთვის მაღალი რეიტინგის მინიჭების გამო. ეს არის პირველი შემთხვევა, როდესაც აღიარებულ იქნა, რომ სარეიტინგო კომპანიამ დაარღვია ვალდებულებები ინვესტორების მიმართ, რომლებთანაც მას არ აქვს პირდაპირი ურთიერთობა.

გერმანიაში პირველად დასრულდა წარმატებით სარჩელი „Lehman Brothers“-ის ობლიგაციებში ინვესტირებული ფულის დაკარგვისთვის „Hamburger Sparkasse“-ს მიმართ. ინვესტორისთვის მიყენებულ ზარალს წარმოადგენდა 10.000 ევრო. სასამართლომ გადაწყვეტილება მიიღო ინვესტორის სასარგებლოდ ბანკის სახელშეკრულებო ვალდებულებაზე დაყრდნობით, რადგან მან დაარღვია ინფორმირების ვალდებულება, რომელიც გამომდინარეობდა ბანკსა და მოსარჩელეს შორის დადებული საკონსულტაციო ხელშეკრულებიდან.²⁴¹

საბერძნეთში აღნიშნულთან დაკავშირებით პირველი სასამართლო გადაწყვეტილება მიღებულ იქნა 2009 წლის ივნისში. ინვესტორის სარჩელი ამ შემთხვევაშიც დაკმაყოფილდა. მოცემული დავის მიხედვით, „Lehman Brothers“-ის ობლიგაციები 2008 წლის იანვარში გაყიდა „Citibank“-მა. ინვესტორის მიერ დაკარგული კაპიტალის ოდენობა შეადგენდა 82.000 ევროს (დამატებული 2.000 ევრო, რომელიც ინვესტორმა გადაუხადა შუამავალ ბანკს, როგორც საკომისიო), მოსარჩელეს წარმოადგენდა მხოლოდ დაწყებითი საშუალო განათლების მქონე პენსიონერი.²⁴² ასეთი შემთხვევები ხდება სხვა ქვეყნებშიც, მაგალითად, ავსტრია.

2013 წლის მაისში ჯეი პი მორგანის საერთაშორისო ბანკი (JP Morgan's International bank) დაჯარიმდა 3 მილიონი ფუნტი სტერლინგით ფინანსური საქმიანობის ორგანოს მიერ (შემდგომში FCA). ასევე 2013 წლის მაისში საიპოთეკო დაფინანსების გიგანტმა „Fannie Mae“-მ და სააუდიტორო ფირმა „KPMG LLP“-მ თანხმობა განაცხადეს გადაიხადონ 153 მილიონი აშშ დოლარი

²⁴⁰ „ABN Amro Bank v Bathurst Regional Council“.

²⁴¹ Judgment of the First Instance Court of Hamburg, LG (Landesgericht) Hamburg, 23 Jun. 2009. Alexandridou E., The Lehman Brothers Financial Products and the Right to Compensation of European Investors, in Grundmann S., Atamer Y.M., Financial Services, Financial Crisis and General European Contract Law, Private Law in European Context Series, Volume 17, Wolters Kluwer, The Netherlands, 2011, 204.

²⁴² Judgment 199932/2009 of the First Instance Multi-member Court of Thessaloniki. Alexandridou E., The Lehman Brothers Financial Products and the Right to Compensation of European Investors, in Grundmann S., Atamer Y.M., Financial Services, Financial Crisis and General European Contract Law, Private Law in European Context Series, Volume 17, Wolters Kluwer, The Netherlands, 2011, 206.

აქციონერების *Class Action*-ის საფუძველზე, რომლებიც მათ აბრალებდნენ საბუღალტრო თაღლითობას და ფასიანი ქაღალდების სამართლის დანაწესების დარღვევას შეცდომაში შემყვანი ფინანსური ანგარიშების შექმნის გზით. 2013 წლის მარტში „Citigroup“-ს დაეკისრა 730 მილიონი აშშ დოლარის გადახდის ვალდებულება ინვესტორებისთვის. 2013 წლის აგვისტოში ბრიტანულ ინსტიტუტებს დაეკისრათ ჯარიმა კლიენტთა არასწორი რჩევისთვის ანაზღაურების სახით, მთლიანობაში 1,5 მილიარდი ევროს ოდენობით ბრიტანული FCA-ს მიერ. FCA-მ ცამეტი ინსტიტუტი და საკრედიტო დაწესებულება მოიხმო კომპენსაციის გადასახდელად. დაჯარიმებული დაწესებულებების სიაში მოხვდნენ ისეთი ორგანიზაციები, როგორც არის: „Barclays“, „HSBC“, „RBS“.

მიუხედავად აღნიშნულისა, გერმანული გამოცემა Spiegel-ის 2013 წლის 5 ივნისის ნომრის მიხედვით, ვოლ სტრიტს უბრუნდება რისკიანი ინვესტიციების განხორციელების სურვილი.²⁴³ გაკვირვებას იწვევს ასევე „Fannie Mae“-ს წარმატება, რომლის ბიზნესიც ისე კარგად მიდის, რომ სახელმწიფოსთვის 60 მილიარდი დოლარის დაბრუნებაც კი შეძლო. „Fannie Mae“ „Freddie Mac“-თან და „Lehman Brothers“-თან ერთად გლობალური ფინანსური კრიზისის გამომწვევთა სიაში დგას. უძრავი ქონების დამფინანსებელი დაწესებულება სახელმწიფოს მიერ გახდა გადასარჩენი და მის საკუთრებაში გადავიდა.²⁴⁴ 2013 წელს „Citigroup“-ის მოგება 40%-ით გაიზარდა, „Bank of America“-სი და „Morgan Stanley“-ს 2/3-ით, ხოლო „Goldman Sachs“-ის კი გაორმაგდა.²⁴⁵

ამ მონაცემების საფუძველზე მთლიანობაში შეიძლება ითქვას, რომ კრიზისის შემდგომ მდიდრები ისევ მდიდრდებიან. როგორც ჩანს, ფინანსურმა სისტემამ და განსაკუთრებით მისმა იმ მოთამაშეებმა, რომლებიც პირდაპირ კაეშირში იყვნენ იმ ტრაგიკულ მოვლენებთან, რომლებიც 2007 წელს დაიწყო, ვერ გააცნობიერეს ან სათანადოდ ვერ გამოცადეს საკუთარ თავზე ამ მოვლენების შედეგები.²⁴⁶ მათ წინაშე დამდგარი რამდენიმე პასუხისმგებლობის შემთხვევა შეიძლება მხოლოდ მომავლისათვის მოსალოდნელი ტენდენციის საწყის ეპიზოდად ჩაითვალოს.

I4.4. ფინანსური განათლება

„იცოდე შენი ცოდნის საზღვრები არის ინტელიგენტობის უმაღლესი ფორმა“.²⁴⁷

„იყიდე მხოლოდ ის, რაც გესმის“.²⁴⁸

²⁴³ Spiegel, Finanzmärkte: Die gefährlichste Wette der Wall Street kehrt zurück, Spiegel, 05.06.2013.

²⁴⁴ Spiegel 09.05.2013: „Rekordgewinn: Fannie Mae überweist US-Staat 60 Milliarden Dollar“.

²⁴⁵ Spiegel.de 19.07.2013: „Goldman Sachs und Co.: Warum US-Banken wieder Milliarden scheffeln“.

²⁴⁶ „...pretty much all the important people on both sides of the gamble left the table rich“; „What are the odds that people will make smart decisions about money if they don't need to make smart decisions – if they can get rich making dumb decisions? The incentives on Wall Street were all wrong; they're still all wrong“. Lewis M., The Big Short, Penguin books, London, 2011, 256-257.

²⁴⁷ „Knowing the limits of your knowledge is the highest form of intelligence“. Zweig J., Why We're Driven to Trade, The intelligent Investor, WSJ, July 21, 2012.

ფინანსური განათლება და მომხმარებელთა დაცვის სწორი პოლიტიკა მომხმარებელთა დაცვის ნებისმიერი მარეგულირებელი და საზედამხედველო ჩარჩოს ბაზას უნდა წარმოადგენდეს.²⁴⁹

ინვესტორთა დაცვის გაუმჯობესებისთვის ერთ-ერთ ნიშნულს მოთხოვნას მოსახლეობის ფინანსური განათლების დონის გაუმჯობესება წარმოადგენს. აღნიშნული საშუალება პირდაპირ არის დაკავშირებული ინვესტორთათვის ინფორმაციულ დიალბასთან. რა იციან ადამიანებმა ფასიანი ქაღალდებისა და ბაზრების შესახებ? პრინციპში მხოლოდ ის, რასაც ამ სფეროში ავტორიტეტები მათ განუმარტავენ. ინფორმაციის ასიმეტრიულობა, ერთი მხრივ, ემიტენტებს, გამყიდველებსა და, მეორე მხრივ, ინვესტორებს შორის გამოწვეულია არა მხოლოდ ინფორმაციის დეფიციტით, არამედ ხელთ არსებული ინფორმაციის გამოყენების ცოდნას შორის მნიშვნელოვანი გასხვავებებით. ინვესტორებს არ გააჩნიათ სათანადო ცოდნა და, შესაბამისად, სათანადო წარმოდგენის უნარი, რომ საერთოდ დამოუკიდებლად შეძლონ ფინანსური პროდუქტების შექმნასთან დაკავშირებული რისკების შეფასება.²⁵⁰ ფინანსური ცოდნის დეფიციტს ადასტურებს ინვესტორების მიერ ფინანსური პროდუქტების არასათანადო მომენტში გაყიდვისა და ყიდვის ფაქტი.²⁵¹ ფინანსურმა კრიზისმა აჩვენა, რომ არსებობს ასევე გათვითცნობიერებული ინვესტორების ცოდნის გაუმჯობესების საჭიროებაც. ამასთან, ეს სჭირდებათ არა მხოლოდ ინვესტორებს, არამედ ასევე დისტრიბუტორებსაც. გარანტირებული უნდა იყოს, რომ გამყიდველები შესაბამისად ნასწავლი და გამოცდილნი არიან.²⁵² მათ უნდა ესმოდეთ ის პროდუქტი, რასაც ისინი ყიდიან. ფინანსური განათლება ესმარება მომხმარებელს გაერკვეს, თუ რომელ კრიტიკულ პუნქტებს უნდა მიაქციოს ყურადღება, სად შეიძლება არსებობდეს დამოუკიდებელი შეფასება, ინფორმაციის რომელი წყაროებია სანდო, სად შეიძლება კომპეტენტური და კლიენტზე ორიენტირებული კონსულტაციის მიღება. მაგრამ მნიშვნელოვანია ისიც, რომ კლიენტის ფინანსური ბედი არ შეიძლება დამოკიდებული გახდეს მის ფინანსურ კომპეტენციაზე და მისი პასუხისმგებლობა მხოლოდ იმით იქნეს დასაბუთებული, რომ მან სათანადო ფინანსური განათლება არ მიიღო.²⁵³

შესაბამისად, იმისათვის, რომ მცირე ინვესტორთა დაცვის რეფორმა მიჩნეული იქნეს ეფექტიანობის პოტენციალის მქონედ და მიაღწიოს დასახულ მიზნებს, აუცილებლად უნდა მოხდეს ინვესტორთა შორის ფინანსური განათლების დაბალი დონის საკითხის გადაჭრა. ფინანსური განათლების

²⁴⁸ „Kaufe nur, was Du auch verstehst“. Bankrechtstag 2007, Aktuelle Insolvenzzrechtliche Probleme der Kreditwirtschaft Anlegerschutz bei strukturierten Produkten, Band 28, De Gruyter Recht, Berlin, 2008, 77.

²⁴⁹ Financial Stability Board, Consumer Finance Protection with particular Focus on Credit, Report, 26 October 2011, 3.

²⁵⁰ Märker K., Hillesheim R., Brennpunkt Finanzkrise: Anlegerschutz in Deutschland, ZRP 2009, 65-69, 68.

²⁵¹ Open Hearing on Retail Investment Products -Record, Brussels, 15th July 2008, 9.

²⁵² იქვე 13.

²⁵³ Oehler A., Kohlert D., Jungermann H., Zur Qualität der Finanzberatung von Privatanlegern: Probleme des Beratungsprozesses und Lösungsansätze – Stellungnahme des Wissenschaftlichen Beirates für Verbraucher und Ernährungspolitik beim BMELV, November 2009, 18.

მთავარ მიზანს ინფორმირებული და რაციონალური ინვესტორის განვითარება უნდა წარმოადგენდეს, რომელიც საკმარისი ცოდნით უნდა იყოს აღჭურვილი, რათა გააკეთოს არჩევანი ბაზარზე სხვადასხვა პროდუქტებსა და მომსახურებას შორის და მიიღოს საფუძვლიანი საინვესტიციო გადაწყვეტილება. ასეთ შემთხვევაში ინვესტორებს ნაკლებად დასჭირდებათ ძვირი ჩამრევი რეგულაციები. მარეგულირებელი პოლიტიკა პირდაპირ უნდა იყოს მიმართული ფინანსური განათლების გაუმჯობესების მეშვეობით ინვესტორთა გადაწყვეტილებების გაუმჯობესებისაკენ და არ უნდა შემოიფარგლოს მხოლოდ იმით, რომ ინფორმაცია და ღიაობა გახადოს უფრო მეტად გასაგები.²⁵⁴ ევროპის კავშირის ღიაობის რეგულირების მთავარი მიზანი – გახდეს საშუალო ინვესტორი უკეთესად ინფორმირებული საინვესტიციო გადაწყვეტილების მიღების დროს – არ ითვალისწინებს უფრო მნიშვნელოვან მიზანს: ღიაობას, რომელიც იცავს ინვესტორს. ღიაობის საშუალებამ სტიმული უნდა მისცეს ინვესტორებს, რომ მათ უკეთესი და უფრო მეტად რაციონალური საინვესტიციო არჩევანი გააკეთონ, რაც წარმოუდგენელია ინვესტორთა კომპეტენციის დონის ამაღლების გარეშე ინვესტორისათვის უკეთესი გადაწყვეტილების, არჩევანის მიღების შესაძლებლობის უბრალო შეთავაზებით.²⁵⁵

ყოველივე ზემოთ აღნიშნულიდან გამომდინარე, მარეგულირებლები ნელ-ნელა უპრეცედენტო ყურადღებას უთმობენ ინვესტორთა უნარისა და საგანმანათლებლო სისტემების განვითარებას. ფინანსური განათლების მნიშვნელობა არასოდეს ყოფილა ისე დიდად შეფასებული, როგორც დღეს. ფინანსური განათლება განიხილება ბაზრების რეგულირების ერთიანი სტრატეგიის ნაწილად და როგორც ნაკლებად აგრესიულ, ნაკლებად სარისკო საშუალებად ინვესტორთა გადაწყვეტილებებზე ზეგავლენის მოხდენისთვის.²⁵⁶ ფინანსური განათლება უმნიშვნელოვანესია დღევანდელი კომპლექსური ფინანსური ბაზრისთვის. ის წარმოადგენს ინვესტორის აღჭურვის მთავარ ელემენტს, რითაც იგი იღებს ცოდნას, თუ როგორ მართოს საკუთარი ინვესტიციები რეალურ ეკონომიკაში, რათა თავიდან აიცილოს ზედმეტი რისკები. ამასთან, ის ეხმარება ადამიანებს უკეთ შეიცნონ ფინანსური შესაძლებლობები, რომლებსაც მათ სთავაზობს კონკრეტული ფინანსური პროდუქტი.

რა თქმა უნდა, ფინანსურმა განათლებამ არ უნდა გაათავისუფლოს ბანკები თავიანთი როლისგან, მიაწოდონ მომხმარებელს ეფექტიანი, ცხადი და ყოველისმომცველი ინფორმაცია დასადებ ტრანზაქციებთან დაკავშირებით. ამასთან, ფინანსურ განათლებას აქვს მეორე მხარეც, ფინანსურმა ინდუსტრიამ უნდა უზრუნველყოს საკუთარი თანამშრომლების, განსაკუთრებით მათი, ვინც პირდაპირ ეკონტაქტება მომხმარებელს, სათანადო

²⁵⁴ Franco J. A., A Consumer Protection Approach to Mutual Fund Disclosure and the Limits of Simplification, March 23, 2010, ხელმისაწვდომია: www.ssrn.com, 2.

²⁵⁵ იქვე 7.

²⁵⁶ Ferrarini G., Wymeers E., Investor Protection in Europe: Corporate Law Making, the MiFID and beyond, Oxford University Press, Oxford, 2006, 427.2007 წელს ევროპის კავშირმა დაიწყო ფინანსურ განათლებასთან დაკავშირებით საკუთარი პოლიტიკის განსაზღვრა. იხ. „Communication on Financial Education“.

კომპეტენციებისა და კვალიფიკაციის ქონა, მათი მუდმივი ტრეინინგი და განათლება. მიუხედავად იმისა, რომ ფინანსური განათლება არ შეიძლება განხილული იქნეს როგორც მომხმარებელთა დაცვის ალტერნატივა, ის წარმოადგენს მომხმარებელთა დაცვის ჯანსაღი სისტემის გარდაუვალ შემადგენელ ნაწილს.²⁵⁷ მოქალაქეების განათლება ფინანსურ საკითხებში ხდება სულ უფრო და უფრო მნიშვნელოვანი, რადგან ინოვაცია და გლობალიზაცია ზრდის შემოთავაზებული ფინანსური მომსახურებების წრესა და კომპლექსურობას.²⁵⁸ ბაზარზე არსებული ინფორმაციული ასიმეტრია არსებითია. თვით შედარებით მარტივი ფინანსური პროდუქტიც კი შეიძლება საკმაოდ კომპლექსური იყოს „საშუალო მოქალაქისთვის“, რომელმაც ძალიან ცოტა ან საერთოდ არაფერი იცის ფინანსური საკითხების შესახებ.²⁵⁹ ფინანსური განათლება არის საკითხი, რომელიც აუცილებლად გადაჭრილი უნდა იქნეს, რათა შენარჩუნდეს მომხმარებელთა ნდობა. ფინანსური პროდუქტების პროვაიდერებისთვის სულ უფრო მეტი ინფორმაციული ვალდებულებების შექმნა და პასუხისმგებლობის მკაცრი რეჟიმების შემოღება არ ეხმარება მომხმარებლებს, უკეთ შეიცნონ შეთავაზებული პროდუქტები და უკეთესი არჩევანი გააკეთონ, თუ კი არ არსებობს ამ მიწოდებული ინფორმაციის სწორი აღქმის უნარი.²⁶⁰

ნიშნავს თუ არა ყოველივე ზემოთ აღნიშნული ინვესტორთა ინფორმაციით აღჭურვის ერის დასასრულს? რა თქმა უნდა, არა, ნაშრომის მიზანს არ წარმოადგენს ღიაობის, როგორც ინვესტორთა დამცავი საშუალების პოტენციალისა და მნიშვნელობის დაკნინება. მიზანი მხოლოდ ისაა, რომ წარმოადგინოს ამ პოტენციალის საზღვრები. მიწოდებული ინფორმაციის წაკითხვა საჭიროებს სპეციალურ უნარს, რომელიც, როგორც წესი, მცირე ინვესტორებს არ გააჩნიათ. ინვესტორთა დაცვის მიზანი ვერ მიიღწევა ღიაობის საშუალების მთლიანად უგულვებლყოფით. უბრალოდ მარეგულირებლებმა თავიდან უნდა აიცილონ ამ საშუალებაზე ზედმეტად დაყრდნობა, გააცნობიერონ მისი საზღვრები და გამოიყენონ ის საჭირო დამატებით საშუალებასთან ერთად. ფინანსურ განათლებას არ შეუძლია ჩაანაცვლოს სახელმწიფოს მხრიდან გარანტირებული ინვესტორთა დაცვის რეგულირება, მაგრამ ის განხილულ უნდა იქნეს, როგორც ამ რეგულირების მნიშვნელოვანი დამატებითი საშუალება. რა თქმა უნდა, ფინანსური განათლების დონის გაზრდა არ წარმოადგენს პანაცეას გაუმჯობესებული საინვესტიციო გადაწყვეტილებებისათვის, მაგრამ ინვესტორთა განათლების სათანადო დონის გარეშე კარგი საინვესტიციო გადაწყვეტილებების მიღება შეუძლებელია.

არსებობს ასევე მოსაზრება, რომ არ არის აუცილებელი ფინანსური განათლების დაბალი დონე პირდაპირ კავშირში იყოს ცუდ ფინანსურ გადაწყვეტილებებთან. სულ მცირე თეორიულად ინვესტორებს შეუძლიათ მიმართონ რჩევისა და კონსულტაციისათვის კვალიფიცირებულ პირებს. მანამ,

²⁵⁷European Banking Federation report, Financial literacy – Empowering consumers to make the right choices, Brussels, April 2009, 2.

²⁵⁸ იქვე 3.

²⁵⁹ იქვე 4.

²⁶⁰ იქვე 5.

სანამ ინვესტორებს შეუძლიათ დაეყრდნონ ექსპერტთა რჩევას საკუთარი ფინანსური გადაწყვეტილებების მისაღებად, რჩევამ შეიძლება შეასრულოს ფინანსური განათლების შემცველის როლი, მაგრამ, როგორც ზემოთ უკვე იყო აღნიშნული, ინვესტორთა რჩევის ასეთი როლი იდეალისტური წარმოდგენაა და რეალობაში არ არსებობს. შესაბამისად, ორი პრობლემა ამ არგუმენტს საფუძველს აცლის: 1.რჩევა შეიძლება იყოს მიკერძოებული, როდესაც ფინანსური მრჩეველები მოქმედებენ, როგორც ფინანსური პროდუქტების გამყიდველები და ამ მიკერძოებულმა რჩევამ შეიძლება არ გააუმჯობესოს მომხმარებელთა პორტფოლიო ან სულაც საზიანო აღმოჩნდეს მათთვის; 2.მომხმარებელმა შეიძლება არ მიმართონ რჩევას. ფინანსური ცოდნა და რჩევის ხარისხი არის ერთმანეთის შემავსებელი და არა ჩამნაცვლებელი. ფინანსური განათლების მაღალი დონე ზრდის მრჩეველისთვის მიმართვის ალბათობას და ის ამცირებს პორტფოლიოს არჩევის დელეგირების ალბათობას. ინვესტორები, რომლებსაც ყველაზე მეტად ესაჭიროებათ რჩევა იშვიათად ეყრდნობიან მრჩეველებს. აღნიშნული ქმნის სხვადასხვა ტიპის ინტერვენციის საჭიროებას ფინანსური განათლების ინიციატივების სახით.²⁶¹

ინვესტიცია ევროპის კავშირის მოქალაქეების ფინანსურ განათლებაში წარმოადგენს უკეთესი რეგულირების საშუალებას, რომელიც ამავედროულად იძლევა შესაძლებლობას, რომ თავიდან იქნეს აცილებული არასაჭირო ზედმეტი რეგულირების ცდუნება.²⁶² ფინანსურ განათლებას შეუძლია წვლილი შეიტანოს ფინანსურ სტაბილურობაში იმით, რომ ის ეხმარება მომხმარებელს აირჩიოს სათანადო პროდუქტი და მომსახურება, რასაც მიყვავართ უფრო მეტად დივერსიფიცირებულ და შესაბამისად მეტად უსაფრთხო დანახოვებისა და ინვესტიციებისკენ. ფინანსური განათლებით აღჭურვილ მომხმარებელს შეუძლია ეძებოს უკეთესი პროდუქტი, მიუხედავად ფინანსური პროდუქტის პროვაიდერის ადგილსამყოფელისა და შესაბამისად ისარგებლოს ერთიანი ბაზრის მიერ შემოთავაზებული შესაძლებლობებით. ამავედროულად, გაზრდილმა ფინანსურმა განათლებამ და მომხმარებელთა სურვილმა, რომ იმოძრაონ მიმწოდებლებს შორის, შეიძლება ფინანსური მომსახურების პროვაიდერებისთვის უფრო მიმზიდველი გახადოს ახალ ბაზრებზე შესვლა სხვა წევრ სახელმწიფოებში, რაც შესაბამისად ზრდის საზღვრებს გარეთ საქმიანობას.²⁶³

I.4.4.1. ევროპის კავშირის საქმიანობა ფინანსური განათლების სფეროში

ევროპის კავშირის უფლებამოსილებები ფინანსური განათლების სფეროში ლიმიტირებულია. განათლება, პირველ რიგში, ნაციონალური კომპეტენციაა, მაგრამ მაინც რჩება ადგილი ევროპის კომისიისთვის, რათა ხელი შეუწყოს ფინანსური განათლების პროგრამების შექმნას ყველა მომხმარებლისთვის

²⁶¹ *Calcagno R., Monticone C., Financial Literacy and the demand for Financial Advice, Journal of Banking and Finance 50 (2015), 363-380, 364.*

²⁶² *European Banking Federation report, Financial literacy – Empowering consumers to make the right choices, Brussels, April 2009, 57.*

²⁶³ *იქვე, 59.*

ევროპაში. ისმის კითხვა: აქვს თუ არა ევროპის კავშირს როლი საერთოდ ინვესტორთა განათლების შემუშავებაში მცირე ინვესტორთა მთლიანი სტრატეგიის ფარგლებში. როდესაც საგანმანათლებლო ინიციატივების უმრავლესობა უკეთ ხორციელდება ნაციონალურ დონეზე, არსებობს არგუმენტები ევროპის კავშირის დამოუკიდებელი საგანმანათლებლო პოლიტიკის სასარგებლოდ, რომელიც მხარს უჭერს ევროპულ ჰარმონიზაციას.²⁶⁴

2007 წლის 18 დეკემბერს ევროპის კომისიამ მიიღო დოკუმენტი ფინანსური განათლების შესახებ (IP/07/1954), სადაც წარმოდგენილია ევროპული პოლიტიკა ფინანსური განათლების სფეროში.²⁶⁵ აღნიშნული დოკუმენტი ეხება შიდა ბაზრისთვის ფინანსური განათლების მნიშვნელობას და მის სარგებელს ცალკეული ინდივიდების, საზოგადოებისა და მთლიანად ეკონომიკისთვის. ევროპის კომისია ხაზს უსვამს ევროპის კავშირის მოქალაქეების უნარის გაზრდის საჭიროებას, რათა მათ გაიგონ და გამოიყენონ ფინანსური პროდუქტები და მომსახურება. ინვესტორთა ფინანსური განათლების გაზრდას მნიშვნელოვანი შედეგები მოაქვს, როგორც ინვესტორებისთვის, ასევე ეკონომიკისა და საზოგადოებისთვის. ევროპის კომისიის ინიციატივა შეიცავს მოწოდებას, რომ ფინანსური განათლება ხელმისაწვდომი გახდეს მოქალაქეებისთვის სკოლის პერიოდიდან, ხაზს უსვამს მიუკერძოებლობისა და ობიექტურობის მნიშვნელობას ფინანსური განათლების მიწოდებისას და იძლევა რეკომენდაციას, რომ განათლების პროგრამები მორგებული იყოს სამიზნე ჯგუფის მოთხოვნებზე. ფინანსური განათლება არ უნდა იქნეს შეფასებული, როგორც ერთადერთი საშუალება მომხმარებელსა და პროვაიდერებს შორის არსებული ინფორმაციული ასიმეტრიის გადასაჭრელად, არამედ როგორც დამხმარე მექანიზმი ინვესტორთა ადეკვატური დაცვისა და ფინანსური მომსახურების პროვაიდერების პასუხისმგებლობის გაზრდისთვის.

ევროპის კომისიამ 2007 წლის დოკუმენტის²⁶⁶ საფუძველზე ინვესტორთა ფინანსური განათლების გაუმჯობესების მიმართულებით რამდენიმე პრაქტიკული ინიციატივა განახორციელა:

1. ფინანსური განათლების ექსპერტთა ჯგუფი²⁶⁷ – შეიქმნა ევროპის კომისიის მიერ 2008 წლის 30 აპრილის გადაწყვეტილებით.²⁶⁸ იგი წარმოადგენს ევროპის კავშირის დონეზე შექმნილ ფორუმს ნაციონალური ინიციატივების კოორდინაციისათვის და ხელს უწყობს ფინანსური განათლების მაღალი დონის უზრუნველყოფის საუკეთესო პრაქტიკის, იდეებისა და გამოცდილების გაცვლას საერთაშორისო დონეზე. დაარსებიდან დღემდე ჯგუფმა აღნიშნული მიმართულებით ინიციატივებისა და რჩევების რამდენიმე ანგარიში დადო. ფინანსური განათლება არსებითად განხილული უნდა იქნეს იმისთვის, რომ ერთიანმა ბაზარმა პირდაპირი სარგებელი მოიტანოს ევროპის მოქალაქეებისთვის. ფინანსური განათლების ექსპერტთა ჯგუფი წვლილს შეიტანს საუკეთესო პრაქტიკის გაზიარებასა და

²⁶⁴ Conenna M.A., MiFID as a Key Outcome of the Lamfalussy Procedure, Schulthess, Zürich, 2009, 51.
²⁶⁵ COM (2007) 808, 18.12.2007.
²⁶⁶ Communication on Financial Education published in December 2007 (IP/07/1954).
²⁶⁷ „The Expert Group on Financial Education (EGFE)“.
²⁶⁸ European Commission, Commission Decision of 30 April 2008: setting up a group of experts on financial education, Brussels, 2008/365/EC.

განვითარებაში და დახმარებას გაუწევს ევროპის კომისიას ფინანსური განათლების სფეროში ღონისძიებების განხორციელების პროცესში.²⁶⁹

2. ფინანსური განათლების მონაცემთა ევროპული ბაზა²⁷⁰ – შეიქმნა 2009 წლის იანვარში, როგორც ფინანსური განათლების არსებული სქემების „ელექტრონული ბიბლიოთეკა“. კატეგორიზება ხდება სხვადასხვა კრიტერიუმების მიხედვით, როგორც არის გეოგრაფიული საფუძველი, საგანი, სამიზნე ჯგუფი და გამოყენებული მიწოდების მეთოდი.

3. წევრ სახელმწიფოებში ფინანსური განათლების სტიმულირების მიზნით განხორციელებული ინიციატივების დასპონსორება – 2007 წლის დოკუმენტში ევროპის კომისიამ მიზნად დაისახა მსგავსი ღონისძიებების მხარდაჭერა, პატრონაჟი და ზოგ შემთხვევაში ასეთ ღონისძიებებში პირდაპირი მონაწილეობა. ინტერვენციის ამ ფორმის მიზანია წევრ სახელმწიფოებში განხორციელებული ღონისძიებებისათვის დამატებითი რეკლამირებისა და ნდობის მინიჭება, რათა მოხდეს ნაციონალურ დონეზე ფინანსური განათლების მნიშვნელობის შესახებ დისკუსიის სტიმულირება, წახალისება და ამ მიმართულებით პროგრამების შემუშავება.

4. *Dolceta*²⁷¹ - არის ევროპის კომისიის ონლაინ მექანიზმი მომხმარებელთა ინფორმირებისა და განათლებისათვის, რომელიც 2003 წლიდან არსებობს. ამ მექანიზმის მიზანია წევრ სახელმწიფოებში მომხმარებელთა ევროპული უფლებების შესახებ ცოდნის ამაღლება და ინტერაქტიული მექანიზმის შექმნა, რომელსაც გამოიყენებენ მოქალაქეები, ტრენერები, მასწავლებლები და სხვა.

გლობალური ფინანსური კრიზისის შემდეგ ხშირად ხდება მითითება იმაზე, რომ ფინანსური განათლების დაბალმა დონემ წვლილი შეიტანა ფინანსური კრიზისის უარყოფითი შედეგების გაზრდაში და ხაზი ესმება აუცილებლობას, რომ ნაციონალურმა მთავრობებმა უფრო მეტი ყურადღება დაუთმონ ფინანსურ განათლებას. მიუხედავად ევროპის კომისიის ამ მცდელობისა და მოწოდებისა, 2007 წლიდან მოყოლებული დაფიქსირდა ძალზე ლიმიტირებული პროგრესი ფინანსური განათლების მიწოდების მიმართულებით და წევრი სახელმწიფოების უმრავლესობას არ განუხორციელებია რაიმე ადეკვატური ღონისძიება ინვესტორთა ფინანსური განათლების დონის გაუმჯობესებისათვის.²⁷² წევრი სახელმწიფოების ძალიან მცირე ნაწილს აქვს შემუშავებული ნაციონალური სტრატეგია ფინანსური განათლების გაუმჯობესების მიმართულებით. ამასთან, მხოლოდ რამდენიმე წევრ სახელმწიფოში (ჩეხეთი, უნგრეთი და დიდ ბრიტანეთი) იქნა ფინანსური განათლება შეტანილი სასკოლო პროგრამაში. ქვეყნების უმრავლესობაში ფინანსური განათლების მიწოდების პროგრესს აფერხებს რეგულარული კვლევების არარსებობა, რითაც შეფასდება მოქალაქეთა ფინანსური განათლების არსებული დონე და მოხდება კონკრეტული სუსტი წერტილების იდენტიფიცირება.²⁷³

²⁶⁹European Commission, Commission Decision of 30 April 2008: setting up a group of experts on financial education, Brussels, 2008/365/EC, recital (8).

²⁷⁰ „The European Database for Financial Education (EDFE) “.

²⁷¹www.dolceta.eu; www.consumerclassroom.eu.

²⁷²European Commission, Staff working document of the Internal Market and Services DG, Review of the initiatives of the European Commission in the area of financial education, Brussels, 31 March 2011, 1-2.

²⁷³European Commission, Directorate General Internal Market and Services, Staff Working Document of the

I.4.4.2. ცოდნა, როგორც ინვესტორთა საუკეთესო დაცვის საშუალება

ფინანსურმა კრიზისმა განაპირობა „სწავლების მომენტი“. ფინანსური კრიზისი შეიძლება გამოყენებულ იქნეს როგორც საშუალება, რითაც ფინანსური განათლების პროგრამები აბსოლუტურად სხვა მასშტაბს მიაღწევენ. ჩვეულებრივ შემთხვევებში, ყოველთვის ადვილი არ არის დაარწმუნო ზრდასრული ინვესტორი ფინანსური განათლების საჭიროებაში. მაგრამ ინვესტორებს, რომლებმაც განიცადეს ფინანსური სირთულეები, ან უფრო მეტი გაიგეს ფინანსური სირთულეების შესახებ, უჩნდებათ სურვილი, გაერკვენ შექმნილ პრობლემებში, რომლისთვისაც რჩევას ითხოვდნენ.²⁷⁴ ამასთან, როგორც წესი, ადამიანები ზედმეტად აფასებენ საკუთარ უნარს, გაიგონ ფინანსური მომსახურება, შესაბამისად, ინვესტორები არ დაინტერესდებიან ფინანსური განათლებით მანამ, სანამ არ გააცნობიერებენ, რომ ეს მნიშვნელოვანია მათთვის. ამიტომ, პირველი ნაბიჯი ყოველთვის უნდა იყოს იმ ადამიანებს შორის ცნობიერების გაზრდა, რომლებმაც „არ იციან, რომ არ იციან“ ფინანსური საკითხების შესახებ.²⁷⁵ გლობალურმა ფინანსურმა კრიზისმა ამ პირველი ნაბიჯის განხორციელება შედარებით მარტივი გახადა.

მარეგულირებლების მხრიდან ფინანსური განათლების სფეროში ჩარევა, რა თქმა უნდა, რისკის შემცველია. თუ მარეგულირებელი ზედმეტად აგრესიულად გაუსვამს ხაზს ინვესტორების რისკებს, მცირე ინვესტორები შეიძლება საერთოდ გაქრნენ ბაზრებიდან. მაგრამ, თუ მარეგულირებელი წარმოადგენს დეტალიზირებულ რჩევას დანაზოგებისა და საინვესტიციო სტრატეგიების შესახებ, ამან შეიძლება განავითაროს ინვესტორების პოტენციური პასუხისმგებლობის რისკი. შესაბამისად, საჭიროა დაბალანსებული და ნეიტრალური მიდგომა, რათა მოხდეს ფინანსური განათლებისა და ინფორმირებული გადაწყვეტილებების მხარდაჭერა. აღნიშნული არ გულისხმობს, რომ მცირე ინვესტორებისთვის განკუთვნილი ფინანსური განათლების პროგრამები არ არის ღირებული. მცირე ინვესტორებს მინიმუმ შეიძლება ასწავლონ: მიაქციონ ყურადღება მათ საინვესტიციო გადაწყვეტილებებთან დაკავშირებული რისკების სათანადო დივერსიფიკაციის საჭიროებას; მიმართონ პროფესიულ რჩევას, როდესაც ეს საჭიროა და ა.შ.²⁷⁶

ყოველივე ზემოთ აღნიშნულიდან შეიძლება დავასკვნათ, რომ ცოდნა არის ინვესტორთა საუკეთესო დაცვა. მაგრამ, არის ეს ასე? გლობალურმა ფინანსურმა კრიზისმა იმდენი კითხვა გააჩინა ინვესტორთა დაცვის სწორ და ეფექტიან სტრატეგიასთან დაკავშირებით, რომ უკვე სრული დარწმუნებით ინვესტორთა დაცვის ვერც ერთი მექანიზმის პოტენციალის განხილვა ვერ

Internal Market and Services DG: Review of the initiatives of the European Commission in the area of financial education, Brussels, 31 March 2011, 2.

²⁷⁴European Commission Internal Market and Services DG, Second meeting of the Expert Group on Financial Education, The financial crisis and financial education report, 28th April 2009, Brussels, 2.

²⁷⁵European Banking Federation report, Financial literacy – Empowering consumers to make the right choices, Brussels, April 2009, 4.

²⁷⁶Willemaers G. S., The EU Issuer Disclosure Regime: Objectives and Proposals for Reform, Kluwer Law International, Brussels, 2011, 216-218.

ხდება, შესაბამისად სკეპტიციზმი არსებობს ფინანსური განათლების მექანიზმის მიმართაც.

ფინანსური განათლების ეფექტიანობა საყოველთაოდ აღიარებული არ არის და მეცნიერთა ერთი სკეპტიკურად განწყობილი კატეგორია თვლის, რომ ინვესტორთა ქცევაზე ამ საშუალებას საერთოდ გავლენის მოხდენა არ შეუძლია. საგანმანათლებლო კვლევების ციკლის ავტორები (*Laibson, Beshears, Choi, Madrian*) სკეპტიკურად უყურებენ საგანმანათლებლო ჩარევას. ეს მკვლევრები მიიჩნევენ, რომ შემოთავაზებული ინტერვენცია/ფინანსური განათლება/დიალობა შესწავლილი უნდა იქნეს პირველად ექსპერიმენტის ჩატარების გზით, სანამ ის ნაციონალური პოლიტიკის ნაწილი გახდება. არც ერთ სკოლას არ შეუძლია იმის სწავლება, თუ როგორ გახდეს კარგი ინვესტორი. ასეთი სკოლა, რომ არსებობდეს ის ყველაზე პოპულარული სკოლა იქნებოდა მთელ მსოფლიოში, ყველაზე მაღალი გადასახადით.²⁷⁷

ფინანსური უნარი მოიცავს ცოდნასა და პრაქტიკულ გამოცდილებას, მაგრამ მათი გაუმჯობესების მცდელობამ შესაძლოა არ მოგვცეს უკეთესი შედეგი. დამიანების მიერ შერჩეული ცოდნა და მისი შემდგომი გამოყენება შესაძლოა, პირველ რიგში დაკავშირებული იყოს მათ შინაგან, თანდაყოლილ ფსიქოლოგიურ თვისებებთან. ფინანსური განათლების ეფექტიანობისთვის უნდა შესრულდეს ორი წინაპირობა: განათლებამ უნდა გააუმჯობესოს შესაბამისი ცოდნა და გაგება (ფინანსური განათლება) და უკეთესმა განათლებამ შემდგომ უნდა შეცვალოს ქცევა. არსებობს ეჭვი, რომ ფინანსურ განათლებას არ აქვს სერიოზული ხანგრძლივი გავლენა ცოდნასა და მით უმეტეს ქცევაზე. ფსიქოლოგია შეიძლება იყოს ადამიანების რეალური მოქმედების ძირითადი მამოძრავებელი.²⁷⁸ იმ შემთხვევაშიც კი, როდესაც ადამიანებმა იციან და ესმით ფაქტები, მათ მაინც შეიძლება მიიღონ ცუდი გადაწყვეტილება თვითკონტროლის არ ქონის ან სხვა პერსონალური თვისებების გამო. ადამიანებს ჰგონიათ, რომ იციან, მაგრამ ისინი ცდებიან. იმისთვის, რომ მათ უკეთესი გადაწყვეტილებები მიიღონ, პირველ რიგში საკუთარი შეცდომები უნდა დაინახონ, უნდა გააცნობიერონ, ამის მიღწევა კი ადვილი არ არის. ინფორმაციის მიწოდება არ არის ეფექტიანი საშუალება რადგან ის მალე ავიწყდებათ. მაშინაც კი, როდესაც ის არ არის დავიწყებული, მესიჯი ადვილად შეიძლება იქნეს შეცვლილი ყიდვის წნეხის გამო.²⁷⁹

არსებობს მოსაზრება, რომ ქცევითი ეკონომიკის მიერ დადგენილი ქცევითი ანომალიები შეიძლება თავიდან იქნეს აცილებული ან, სულ მცირე, შემცირებული, თუ მოხდება ინვესტორებისთვის ფინანსური განათლების ფარგლებში ინფორმაციის მიწოდება ასეთი ანომალიების არსებობის შესახებ. ამ შემთხვევაში ინვესტორები შემდეგი საინვესტიციო გადაწყვეტილების მიღების დროს დაფიქრდებიან, თუ რამდენად შეიძლება ამ გადაწყვეტილებაზე

²⁷⁷ „...no school could teach someone how to be a great investor. If it were true, it'd be the most popular school in the world, with an impossibly high tuition.“ *Lewis M.*, *The Big Short*, Penguin books, London, 2011, 35.

²⁷⁸ *De Meza D., Irlenbusch B., Reyniers D.*, *Financial Capability: A Behavioural Economics Perspective*, *Consumer Research* 69, Financial Services Authority, July 2008, 2.

²⁷⁹ *იქვე*, 20-21.

გავლენა მოახდინოს დადგენილმა ანომალიებმა.²⁸⁰ ეს მოსაზრება კრიტიკის გარეშე არ რჩება და ზოგიერთი ავტორი საექვოდ მიიჩნევს ქცევითი ანომალიების წინააღმდეგ მათი არსებობის შესახებ ცოდნის ამადლებით ბრძოლის ეფექტიანობას.²⁸¹

მარეგულირებელი სტრატეგიის შემუშავებამდე გადამწყვეტია დავადგინოთ ადამიანების ქცევის მიზეზი – ეს არის, პირველ რიგში, არასაკმარისი განათლებისა და სათანადო ფინანსური მართვის მეთოდების არ ცოდნის შედეგი, თუ ასახავს ადამიანის ბუნების ფუნდამენტურ ასპექტებს. მხოლოდ პირველ შემთხვევაში არის ფინანსური განათლება სათანადო საშუალება და აქვს აზრი რეგულირებას ფინანსური განათლების მეშვეობით. მხოლოდ მაშინ, როდესაც დადგინდება, რომ მიზეზი სწორედ არასაკმარისი ცოდნაა, უნდა დაისვას კითხვა: როდის, სად და როგორ უნდა მოხდეს ინფორმაციის მიწოდება. მაგრამ იმის დამტკიცება, რომ ფინანსური განათლება მართლაც ახდენს გავლენას, ცვლის ადამიანების ქცევას და განათლება შეიძლება იყოს ეფექტიანი სტრატეგია, ძალიან დიდი გამოწვევაა. ადამიანებისთვის ინფორმაციის მიწოდება არის რთული და ძვირი. ასეთი მარეგულირებელი ჩარევა იქნება უსარგებლო თუ დადგინდება, რომ დაბალი ფინანსური უნარები უფრო მეტად დაკავშირებულია ფსიქოლოგიურ ფაქტორებთან, ვიდრე ცოდნის არქონასთან.²⁸² ტრადიციული მიდგომა, რომ ფინანსური განათლება, უკეთესი ინფორმირებულობა აუმჯობესებს გადაწყვეტილებებს, ყოველთვის არ მართლდება. ფინანსურ განათლებას უკუ შედეგიც კი შეიძლება ჰქონდეს არა მხოლოდ „*information overload*“-ის (ინფორმაციული გადატვირთვა) გამო, არამედ მან შეიძლება შექმნას ზედმეტი თავდაჯერებულობის საფრთხე. ადამიანებმა შეიძლება მცდარად დაიჯერონ, რომ იციან რას აკეთებენ და გადამეტებული სიზუსტე მიანიჭონ თავიანთ რწმენას.²⁸³

ლოგიკურად ისმის კითხვა: რა უნდა გაკეთდეს? უცილებელია ქცევითი ეკონომიკის მიერ ნაჩვენები ფსიქოლოგიური მიკერძოებულობის შესწავლა, რეგულირების შემოღება, რომელიც აღიარებს მათ არსებობას და ცდილობს მათი ეფექტის გაქვითვას რაც შეიძლება ნაკლებად ჩამრევი საშუალებებით.²⁸⁴ მიუხედავად ყოველივე ზემოთ აღნიშნულისა, სადისერტაციო ნაშრომში ჩამოყალიბებულია პოზიცია, რომ ფინანსურ განათლებას დადებითი შედეგი მოაქვს ინვესტორთა დაცვის მიზნის მიღწევის მიმართულებით და ის გამოყენებული უნდა იქნეს, როგორც დამატებითი მექანიზმი სხვა დამცავ მექანიზმებთან ერთად.

²⁸⁰Teigelack L., Finanzanalysen und Behavioural Finance, Schriften zum Gesellschafts-, Bank- und Kapitalmarktrecht, Band 13, Nomos, Baden-Baden, 2009,207.

²⁸¹ იქვე, 275.

²⁸²De Meza D., Irlenbusch B., Reyniers D., Financial Capability: A Behavioural Economics Perspective, Consumer Research 69, Financial Services Authority, July 2008, 7.

²⁸³ იქვე, 49.

²⁸⁴ იქვე, 68-69.

II. 2007 წლის გლობალური ფინანსური კრიზისი – ახალი გამოწვევები

„სიტყვა კრიზისი ჩინურად ორი სიმბოლოსგან შედგება—ერთი წარმოადგენს საშიშროებას და მეორე წარმოადგენს შესაძლებლობას“.

*ჯონ კენედი
12 აპრილი, 1959.*

გლობალურ ფინანსურ კრიზისს ხშირად, როგორც „2007–2009 წლების ფინანსურ კრიზისს“ მოიხსენიებენ, რადგან მთავარი ფინანსური ტურბულენტობა, რომელიც დაკავშირებულია საკრედიტო დაწესებულებების გაკოტრებასთან, 2007 და 2009 წლებში მოხდა. ფინანსური კრიზისის შედეგებმა უამრავი ახალი ამოცანა დასვა სამართლის სფეროში გასატარებელ რეფორმებთან დაკავშირებით. უპირველეს ყოვლისა, საჭიროა კრიზისის მიზეზების,²⁸⁵ დაცემული საბანკო სისტემის, ინსტიტუტების პრობლემატური ბიზნეს-მოდელებისა და ბაზარზე მათი საქმიანობის ანალიზი.²⁸⁶ სწორედ ამის შემდეგ უნდა დადგინდეს რა ახალი სტრუქტურული და ქცევის ნორმების დანერგვა არის საჭირო.²⁸⁷

სადისერტაციო ნაშრომის წინამდებარე ნაწილის მიზანია, წარმოაჩინოს ის მნიშვნელოვანი გაკვეთილები და დასკვნები, რომლებიც გამოტანილ უნდა იქნეს გლობალური ფინანსური კრიზისის შემდგომ, ასევე მოკლედ აღწეროს ევროპელი მარეგულირებლების რეაგირება, საპასუხო ქმედება კრიზისის აღმოსაფხვრელად და გააანალიზოს ამ პასუხების საფუძველზე შექმნილი ახალი მარეგულირებელი ღანდშაფტი და მისი რისკები.

II.1. კრიზისის გენეზისი

კრიზისის წარმომშობი მიზეზების ანალიზის საჭიროება მდგომარეობს იმაში, რომ ის იძლევა შემდგომი კრიზისის პრევენციის თუ არა, მისი შედეგების გავლენის შემცირების საშუალებას. ასევე შესაძლებელია იმის ამოცნობაც, გამოყენებულია თუ არა კრიზისი მხოლოდ მასთან დაკავშირებული რეგულირებებისა და მიზნების გასატარებლად და ხომ არაა გამოყენებული მომენტი ისეთი რეგულაციების შემოსატანად, რომლებსაც მასთან არანაირი კავშირი არა აქვთ. პოლიტიკის ხელში ყველაფერი ინსტრუმენტად იქცევა, მათ შორის კრიზისიც.²⁸⁸

²⁸⁵ გლობალური ფინანსური კრიზისის გამომწვევი მიზეზები მრავალრიცხოვან საერთაშორისო კვლევებში იქნა დეტალურად გამოკვლეული. ამ გამოკვლევათა შორის ყველაზე მნიშვნელოვანია G-20-ის 2008 წლის ნოემბრის განმარტება (G-20 declaration, summit on financial markets and the world economy 15.01.2008), Group of Thirty-ის 2009 წლის ანგარიში (Group of Thirty, financial reform: a framework for financial stability 15.01.2009), ევროპის კომისიის მიერ დანიშნული ექსპერტთა ჯგუფის 2009 წლის თებერვლის ანგარიში, ე.წ. de Larosière-Report და ბრიტანული საზედამხედველო ორგანოს, FSA-ის 2009 წლის მარტის Turner Review.

²⁸⁶ Schneider U. H., Zwischenruf, Was ist eine systemische relevante Bank, ZRP 4/2009, 119-121, 119.

²⁸⁷ იქვე, 120.

²⁸⁸ Möschel W., Die Finanzkrise- Wie soll es weitergehen?, ZRP 5/2009, 129-133, 129.

როგორც უკვე აღინიშნა, კრიზისის გამომწვევე ერთ-ერთ მთავარ მიზეზად ამერიკული საიპოთეკო კრედიტები იქნა მიჩნეული.²⁸⁹ ეგრეთწოდებული „Asset Backed Securities“-ის („აქტივებით უზრუნველყოფილი ფასიანი ქაღალდების“) მიზანს წარმოადგენდა კრედიტის განცალკევება საკრედიტო რისკისგან, რისკის „ღირებულებად“ გამოცხადება და მისი მიყიდვა ინვესტორებისთვის მთელ მსოფლიოში. საქმიანობის ასეთი მოდელი იძლეოდა კრედიტის შეუზღუდავი რაოდენობით გაცემის საშუალებას.²⁹⁰ ბანკები კრედიტის უკან დაბრუნების რისკის თავიდან ასაცილებლად მოთხოვნებს ყიდდნენ სპეციალურად ამისთვის დაფუძნებულ საზოგადოებებზე,²⁹¹ რომლებიც შემდგომ ამ მოთხოვნებს სხვა მრავალ მოთხოვნასთან ერთად ერთ საქაღალდეში ათავსებდნენ, სადაც რისკები დამალული იყო ისე, თითქოს აღარ არსებობდა. შეიქმნა უსაზღვრო ზრდის ილუზია და ბანკებმაც დაიწყეს სულ უფრო საეჭვო ფინანსური პროდუქტების ემიტირება ან/და გაყიდვა.²⁹² ბაზრებმა საკუთარი ტყუილი დაიჯერეს.²⁹³

კრიზისის გამომწვევი მიზეზი იყო ცრუ მოლოდინი და არა ცრუ სტიმული (ყოველ შემთხვევაში არა ბაზრის ცრუ სტიმული). ბანკირები რისკებს კი არ ეძებდნენ, არამედ ისინი მათ არასათანადოდ აფასებდნენ.²⁹⁴ ამერიკული საინვესტიციო ბანკის „Lehman Brothers“-ის გაკოტრებით ფინანსურმა კრიზისმა მსოფლიო ხასიათი შეიძინა, რასაც მთელ მსოფლიოში მილიარდობით კაპიტალის განადგურება მოჰყვა.²⁹⁵ სისტემის დაცემა უსწრაფესად – ხუთშაბათიდან კვირამდე – მოხდა. ბანკები აღარ ენდობოდნენ ერთმანეთს, რადგან პარტნიორი შეიძლება უცნობი რისკების გამო სირთულეებში აღმოჩენილიყო. გადამწყვეტი როლი ითამაშა შოკმა, რომელიც „Lehman Brothers“-ის, როგორც სისტემურად მნიშველოვანი ბანკის გადარჩენაზე სახელმწიფოს მიერ უარის თქმას მოჰყვა.²⁹⁶ ამით პასუხისმგებელმა ორგანოებმა ამერიკაში ბაზრებს მისცეს ნიშანი, რომ მათ აღარ შეეძლოთ „too big to fail“²⁹⁷ დოქტრინაზე დაყრდნობა და რომ ეს დოქტრინა შეუზღუდავად არ მოქმედებდა.²⁹⁸ სწორედ ამ დოქტრინამ შეიტანა წვლილი იმაში, რომ ბანკებმა სახელმწიფოს მხრიდან, ასევე საემისიო ბანკების დახმარების იმედით, უდარდელად აიღეს რისკები.²⁹⁹ ახალი დევიზის მიხედვით, არც ერთი ბანკი არაა იმდენად დიდი, რომ მისი გაკოტრება არ

²⁸⁹ Forkel H.W., Rechtsfragen zur Krise an den Finanzmärkten: Zur Systematik möglicher Schadenersatzansprüche, BKR 2008, 183-188, 183.

²⁹⁰ Möschel W., Die Finanzkrise- Wie soll es weitergehen?, ZRP 5/2009, 129-133, 129.

²⁹¹ „Zweckgesellschaften“.

²⁹² Märker K., Hillesheim R., Brennpunkt Finanzkrise: Anlegerschutz in Deutschland, ZRP 2009, 65-69, 66.

²⁹³ „The market appeared to believe its own lie“ - Lewis M., The Big Short, Penguin books, London, 2011, 129.

²⁹⁴ Vaubel R. in Grundmann S., Hofmann C., Möslein F., Finanzkrise und Wirtschaftsordnung, Berlin, 2009, 123.

²⁹⁵ Märker K., Hillesheim R., Brennpunkt Finanzkrise: Anlegerschutz in Deutschland, ZRP 2009, 65-69, 65.

²⁹⁶ Schneider U. H., Zwischenruf, Was ist eine systemische relevante Bank, ZRP 4/2009, 119-121, 120.

²⁹⁷ ზოგიერთი ფინანსური ინსტიტუტი იმდენად დიდი და ერთმანეთთან გადაჯაჭვულია, რომ ერთ-ერთი მათგანის წარუმატებლობა შეიძლება ეკონომიკური კატასტროფის საფუძველი გახდეს. ამიტომ ამ დოქტრინის მიხედვით, ასეთი დაწესებულებების გადარჩენა კრიზისის პერიოდში უნდა მოხდეს მთავრობის მიერ.

²⁹⁸ Möschel W., Die Finanzkrise- Wie soll es weitergehen?, ZRP 5/2009, 129-133, 130.

²⁹⁹ Rudolph B. in Grundmann S., Hofmann C., Möslein F., Finanzkrise und Wirtschaftsordnung, Berlin, 2009, 63.

შეიძლებოდა. შეიქმნა ახალი რეალობა, როდესაც ბანკის სისტემის შემქმნელი სიდიდეც კი არ წარმოადგენს გაკოტრების თავიდან აშორების გარანტიას.

ფინანსური კრიზისი ბაზრის სხვადასხვა მოთამაშეებმა გამოიწვიეს. მათ რიცხვში არიან არა მხოლოდ ბანკები, თავიანთი მენეჯმენტითა და თანამშრომლებით, არამედ ასევე სხვა ფინანსური შუამავლები, როგორებიც არიან სარეიტინგო სააგენტოები და ჰეჯ-ფონდები. მათ რიცხვს მიეკუთვნება ასევე ისეთი ინსტიტუტები, როგორიცაა ბანკების ზედამხედველობა და ცენტრალური ბანკი, რომლებმაც უნდა აკონტროლონ ბანკები და საბანკო სისტემა. კრიზისის გამომწვევ მიზეზებს შორისაა ასევე ბანკების რეგულირების არამობილური და ვადაგასული პრინციპები; საექვო ბონუსების სისტემა; პრობლემატური რისკების მართვის სისტემები; არაეფექტიანი საკორპორაციო მართვა და ა.შ. საფუძვლიანი ცვლილებების შემოთავაზებასა და განხორციელებამდე, საჭიროა მიზეზთა იმ მთელი კომპლექსური წრის შესწავლა და გაანალიზება, რომელმაც გამოიწვია კრიზისი და ხელი შეუწყო მთელ მსოფლიოში მის გავრცელებას.³⁰⁰ კრიზისი, პირველ რიგში, არის პოლიტიკისა და ზედამხედველობის სისუსტეების გამოვლინება. ის, ვინც მხოლოდ ფინანსური სექტორის პასუხისმგებლობას აღიარებს, პასუხისმგებლობისგან ათავისუფლებს პოლიტიკას, მაგრამ პასუხისმგებლობა უნდა დაეკისროს ასევე საზოგადოებასაც, რომელმაც გაბატონებული იდეოლოგია, ასე თუ ისე, კრიტიკის გარეშე მიიღო, ბრმად მიენდო და არ მოითხოვა სოციალური სახელმწიფოს შენარჩუნება, დაცვა და შემდგომი დემოკრატიზაცია.³⁰¹ ანუ, არა მხოლოდ მონაწილეთა ერთი ჯგუფია, რომელმაც ფინანსური კრიზისის გამომწვევაში წვლილი შეიტანა, არამედ დამნაშავეთა სიაში ხვდება თითქმის ყველა ჯგუფი: ბანკები, საინვესტიციო კომპანიები, სარეიტინგო კომპანიები, პოლიტიკოსები და ა.შ.³⁰² ამასთან, ზოგიერთი ავტორის აზრით, კრიზისის გამომწვევ მთავარ პრობლემას ლიდერების მიერ არასათანადო მართვა წარმოადგენდა.³⁰³ ნამდვილი რისკი შექმნა ასევე სულელურმა საინვესტიციო გადაწყვეტილებებმა.³⁰⁴ პრობლემას წარმოადგენდა აგრეთვე ის, რომ პასუხისმგებელ პირებს, როგორც მარეგულირებლებს ასევე ფინანსური დაწესებულებების მმართველებს, არ სჯეროდათ, ასეთი მასშტაბის კატასტროფის გამოწვევის შესაძლებლობის.³⁰⁵

³⁰⁰ Rudolph B. in Grundmann S., Hofmann C., Möslin F., Finanzkrise und Wirtschaftsordnung, Berlin, 2009, 55.

³⁰¹ Weber-Grellet H., Das Steuerrecht in der Finanzkrise, ZRP 4/2009, 101-104, 101.

³⁰² Otte M., Grundlagen einer neuen Finanzmarktarchitektur, in Konrad Adenauer Stiftung, Lehren aus der Finanzmarktcrise: Ein Comeback der Sozialen Marktwirtschaft, Band III: Verflochtene Krisen. Von der Finanzmarkt – zur Eurokrise, Berlin, 2010, 23.

³⁰³ „failed leadership from leaders“, George B., 7 Lessons for Leading in Crisis, Jossey-Bass, San Francisco, 2009, 2. „The leaders of failed firms like Bear Stearns, AIG, Freddie Mac, Merrill Lynch, Citigroup, Wachovia, and UBS didn't see the crisis coming and were unable to adapt in time to save their firms. With no restraints from government officials, they kept dancing faster and faster until the music stopped- and the financial collapse followed“. George B., 7 Lessons for Leading in Crisis, Jossey-Bass, San Francisco 2009, 8.

³⁰⁴ „real risk was stupid investment decisions“, Lewis M., The Big Short, Penguin books, London, 2011, 41. „The financial markets paid a lot of people extremely well for narrow expertise and a few people, poorly, for the big, global views you needed to have if you were to allocate capital across markets“, Lewis M., The Big Short, Penguin books, London, 2011, 110.

³⁰⁵ Wolf M., The Shifts and the Shocks : What we've learned – and have still to learn- from the Financial Crisis,

კრიზისის შემდგომ ფინანსური ინსტიტუტების სისტემური მნიშვნელობა საყოველთაოდ სალაპარაკო თემა გახდა. ტერმინი „სისტემური მნიშვნელობა“ საკანონმდებლო დეფინიციის არარსებობისა და არაგამჭვირვალე მართვის პრაქტიკის გამო ძალზედ გაუგებარია. მაგრამ ისეთი კრიტერიუმები, როგორცაა ინსტიტუტის სიდიდე, სხვა საწარმოებთან შერწყმის მასშტაბი და ინსტიტუტის მნიშვნელობა ფინანსური სექტორის ძირითადი სფეროებისთვის, ცენტრალურია დაწესებულების „სისტემური მნიშვნელობის მქონედ“ აღიარებისთვის.³⁰⁶ საკრედიტო დაწესებულებები ყოველთვის რაღაც ხარისხით სისტემისთვის მნიშვნელოვანია, მაგრამ არსებულ კრიზისში პრობლემას წარმოადგენდა ის, რომ საკრედიტო დაწესებულებები ძალიან გაიზარდა. საჭიროა იმაზე დაფიქრება, რომ ინსტიტუტები ისევ გონივრულ ზომას დაუბრუნდეს. დაუშვებელია დაწესებულებამ განსახდერულ სიდიდეს გადააბიჯოს.³⁰⁷

რა იყო ის გაბატონებული თეორია, რომელსაც ეყრდნობოდა ევროპელი მარეგულირებელი კრიზისის წინა პერიოდში? ნეოკლასიკურმა ეკონომიკამ დიდი როლი ითამაშა 2007 წლის ეკონომიკური კოლაფსის შექმნაში. რწმენამ, რომელიც ნეოკლასიკურმა ეკონომიკამ შექმნა ბაზრის თვითრეგულირების უნარის მიმართ, გამოიწვია სახელმწიფოს მხრიდან რეგულირების შემცირება, რომელიც შესაძლებელია გამოყენებული ყოფილიყო გლობალური კოლაფსის თავიდან ასაცილებლად. ნეოკლასიკურმა ეკონომიკამ წვლილი შეიტანა გლობალურ ფინანსურ კრიზისში, რადგან ის სტიმულს აძლევდა ფინანსური დაწესებულებების შიგნით გადაწყვეტილების მიმღებ პირებს ეფიქრათ, რომ მათ გადაწყვეტილებების მიღების დროს მათემატიკურ მოდელებზე დაყრდნობით შეეძლოთ რისკების ადეკვატური მართვა. ამასთან აღსანიშნავია, რომ გლობალური ფინანსური კრიზისის წინა პერიოდში ევროპის კავშირში არსებობდა სრულიად დამოუკიდებელი ნაციონალური ზედამხედველები, რომლებიც ძირითადად კონცენტრირებულები იყვნენ ნაციონალურ საკითხებზე, პრობლემებზე და მათი საქმიანობა თითქმის არ იყო კოორდინირებული ევროპის კავშირის დონეზე.³⁰⁸ კრიზისის სრული პოტენციური გავლენის თავიდან აცილება შესაძლებელი გახდა მხოლოდ იმიტომ, რომ მთავრობამ, როდესაც ის დადგა გლობალური დეპრესიის პერსპექტივის წინაშე, უარყო ნეოკლასიკური ეკონომიკის მიდგომა.³⁰⁹

გლობალური ფინანსური კრიზისი გადაიქცა მომხმარებელთა ნდობის კრიზისად. არასაკმარისი გამჭვირვალობა, რისკების შესახებ არასაკმარისი ინფორმაციის მიწოდება, ინტერესთა კონფლიქტის გაუთვალისწინებლობა დასრულდა იმით, რომ მომხმარებლებს მთელი ევროპის მასშტაბით მიეყიდებოდათ საინვესტიციო და სადაზღვევო პროდუქტები, რომლებიც არ იყო მათთვის სწორად შერჩეული. აღნიშნულმა მნიშვნელოვნად შეარყია მომხმარებელთა რწმენა ფინანსური სექტორის მიმართ. ამასთან, არსებული

Allen Lane, London, 2014, 113.

³⁰⁶ Günther M., Systemrelevanz von Finanzinstituten, WM 18/2010, 825-831, 830f.

³⁰⁷ Schneider U. H., Zwischenruf, Was ist eine systemische relevante Bank, ZRP 4/2009, 119-121, 120.

³⁰⁸ Balling M., Lierman F., Van den Spiegel F., Ayadi R., Llewellyn D.T., New Paradigms in Banking, Financial Markets and Regulation?, SUERF Study 2012/2, Vienna 2012, 13.

³⁰⁹ Driesen D.M., The Economic Dynamics of Law, Cambridge University Press, Cambridge, 2012, 36.

სამართლებრივი სისტემა არ განვითარდა საკმარისად სწრაფად, რომ აესახა ფინანსური მომსახურების სულ უფრო მზარდი კომპლექსურობა.

ერთ-ერთი ყველაზე მნიშვნელოვანი შეცდომა, ალბათ, კრიზისის ახალი ნიშნების უყურადღებოდ დატოვება იყო. გამოვლინდა კრიზისის გენეზისის შინაარსობრივი არცოდნა, როდესაც ამერიკული საიპოთეკო კრიზისი სხვა ქვეყნებმა არ აღიქვეს განგაშის ნიშნად. არ იქნა გათვალისწინებული კრიზისის გლობალური ხასიათი, პირველ რიგში გამოვლინდა გლობალური აზროვნების დეფიციტი, დავიწყებული იქნა გამოთქმა, რომ საჭიროა „გლობალურად აზროვნება, მაგრამ კონკრეტულად მოქმედება“.

გლობალურმა ფინანსურმა კრიზისმა გამოიწვია მძიმე რეცესია ევროპაში, რომლის კულმინაციაც იყო ევროზონის მთავრობების სუვერენული საკრედიტო პრობლემები. აღნიშნულმა ნათლად აჩვენა, რომ ევროპას არ ჰქონდა სამართლებრივი ან ფორმალური ინსტიტუციონალური ჩარჩო აღნიშნული საკითხების მოგვარებისათვის,³¹⁰ თუმცა სუვერენული საკრედიტო კრიზისის ანალიზი ცდება დისერტაციის კვლევის სფეროს.

II.2. კრიზისის გაკვეთილები

ბოლო ასი წლის განმავლობაში, რეგულირებამ და ტექნოლოგიამ მნიშვნელოვნად შეცვალა ფინანსურ ბაზრებზე ვაჭრობის სტრუქტურა და სიჩქარე. ტექნოლოგიური მიღწევების საფუძველზე კაპიტალის ბაზარზე ვაჭრობის სტრუქტურამ განიცადა ტექნოლოგიური ცვლილებები. მიუხედავად იმისა, რომ ელექტრონული ვაჭრობა ორმოც წელზე მეტია რაც არსებობს (პირველი ელექტრონული ბირჟა იყო აშშ-ის *NASDAQ*), უახლესმა კომპიუტერულმა მიღწევებმა გაზარდა ელექტრონული ვაჭრობის ოპერაციების საზღვრები და მასშტაბები განსაკუთრებით მას შემდეგ, რაც წარმოიშვა მაღალი-სიჩქარის ვაჭრობის ახალი ტექნიკა (*high-frequency trading techniques*), როგორც არის ავტომატიზებული ალგორითმული ვაჭრობა (*automated algorithmic trading*). ბოლო წლებში, მთლიანად ელექტრონიზირებული სავაჭრო პლატფორმების მზარდმა გამოყენებამ შედეგად გაზარდა ფასიანი ქაღალდების ბაზრების ბრუნვა აშშ-ში, ევროპასა და აზიაში.³¹¹ ყოველივე ზემოთ აღნიშნული პოზიტიურ მოვლენასთან ერთად წარმოადგენს გაზრდილ საფრთხესა და მნიშვნელოვან გამოწვევას მარეგულირებლებისთვის.

ფინანსურმა კრიზისმა ნათლად აჩვენა, რომ რეფორმის დრო მოსულია. რეფორმის მხარდამჭერთა შორის რეგულირების იდეამ გაიმარჯვა, თუმცა მნიშვნელოვანია, რომ ეს რეფორმა კრიზისის სწორ გაკვეთილებსა და სწორად გამოტანილ დასკვნებს დაემყაროს. ბანკირებმა მთელ მსოფლიოში ამერიკული ფასიანი ქაღალდებით და თავიანთი წარმოდგენილი სპეკულაციებით დიდი უბედურება გამოიწვიეს. ყველა ქვეყანა შეეცადა გადასახადის გადამხდელთა უდიდესი თანხებით კრიზისის დაძლევის, მაგრამ ბანკირთა პასუხისმგებლობის საკითხი არ უნდა იქნეს დავიწყებული. ეს

³¹⁰Alexander K. in Alexander K., Moloney N. eds., Law Reform and Financial Markets, Elgar Financial Law Series, UK, 2011, 306-307.

³¹¹Alexander K., Market Structures, Technology and European Securities Regulation, in *Strebel-Aerni* (Hrsg.), Finanzmärkte im Banne von Big Data, Schulthess, Zürich, 2012, 34.

კრიზისი ციდან არ ჩამოვარდნილა, ადამიანებმა გამოიწვიეს, უპირველეს ყოვლისა კი – ბანკირებმა. უცვლელად უნდა დადგეს მათი პირადი პასუხისმგებლობის საკითხი³¹² – „ვინც სარგებელს ნახულობს, ზიანზე პასუხისმგებელიც ის უნდა იყოს“.³¹³ არის სხვა პოზიციაც: ზიანის მიმყენებელად ჩათვლილია, პირველ რიგში, ემიტენტი და საექვო ფინანსური პროდუქტების რეალიზატორი მაშინ, როდესაც ბანკები ხშირად „ზიანის მიმყენებელთა მიერ დაზარალებულნი“³¹⁴ რჩებიან.³¹⁵ ჯაჭვის ბოლო რგოლს, ანუ ორმაგად დაზარალებულებს, ინდივიდუალური ინვესტორები წარმოადგენენ: ისინი დაზარალებული არიან არა მხოლოდ თავიანთი ფულის დაკარგვით, არამედ იმით, რომ როგორც გადასახადის გადამხდელებს კრიზისის დასაძლევად სალაროსაკენ უხმობენ.³¹⁶ დაუშვებელია, რომ წარმატება იყოს ინდივიდუალური მიღწევა, ხოლო წარუმატებლობა – სოციალური პრობლემა,³¹⁷ რისი მაგალითებიც გლობალური ფინანსური კრიზისის შედეგად ნათლად გამოვლინდა.

გლობალური ფინანსური კრიზისის მთავარი გამომწვევი მიზეზები უკვე კარგად არის ცნობილი. საერთაშორისო მაკროეკონომიკურმა პოლიტიკამ გამოიწვია დესტაბილიზაციის შემქმნელი იაფი სესხის დაგროვება და მოგების მიღების დესტრუქციული ძიება. გაზრდილმა ფინანსურმა ინოვაციამ, განსაკუთრებით სეკურიტიზაციის მექანიზმების ფორმით, ხელი შეუწყო საკრედიტო რისკების გადატანას კრედიტიდან კაპიტალის ბაზრებზე, რომლებმაც ვერ მოახერხეს მათი ეფექტიანი გადამუშავება და დაიწყეს სისტემური რისკის მაღალი დონის აკუმულირება. თვალსაჩინო იყო გადაჭარბებული რისკების აღება, რომელსაც საფუძვლად ედო გადაგვარებული სტიმულების სტრუქტურა, განსაკუთრებით სარეიტინგო სააგენტოებსა და ბანკებში. მარეგულირებელ სისტემაში მსოფლიოს მასშტაბით არსებულმა ხარვეზებმა თავი იჩინა ასევე ევროპის კავშირში. ევროპის კავშირში მათ დაემატა ის სპეციალური სირთულეები, რომლებიც მომდინარეობს იმ შეუსაბამობიდან, რაც არსებობს ზოგიერთი დიდი საბანკო ჯგუფის ევროპის მასშტაბით საქმიანობასა და ნაციონალურ სახედამხედველო და რეზოლუციის/ლიკვიდაციის რეჟიმებს შორის. აღნიშნულ პრობლემას ხშირად მოიხსენიებენ, როგორც „*global in life, national in death*“-ის (სიცოცხლეში გლობალური, სიკვდილის დროს ნაციონალური). შესაბამისად, ევროპის კავშირში ერთ-ერთ გადამწყვეტ პრობლემას მარეგულირებელი და სახედამხედველო არქიტექტურის დესტრუქციული დისბალანსი წარმოადგენდა. მარეგულირებელი სტრუქტურა ხელს უწყობდა დიდი ევროპული ჯგუფების, რომლებმაც წვლილი შეიტანეს საბანკო ბაზრის გაერთიანებაში, საერთაშორისო საქმიანობას, თუმცა ის ადეკვატურად არ არეგულირებდა საერთაშორისო ზედამხედველობას, კოორდინაციას,

³¹² Lutter M. in Grundmann S., Hofmann C., Möslein F., Finanzkrise und Wirtschaftsordnung, Berlin, 2009, 77.
³¹³ Werder A. V. in Grundmann S., Hofmann C., Möslein F., Finanzkrise und Wirtschaftsordnung, Berlin, 2009, 87.
³¹⁴ „Schädigergeschädigten“.
³¹⁵ Weber M., Die Entwicklung des Kapitalmarktrechts im Jahre 2008, NJW 1-2/2009, 33-39, 33.
³¹⁶ Märker K., Hillesheim R., Brennpunkt Finanzkrise: Anlegerschutz in Deutschland, ZRP 2009, 65-69, 66.
³¹⁷ „Success was individual achievement; failure was a social problem“, Lewis M., The Big Short, Penguin books, London, 2011, 210.

ლიკვიდაციას და დეპოზიტების დაცვას. არ არსებობდა მაკროდონის ზედამხედველობა (*macro-prudential supervision*) და აკუმულირებადი რისკების ადრეული შეტყობინების სისტემები.³¹⁸ ამასთან, ცხადად არ იყო განაწილებული ამოცანები მშობელი და მიმღები სახელმწიფოების საბანკო ზედამხედველებს შორის. მიმღებ სახელმწიფოს ჰქონდა ლიმიტირებული უფლებამოსილებები, ნაციონალური ზედამხედველებს არ ჰქონდათ მანდატი, ემსჯელათ ევროპის მასშტაბით ფინანსურ სტაბილურობაზე.³¹⁹

არსებულ კრიზისს ხშირად მოიხსენიებენ, როგორც „ნდობის კრიზისს“. კრიზისმა ინვესტორთა ნდობის სრული დაკარგვით წარმოაჩინა მნიშვნელოვანი გამოწვევები: 1. არსებული სამართლებრივი ნორმების ეფექტიანი გამოყენების საჭიროება; 2. რეგულატორების მიერ ზედამხედველობისა და კონტროლის განხორციელების დროს კოორდინაციის ამაღლების საჭიროება; 3. კაპიტალის ბაზარზე კომუნიკაციის გაუმჯობესების საჭიროება (ინფორმაციის გამჭვირვალობისა და ინფორმაციული სიმეტრიის უზრუნველყოფა); 4. რეალიზაციის დროს პასუხისმგებლობის გამკაცრება და ტრანზაქციის ხარჯების შემცირება; 5. მიწოდებულ ინფორმაციასა და ინვესტორთა მიერ მისი გამოყენების ცოდნას შორის არსებული წინააღმდეგობის დაძლევა და ა.შ.

კრიზისის პერიოდში მარეგულირებელი ინსტიტუტების წარუმატებლობის საფუძველი გახდა არა მხოლოდ ის, რომ მათ დროულად ვერ შეიცნეს კრიზისის გამომწვევი მიზეზები, არამედ ფაქტი, რომ მარეგულირებლების კოგნიტიური გაგება ბაზრების ფუნქციონირებისა და ბაზრებისა და რეგულირების ურთიერთქმედების შესახებ იყო მცდარი.

გლობალური ფინანსური კრიზისის შემდეგ განსაკუთრებით ცხადი გახდა, რომ აღარ არსებობს ისეთი ცნება, როგორც არის „ნაციონალური ფინანსური სტაბილურობა“. ფინანსური სტაბილურობა უნდა იყოს საერთაშორისო ან სულ მცირე რეგიონალური.³²⁰ მოვლენების განვითარებამ დროის უმცირეს მონაკვეთში ცხადყო, რომ ზოგი საშუალება და ძალა საერთოდ არ არსებობდა, რომელიც გამოსადეგი იქნებოდა ასე სწრაფად განვითარებადი კრიზისის დროს. სიტუაცია განვითარდა ძალიან სწრაფად და არ დატოვა დრო შესაბამისი ქმედებისათვის.³²¹ თუმცა, ამერიკის მთავრობას თავიდან უნდა აეცილებინა „Lehman Brothers“-ის გაკოტრება, ვინაიდან ამან მსოფლიო პანიკა გამოიწვია და დეტონატორის როლი შეასრულა მსოფლიო ფინანსების „ასაფეთქებლად“.

კრიზისის გაკვეთილების შეცნობის შემდეგ, გადამწყვეტია ამ გაკვეთილების საფუძველზე სათანადო მოქმედება და რეაგირება.

გლობალური ფინანსური კრიზისის შემდგომ ორი გზის არჩევა იყო შესაძლებელი: „მეტი ევროპა“ („more Europe“) ან „ნაკლები ევროპა“ („less

³¹⁸ Moloney N., EU Financial Market Regulation after the Global Financial Crisis: “More Europe“ or “More Risks“?, Common Market Law Review 47, 2010, Kluwer Law International, 1317-1383, 1318-1319.

³¹⁹ იქვე, 1320.

³²⁰ Balling M., Lierman F., Van den Spiegel F., Ayadi R., Llewellyn D.T., New Paradigms in Banking, Financial Markets and Regulation?, SUERF Study 2012/2, Vienna 2012, 13.

³²¹ Report and recommendations of the Cross-border Bank Resolution Group - final paper, März 2010, 8, (Nummer 22): <http://www.bis.org/publ/bcbs169.pdf>, ბოლოს გამოსმოხილი: 22.05.2015 .

Europe“). კრიზისის საწყის ეტაპზე თვალსაჩინო იყო „ნაკლები ევროპის“ მიდგომის მხარდაჭერა, რაც გულისხმობდა პასპორტირების სისტემისა და ბანკების მიმართ ადგილობრივი ბაზრების წვდომის შეზღუდვას იმ მოთხოვნით, რომ ამიერიდან მათ ადგილობრივ ბაზრებზე წვდომა მხოლოდ ადგილობრივი შვილობილი კომპანიის მეშვეობით უნდა ჰქონოდათ, რომლებიც ექვემდებარებიან ზედამხედველობის სფეროში ადგილობრივ დანაწესებს. მიუხედავად ამისა, საბოლოო ეტაპზე მარეგულირებელი „მეტი ევროპის“ მიმართულებით წავიდა.³²²

გლობალური ფინანსური კრიზისის შემდგომი ევროპული რეფორმის განმასხვავებელი ნიშანია რეჟიმის სწრაფვა მეტი ცენტრალიზაციისკენ. ცენტრალიზაციის მხარდაჭერი ძალების არსებობა ყოველთვის შეინიშნებოდა ევროპის კავშირში, მაგრამ კრიზისის შემდგომ ეს მიმართულება მნიშვნელოვნად გაძლიერდა. ევროპის კავშირსა და მის წევრ ქვეყნებს შორის ბრძოლა „law on the books“-ზე (დაწერილი სამართალი) მარეგულირებელი კონტროლისთვის დასრულებულია. მაგრამ წნეხი „law in action“-ის (ზედამხედველობა და აღსრულება) უფრო მეტი ჰომოგენურობისა და ცენტრალიზების მიმართულებით იზრდება და ეწინააღმდეგება იმ მკაცრ პრაქტიკულ, პოლიტიკურ, სამართლებრივ და სახელშეკრულებო ძალებს, რომლებმაც შეინარჩუნეს ზედამხედველობა და აღსრულება ნაციონალურ დონეზე. გლობალურმა ფინანსურმა კრიზისმა საფუძველი დაუდო რეგულირების როლის გადაფასებას და დომინანტი დერეგულირების პარადიგმის, შეხედულების უკუგდებას, რომლითაც ხასიათდებოდა უკანასკნელი წლები. რა თქმა უნდა, ამით რეგულირების საფრთხეები, განსაკუთრებით ევროპის მასშტაბით რეგულირების ჰარმონიზებისთვის, არ გამქრალა.³²³ რეგულირება კვლავ რჩება ძვირი და ამასთან შეიცავს ე.წ. „moral hazard“-ის რეალურ რისკს.³²⁴

საერთაშორისო რეფორმის მიმართულებების ასახვის საფუძველზე, თავდაპირველად მარეგულირებელი რეფორმა ევროპის კავშირში ძირითადად დაკავებული იყო კრიზისის მართვის უნარისა და ბაზრის ეფექტიანობის გაუმჯობესებით. რეფორმების საწყის ეტაპზე, მცირე ინვესტორთა ბაზრები ფართოდ იქნა დავიწყებული. ამ მიმართულებით მხოლოდ ერთეული, ინიციატივები იყო თვალსაჩინო, მაგალითად: *Dolceta* ფინანსური განათლების პროგრამის გაფართოება; ახალი *Financial Services Users Group*³²⁵-ის დაფუძნების

³²² Moloney N., EU Financial Market Regulation after the Global Financial Crisis: “More Europe“ or “More Risks“?, Common Market Law Review 47, 2010, Kluwer Law International, 1317-1383, 1325.

³²³ იქვე, 1320-1321.

³²⁴ Moral hazard = სტიმულის ნაკლებობა თავიდან აიცილო რისკი, როდესაც გარანტირებულია დაცვა მისი შედეგებისგან, მაგ. დაზღვევის მეშვეობით.

³²⁵ 2005–2010 წლის ფინანსური მომსახურების პოლიტიკის შესახებ დოკუმენტში ევროპის კომისიამ სახი გაუსვა პოლიტიკის შემუშავების პროცესში ფინანსური მომსახურების მომხმარებელთა პროპორციული მონაწილეობის მნიშვნელობას. ევროპელი ინვესტორების, მომხმარებლებისა და მცირე და საშუალო საწარმოების რეფორმის პროცესში ჩართულობის უზრუნველსაყოფად ევროპის კომისიამ შექმნა Financial Services User Group (FSUG) (ფინანსური მომსახურების მომხმარებელთა ჯგუფი). ჯგუფის მიზანს წარმოადგენს კომისიისთვის რჩევის მიწოდება იმ კანონმდებლობისა და მარეგულირებელი ინიციატივების მომზადების პროცესში, რომელიც გავლენას ახდენს ფინანსური მომსახურების მომხმარებლებზე; რჩევის

ინიციატივა; 2009 წელს დაარსდა *EuroInvestors* (ახლანდელი *EuroFinUse*),³²⁶ რათა მომხმარებელთა ხმა გაეუღერებინა კრიზისის შემდგომ რეფორმების განხილვის დროს; *UCITS* ღირეტივამ განიცადა რამდენიმე რეფორმა, მაგრამ ეს ცვლილებები ჯერ კიდევ 2005 წელს იყო დაგეგმილი; კრიზისის პერიოდში განახლდა ევროპის კომისიის *FIN-USE*; 2009 წლის შემოდგომაზე შემოთავაზებულ იქნა ემისიის პროსპექტის ღირეტივის რეფორმები, მაგრამ ისინი ძირითადად ტექნიკური ხასიათისაა და ეხება ღირეტივის იმ სისუსტეებს, რომლებიც კრიზისის პერიოდში არ გამოვლენილა.³²⁷

რა არის გლობალური ფინანსური კრიზისის შემდგომ გამოვლენილი ხარვეზების საფუძველზე გატარებული ევროპული რეფორმის შედეგი? გლობალური ფინანსური კრიზისის დროს გამოვლენილი ფინანსური ზედამხედველობის მნიშვნელოვანი ნაკლის საფუძველზე 2008 წელს ევროპის კომისიის პრეზიდენტმა *ხოზე მანუელ ბაროზომ* უმაღლესი დონის ექსპერტების ჯგუფს, რომელსაც თავმჯდომარეობდა *ჟაკ დე ლაროსიე*,³²⁸ დაავალა ევროპული საზედამხედველო სისტემის გაუმჯობესების მიმართულებით წინადადებების შემუშავება. ექსპერტთა ჯგუფის მიერ წარმოდგენილი რეკომენდაციების საფუძველზე 2009 წლის ოქტომბერში ფინანსური ზედამხედველობის გასაძლიერებლად შემუშავდა წინადადებები, რომლებიც მიღებულ იქნა ევროპის პარლამენტის მიერ 2010 წლის ნოემბერში. ევროპულმა საზედამხედველო ორგანოებმა ფუნქციონირება დაიწყეს 2011 წლის იანვარში. შედეგად, ევროპის კავშირმა მიიღო ფინანსური ზედამხედველობის ახალი ევროპული სისტემა (*the European System of Financial Supervision (ESFS)*), რომელიც შედგება სამი ევროპული საზედამხედველო ორგანოსგან (*the European Supervisory Authorities (ESAs)*): საბანკო ზედამხედველობის ევროპული ორგანო (*the European Banking Authority (EBA)*), ევროპული საზედამხედველო ორგანო დაზღვევისა და საპენსიო უზრუნველყოფის სფეროში (*the European Insurance and Occupational Pensions*

მიწოდება არჩეული პოლიტიკის პრაქტიკული იმპლემენტაციის მიმართულებით და ა.შ. FSUG-ს ჰყავს 20 წევრი, რომლებიც დანიშნული არიან, რათა წარმოადგინონ მომხმარებლების, მცირე ინვესტორების ან მიკრო საწარმოების ინტერესები და ინდივიდუალური ექსპერტები ფინანსური მომსახურების სფეროში.

³²⁶ „EuroInvestors“ დაარსდა 2009 წელს. 2012 წელს მან სახელი შეიცვალა და გახდა „EuroFinUse“ ანუ ფინანსური მომსახურების მომხმარებელთა ევროპული ფედერაცია (*the European Federation of Financial Services Users*). ის წარმოადგენს საჯარო საერთაშორისო ორგანიზაციას, რომელიც ნაწილობრივ მხარდაჭერას იღებს ევროპის კომისიისგან და რომელიც ევროპის კავშირის დონეზე იცავს ფინანსური მომსახურების მომხმარებლების (მომხმარებლები, მცირე ინვესტორები და ა.შ.) ინტერესებს ევროპული ავტორიტეტების (*European Authorities*) წინაშე. მისი დაარსების დღიდან, ორგანიზაციის მიზანია გლობალური ფინანსური კრიზისის შემდგომ ფინანსური მომსახურების მომხმარებლების ნდობის აღდგენა. ორგანიზაცია თავის თავს ხედავს ევროპის კავშირში ფინანსური ექსპერტიზის დამოუკიდებელ ცენტრად, რომელსაც პირდაპირი სარგებლობა მოაქვს ფინანსური მომსახურების მომხმარებლისთვის, მაგრამ ასევე მარეგულირებლებისა და საჯარო გადაწყვეტილებების მიმღებებისთვის. ორგანიზაცია მოიცავს 50-ზე მეტ ნაციონალურ და საერთაშორისო წევრ და ქვე-წევრ ორგანიზაციას.

³²⁷ *Moloney N.*, *EU Financial Market Regulation after the Global Financial Crisis: “More Europe“ or “More Risks“?*, *Common Market Law Review* 47, 2010, Kluwer Law International, 1317-1383, 1331.

³²⁸ „Jacques de Larosière“.

Authority (EIOPA)), ფასიანი ქაღალდებისა და ბაზრის ევროპული საზედამხედველო ორგანო (*the European Securities and Markets Authority (ESMA)*) (შემდგომში ESMA)), რომლებიც მოქმედებენ ნაციონალური კომპეტენტური ორგანოების ქსელის ფარგლებში (*network of national competent authorities (NCAs)*), ევროპული საზედამხედველო ორგანოების გაერთიანებული კომიტეტისა (*the Joint Committee of the ESAs (JC)*) და სისტემური რისკების ევროპული საბჭოსგან (*European Systemic Risk Board (ESRB)*). სისტემური რისკების ევროპული საბჭო დაფუძნებულია ფრანკფურტში და სამი ევროპული საზედამხედველო ორგანო – საბანკო, ფასიანი ქაღალდებისა და ბაზრების, დაზღვევისა და პენსიების სფეროში – შესაბამისად დაფუძნებულია ლონდონში, პარიზსა და ფრანკფურტში. ახალი ორგანოების ამოცანას არ წარმოადგენს ნაციონალური ზედამხედველების ჩანაცვლება. ნაციონალური ზედამხედველები კვლავ რჩებიან პასუხისმგებელნი მათ ტერიტორიაზე შექმნილი ფინანსური ინსტიტუტების ზედამხედველობაზე, მაგრამ ისინი ვალდებული იქნებიან, ითანამშრომლონ ახალ ევროპულ საზედამხედველო ორგანოებთან.³²⁹

ახალი ევროპული საზედამხედველო ორგანოების მთავარ მიზანს წარმოადგენს ევროპის კავშირის მასშტაბით ფინანსური სისტემის სტაბილურობისა და ეფექტიანობის გაძლიერება. ამ მიზნის მისაღწევად საზედამხედველო ორგანოებს გააჩნიათ შემდეგი ამოცანები:

1. ტექნიკური სტანდარტების, გაიდლაინებისა და რეკომენდაციების შემუშავება. აღსანიშნავია, რომ გაიდლაინები და რეკომენდაციები არა- მბოჭავი ხასიათისაა, მაგრამ აქვთ სპეციფიკური მახასიათებელი, ისინი მოქმედებენ ე.წ. „*comply or explain*“ (დაემორჩილე ან ახსენი) პრინციპის მიხედვით; 2. ევროპის პარლამენტის, საბჭოს და ევროპის კომისიის წინაშე მოსაზრებების გამოთქმა; 3. ნაციონალურ საზედამხედველო ორგანოებს შორის წარმოშობილი დავების გადაწყვეტა; 4. ევროპული სამართლის ტექნიკური დანაწესების თანმიმდევრული გამოყენების უზრუნველყოფაში მონაწილეობის მიღება; 5. კოორდინაციის უფლებამოსილებები კრიტიკული სიტუაციის დროს; 6. ESMA ახორციელებს პირდაპირ საზედამხედველო ძალაუფლებას სარეიტინგო კომპანიებზე; 7. საკუთარი მანდატის განხორციელებისთვის საჭირო ინფორმაციის შეგროვება.³³⁰

აღსანიშნავია, რომ მომხმარებელთა და ინვესტორთა დაცვა ევროპული საზედამხედველო ორგანოების მნიშვნელოვან ამოცანას წარმოადგენს, თუმცა მას დღემდე არ მიენიჭა საკმარისი პრიორიტეტი საზედამხედველო ორგანოების საქმიანობის პროცესში. შესაბამისად, ისმის მოწოდებები, რომ გაძლიერდეს ევროპული საზედამხედველო ორგანოების მუშაობა აღნიშნულ სფეროში და საზედამხედველო ორგანოებმა უფრო მეტად პროაქტიული მიდგომა განახორციელონ მომხმარებელთა და ინვესტორთა დაცვის მიმართ.³³¹

³²⁹ Balling M., Lierman F., Van den Spiegel F., Ayadi R., Llewellyn D.T., *New Paradigms in Banking, Financial Markets and Regulation?*, SUEF Study 2012/2, Vienna 2012, 14.

³³⁰ European Commission, Report from the commission to the European Parliament and the Council on the operation of the European Supervisory Authorities (ESAs) and the European System of Financial Supervision (ESFS), Brussels, 08.08.2014, COM (2014) 509 final, 3.

³³¹ European Commission, Commission staff working document accompanying the document: Report from the commission to the European Parliament and the Council on the operation of the European Supervisory Authorities (ESAs) and the European System of Financial Supervision (ESFS), Brussels, 08.08.2014, SWD

ახალი ევროპული სახედამხედველო ორგანოების დამფუძნებელი რეგულირება მოითხოვს ევროპის კომისიის მიერ 2014 წელს დასკვნის გამოქვეყნებას მათი ფუნქციონირებისა და რეგულირებებით გათვალისწინებული პროცედურების ეფექტიანობის შეფასების შესახებ. შესაბამისად, ევროპის კომისიამ 2014 წლის 8 აგვისტოს გამოაქვეყნა ანგარიში, რომელშიც მოცემულია ევროპული სახედამხედველო ორგანოების ფუნქციონირების შეფასება მათი დაფუძნებიდან 2013 წლის დეკემბრამდე. მიმოხილვის მიხედვით, ევროპული სახედამხედველო ორგანოები დღემდე წარმატებულად მოქმედებენ.³³² მთლიანობაში ანგარიშში დადებითადაა შეფასებული მათი მუშაობა, მაგრამ შეიცავს ასევე ცვლილებების წინადადებებსაც. შეფასების ანგარიში კიდევ ერთხელ უსვამს ხაზს, რომ ფინანსური ხედამხედველობის ამჟამინდელი სტრუქტურა ევროპის კავშირში შეიძლება განხილულ იქნეს, როგორც მხოლოდ კიდევ ერთი ეტაპი ევროპული ინტეგრაციის გრძელ გზაზე. რეალურად არის მოსალოდნელი სახედამხედველო უფლებამოსილებების შემდგომი ცენტრალიზება ევროპულ დონეზე ორგანოების მანდატის მნიშვნელოვანი გაფართოებით.³³³

ახალი ევროპული სახედამხედველო ორგანოების შექმნა შეიძლება გახდეს რეგულირების გაუმჯობესების საფუძველი, მაგრამ სწრაფვა სულ უფრო მეტად დეტალიზებული და კომპლექსური ნორმების შემუშავებისკენ ყოველთვის არ წარმოადგენს ეფექტიან გადაწყვეტას. ხშირად, მარტივი დანაწესები უფრო მეტად ეფექტიანია დასახული მიზნის მიღწევისთვის, განსაკუთრებით თუ გავითვალისწინებთ იმ სირთულეებს, რომლებიც თან ახლავს კომპლექსური ნორმების ხედამხედველობასა და აღსრულებას. ამასთან, რეფორმამ აუცილებლად უნდა დატოვოს საკმარისი ადგილი მადისციპლინებელი ინსტრუმენტებისთვის, საბაზრო დისციპლინის ჩათვლით. რეფორმის პროცესში კერძო სექტორის თვითრეგულირების დადებითი მხარეები არ უნდა იქნეს უგულებელყოფილი. ევროპული სახედამხედველო ორგანოები ქმნიან საფუძველს უკეთესი ხედამხედველობის მისაღწევად, მაგრამ მათ არ უნდა შეზღუდონ ადგილობრივი ექსპერიმენტები მუდმივი ევოლუციის პროცესში მყოფ ბაზრებზე კომპლექსური რისკების მართვის მიმართულებით.³³⁴

ამასთან, უნდა აღინიშნოს, რომ ევროპის კავშირში წვერი სახელმწიფოები და ნაციონალური სახედამხედველო ორგანოები ფინანსური ხედამხედველობის სფეროში კვლავ ცენტრალურ მთამაშეებად რჩებიან. ევროპული სახედამხედველო ორგანოების შექმნის მეშვეობით ხდება მხოლოდ პასუხისმგებელ სახედამხედველო ორგანოებს შორის განსაკუთრებით მჭიდრო ფორმის თანამშრომლობისა და კოოპერაციის მიღწევა. შესაბამისად აქ ვერ

(2014) 261 final, 14-15.

³³²European Commission, Report from the commission to the European Parliament and the Council on the operation of the European Supervisory Authorities (ESAs) and the European System of Financial Supervision (ESFS), Brussels, 08.08.2014, COM (2014) 509 final, 2. აღნიშნული შეფასების უფრო დეტალურად სანახავად იხ. ანგარიშის თანმდევი Staff Working Document.

³³³Ladler M.P., Evaluierung des Europäischen Systems der Finanzaufsicht: Weitere Reformen sind zu erwarten, Zeitschrift für Finanzmarktrecht, 8/2014, 354-356, 356.

³³⁴Moloney N., EU Financial Market Regulation after the Global Financial Crisis: “More Europe“ or “More Risks“?, Common Market Law Review 47, 2010, Kluwer Law International, 1317-1383, 1373.

იქნება საუბარი მულტინაციონალური თუ სისტემურად მნიშვნელოვანი ფინანსური ინსტიტუტების ნამდვილად ევროპულ ზედამხედველობაზე.³³⁵ ამიტომ, ევროპული საზედამხედველო სისტემის შექმნის ფაქტი, რომლითაც ასე ძლიერ ამაყობს ევროპელი მარეგულირებელი, რეალურად არ წარმოადგენს ევროპულ ზედამხედველობას. ის მხოლოდ ქმნის ნაციონალური საზედამხედველო ორგანოების თანამშრომლობის ადგილს და წარმოადგენს მოჩვენებით რეგულაციურ მარეგულირებელ ნაბიჯს.³³⁶

საყოველთაოდ აღიარებულია, რომ აუცილებლად იქნება შემდეგი კრიზისი, მაგრამ არავინ იცის როდის ან რა ფორმით.³³⁷ სადავო აღარ არის ფინანსური რეგულირების ზოგიერთ ასპექტებში პარადიგმის ცვლილების საჭიროება. ახალი მიდგომის კონტურები ნელ-ნელა იკვეთება და ნათელი ხდება. მარეგულირებლების მხრიდან რაღაც დოზით ხდება იმ სისტემის კომპლექსურობის, ფრაგმენტულობის, ურთიერთდამოკიდებულების აღიარება, რომლის რეგულირებასაც ისინი ცდილობენ. მიუხედავად ამისა, მარეგულირებელ რეჟიმში უფრო მეტი მოქნილობის, მრავალფეროვნების, სიახლის შემოტანის მაგივრად, პოლიტიკის დინამიკა დღესდღეობით უბრუნდება იერარქიულ რეგულირებას, რაც მიზნად ისახავს ევროპის კავშირის მასშტაბით როგორც ბაზრების, ასევე სხვა მარეგულირებელი მონაწილეების ჰარმონიზებულ კონტროლს დეტალიზირებული დანაწესების მეშვეობით. აღნიშნული დინამიკა, რომელიც ამოძრავებს პოლიტიკურ პროცესებსა და მიმდინარე რეფორმებს, განსაკუთრებით გასაგებია გლობალური ფინანსური კრიზისის ფონზე, მაგრამ არსებობს მნიშვნელოვანი საფრთხე იმისა, რომ მოხდეს ისედაც კომპლექსურ სისტემაში ახალი მოუქნელობის შემოტანა.³³⁸

III. კაპიტალის ბაზარზე მცირე ინვესტორთა დაცვის ევროპული ინსტრუმენტები და ინვესტორთა დაცვის ქართული კანონმდებლობა – 2007 წლის ფინანსურ კრიზისამდე პერიოდი

„ცნობილია, რომ ადამიანის ბუნებას ახასიათებს აწმყოში არსებულ კითხვებზე პასუხების წარსულში ძიება“.³³⁹ პრობლემატურია ის, რომ მხოლოდ იშვიათ შემთხვევებში აწყდება ადამიანი აბსოლუტურად იდენტურ სიტუაციებს, თუმცა, ეს დაკვირვების შედეგად მაინც იძლევა გარკვეული დასკვნების გაკეთების საშუალებას.³⁴⁰ ინვესტორთა დაცვის მიზნით ფინანსურ კრიზისამდე განხორციელებული ქმედებებისთვის თვალის გადავლებას შეუძლია შედარებით ცხადყოს ის ჩარჩოები, რომელთა ფარგლებშიც მიმდინარეობს და უნდა მიმდინარეობდეს ფინანსური კრიზისის შემდეგ ახალი

³³⁵Thiele A.,Finanzaufsicht, Jus Publicum, Bank 229, Mohr Siebeck, Tübingen, 2014, 529.

³³⁶იქვე, 569.

³³⁷Black J.,Restructuring Global and EU Financial Regulation: Character, Capacities, and Learning, in Wymeersch E., Hopt K.J., Ferrarini G. eds., Financial Regulation and Supervision: A post-Crisis Analysis, Oxford University Press, Oxford, 2012, 3.

³³⁸იქვე, 3-4.

³³⁹Ohne Autor, Zeitschrift für das gesamte Kreditwesen, 3/2010, 116, 116.

³⁴⁰იქვე, 116.

სამართლებრივი რეგულაციებისა და რეფორმების გატარების პროცესი.³⁴¹ შესაბამისად, სადისერტაციო ნაშრომში თავდაპირველად განხილულია გლობალურ ფინანსურ კრიზისამდე არსებული რეალობა, რათა შესაძლებელი გახდეს მცირე ინვესტორთა ევროპული ბაზრის პოლიტიკის ევოლუციის ისტორიულ-ლოგიკური ანალიზი, კერძოდ კი – რატომ და როგორ მივიდა მცირე ინვესტორთა დაცვის ევროპული სისტემა იმ ფორმამდე, რომელშიც დღეს იმყოფება. ამას გარდა, ინვესტორთა დაცვის ევროპული სისტემის შესწავლა გლობალურ ფინანსურ კრიზისამდე პერიოდში საშუალებას მოგვცემს ფართო კონტექსტში წარმოვიდგინოთ გლობალური ფინანსური კრიზისის შემდგომ განხორციელებული რეფორმების არსი.

შესაბამისად, სადისერტაციო ნაშრომის ეს თავი შეეხება ინვესტორთა დაცვის ევროპულ სამართლებრივ სისტემას 2007 წლის გლობალურ ფინანსურ კრიზისამდე და განსაკუთრებულ აქცენტს გააკეთებს ინფორმაციული ღიაობისა და ინვესტორთა კონსულტაციის ევროპულ ნორმებზე, რა სახითაც ის არსებობდა გლობალური ფინანსური კრიზისის შემდგომ გატარებულ რეფორმებამდე.

III.1. კაპიტალის ბაზრის ევროპული სამართალი და ინვესტორთა დაცვა

კაპიტალის ბაზრის სფეროში მარეგულირებელი დანაწესები დღესდღეობით უმეტესწილად ბრიუსელიდან განისაზღვრება.³⁴² ამასთან, საქმე ეხება სამართლებრივ დანაწესებს, რომლებიც არ წარმოადგენს მხოლოდ ცალკეული წევრი სახელმწიფოების სამართლებრივი დანაწესების კრებულს, არამედ ქმნის დამოუკიდებელ მარეგულირებელ სტრუქტურას.³⁴³ ერთიანი ევროპული ბაზრის შექმნის სამართლებრივი საფუძველი მოცემულია *Treaty on the functioning of the European Union*–ის (TFEU) (ხელშეკრულება ევროპის კავშირის ფუნქციონირების შესახებ) 26-ე და 27-ე მუხლებში. ერთიანი ევროპული ბაზრის მნიშვნელოვან ნაწილს კაპიტალის ბაზარი შეადგენს.³⁴⁴ ევროპელი მარეგულირებელი კაპიტალის ბაზრის სამართლებრივი აქტების გამომშვეთვით, მიზნად ისახავს ერთიანი ფინანსური ბაზრის შექმნას. ამით ის, ერთი მხრივ, ახდენს ბაზრის ფუნქციონირების უნარის უზრუნველყოფას და, მეორე მხრივ, ინვესტორების დაცვას.³⁴⁵

ევროპული ეკონომიკური გაერთიანების დაფუძნების შესახებ თავდაპირველი ხელშეკრულება – *Treaty establishing the European Economic Community (TEEC)*³⁴⁶ – არ შეიცავდა დანაწესებს ევროპული კაპიტალის ბაზრის შესახებ. მიუხედავად ამისა, ევროპის კომისია და საბჭო 1957 წელს ევროპის

³⁴¹ Assmann H. D., Konzeptionelle Grundlagen des Anlegerschutzes, ZBB Heft 2 1989, 49-63, 53.

³⁴² Thieme J., Wertpapierdienstleistungen im Binnenmarkt, Studien zum Bank- und Kapitalmarktrecht, Nomos, Baden-Baden, 2008, 33.

³⁴³ იქვე, 33.

³⁴⁴ იქვე, 34.

³⁴⁵ Laimer S., Perathoner C., Anlegerschutz durch Kapitalmarktregulierung in der Finanzkrise, in Hilpold P., Steinmair W. (Hrsg.), Neue europäische Finanzarchitektur, Springer-Verlag, Berlin- Heidelberg, 2014, 145-147.

³⁴⁶ „Vertrag zur Gründung der Europäischen Wirtschaftsgemeinschaft“.

ეკონომიკური გაერთიანების დაფუძნების მომენტიდან აცხადებდა, რომ ნაციონალური სამართლებრივი სისტემები ჰარმონიზებული უნდა ყოფილიყო, რათა ერთიანი ბაზრის³⁴⁷ შექმნა გამხდარიყო შესაძლებელი.³⁴⁸

მარტივად რომ წარმოვიდგინოთ კაპიტალის ბაზრის ევროპული სამართლის განვითარება, შესაძლებელია ეტაპებად დავყოთ ევროპული კაპიტალის ბაზრის სამართლის განვითარების გზაზე გადამწყვეტი მნიშვნელობის მქონე მოვლენები: 1. *Segre-Bericht* (1966) – გამოიკვლია კაპიტალის ბაზრებზე არსებული პრობლემები, ნაციონალური კაპიტალის ბაზრების მდგომარეობა, შეიმუშავა წინადადებები; 2. საბირჟო და პროსპექტის სამართლის კოორდინაცია (1979–1982) – იწყება წევრი სახელმწიფოების სამართლის დანაწესების ერთმანეთთან დაახლოება;³⁴⁹ 3. თეთრი წიგნი ერთიანი ბაზრის შესახებ 1985³⁵⁰ – ფინანსური მომსახურების ლიბერალიზაცია; ამასთან, მნიშვნელოვანი ნაბიჯი გადაიდგა ევროპული ფინანსური ინტეგრაციისა და ერთიანი ბაზრის გაღრმავების მიმართულებით; 4. ფინანსური ინსტიტუტების ზედამხედველობა;³⁵¹ 5. ფასიანი ქაღალდების სამართლის ჰარმონიზაცია (1988–1993);³⁵² 6. ფინანსური მომსახურების სამოქმედო გეგმა 1999³⁵³ – ევროპის კომისიას სურდა ევროს ვალუტის შემოღება გამოეყენებინა იმისთვის, რომ ევროპის კავშირი აღეჭურვა თანამედროვე ფინანსური სისტემით. გეგმა ითვალისწინებდა მრავალ პრიორიტეტს ერთიანი ფინანსური ბაზრისთვის, მათ შორის საერთო დანაწესებს ფასიანი ქაღალდებისა და დერივატების ინტეგრირებული ბაზრებისთვის; 7. *ლაშფალუზის* ანგარიში 2000 – შეაფასა ევროპული კაპიტალის ბაზრის განვითარება და სამართლებრივი დანაწესების იმპლემენტაციის ახალი სისტემა, რათა შესაძლებელი გამხდარიყო ფასიანი ქაღალდების სფეროში ახალი რეგულირებების სწრაფი იმპლემენტაცია და მათი ერთგვაროვანი გამოყენება ნაციონალური მარეგულირებელი ორგანოების მიერ; 8. პროსპექტისა და ფასიანი ქაღალდების სამართლის ახალი რეგულირებები (2003–2007);³⁵⁴ 9. თეთრი წიგნი ფინანსური მომსახურების პოლიტიკის შესახებ 2005 – წარმოადგენდა პროსპექტისა და ფასიანი ქაღალდების სამართლის ჩატარებული რეფორმის მხოლოდ გამეორებას და შეიცავდა უკეთესი რეგულირების მიზნის განცხადებას; 10. *დელაროსის* ანგარიში 2009 – გლობალური ფინანსური კრიზისის ფონზე უნდა

³⁴⁷ „Binnenmarkt“.

³⁴⁸ *Veil R.*, *Europäisches Kapitalmarktrecht*, 2. Auflage, Mohr Siebeck, Tübingen, 2014, 2.

³⁴⁹ შეიქმნა ისეთი დირექტივები, როგორიც არის: „Börsenzulassungsrichtlinie (79/279/EG)“, „Börsenzulassungsspekttrichtlinie (80/390/EWG)“, „Zwischenberichtsrichtlinie (82/121/EWG)“.

³⁵⁰ „Weissbuch über die Vollendung des Binnenmarkts 1985“.

³⁵¹ „OGAW Richtlinie (85/611/EWG)“.

³⁵² შეიქმნა ისეთი დირექტივები, როგორიც არის: „Transparenzrichtlinie (88/627/EWG)“, „Emissionsprospektrichtlinie (89/298/EWG)“, „Insiderrichtlinie (89/592/EWG)“, „Wertpapierdienstleistungsrichtlinie (93/22/EWG)“.

³⁵³ „Aktionsplan für Finanzdienstleistungen (1999)/Financial Services Action Plan – FSAP (1999)“.

³⁵⁴ 1979-1982 წლებში გამოცემული სამი დირექტივისა და 88/627/EWG დირექტივის კოდიფიცირება მოხდა 2011 წლის 28 მაისს ახალ „Kapitalmarktpublizitätsrichtlinie“ დირექტივაში, მაგრამ მნიშვნელოვანი შინაარსობრივი რეფორმა არ განხორციელებულა. ამ პერიოდში შეიქმნა ისეთი დირექტივები, როგორიც არის: „Marktmissbrauchsrichtlinie 2003/6/EG“, „Prospektrichtlinie 2003/71/EG“, „Richtlinie über Märkte für Finanzinstrumente (MiFID) 2004/39/EG“, „Transparenzrichtlinie 2004/109/EG“.

შემუშავებულიყო წინადადებები ევროპის ფინანსური ბაზრების შემდგომი რეგულირებისა და ზედამხედველობის შესახებ. ჯგუფმა შეიმუშავა ახალი ევროპული საზედამხედველო სისტემა; 11.ევროპული ზედამხედველობის გზაზე (2009–2011) – შეიქმნა *EBA, EIOPA, ESMA*; 12.სარეიტინგო სააგენტოების რეგულაცია (2009–2013) – 2009 წლის 16 სექტემბერს ევროპის კომისიამ და საბჭომ გამოსცა სარეიტინგო სააგენტოების შესახებ რეგულაცია, რომელიც ძირითადად შეიცავდა ღიაობის დანაწესებსა და ეხებოდა ინტერესთა კონფლიქტის საკითხებს. ევროპის კომისიის წინადადება ევროპის პარლამენტმა მიიღო 2010 წლის 15 დეკემბერს (*CRA-II*), რომლითაც სარეიტინგო სააგენტოები დაექვემდებარნენ *ESMA*-ს ზედამხედველობას. საბოლოოდ 2013 წლის მაისში გამოქვეყნებულ იქნა შემდეგი ცვლილებები (*CRA-III*); 13.დირექტივების გადამუშავება (2009 წლიდან) - ინვესტორთა დაცვის გაუმჯობესების მიზნით მოხდა ემისიის პროსპექტის შესახებ დირექტივის გადახედვა (დირექტივა *2010/73/EU*), 2011 წლის 25 ოქტომბერს გამჭვირვალობის შესახებ დირექტივის გადახედვა (*TD-II*), *MiFID*-ის რეფორმა *MiFID-II* და *MiFIR*-ის სახით და ა.შ.; 14.ბირჟის გარე დერივატების (*OTC-derivatives*) რეგულაცია (2012) – მიზნად ისახავს შექმნას უფრო მეტი გამჭვირვალობა და უფრო უსაფრთხო გახადოს დერივატების ბაზრები ევროპაში, ასევე მიზნად ისახავს, რომ მომავალში დერივატები რეგულირებად ბაზარზე გაიყიდოს.³⁵⁵

კაპიტალის ბაზრის ევროპული სამართლის სუსტ წერტილს კაპიტალის ბაზრის სამართლებრივი დარღვევების სანქცირება წარმოადგენს. ევროპაში ამ საკითხთან დაკავშირებით სხვადასხვა ინსტრუმენტები არსებობს: ადმინისტრაციული ან სისხლისსამართლებრივი სანქციები შესაბამისი სახელმწიფო ორგანოს მიერ, ან სამართალდარღვევის გასაჯაროება, ე.წ. „*naming and shaming*“ (დასახელება და შერცხვენა). აშშ-ის კაპიტალის ბაზრის სამართლის მაგალითზე, რომელიც დიდ მნიშვნელობას ანიჭებს სამართლის აღსრულებას კერძო აღსრულების მეშვეობით, კერძო სამართლებრივი სანქციები, დაზარალებული ინვესტორების წინაშე პასუხისმგებლობა ბოლო რამდენიმე წლის განმავლობაში სულ უფრო მეტ მნიშვნელობას იძენს. იმისათვის, რომ ამან იმუშაოს, რა თქმა უნდა, საჭიროა კარგად ფუნქციონირებადი კერძო საპროცესო სამართალი, კოლექტიური სამართალდაცვის შესაძლებლობის ჩათვლით. მაშინ, როდესაც ევროპის კავშირში ნაციონალურ კანონმდებელს მრავალ სფეროში ევროპული დანაწესების არსებობის გამო თითქმის საერთოდ აღარ რჩება ნაციონალური რეგულირების შესაძლებლობა, ევროპის კავშირის სამართლებრივი აქტები კაპიტალის ბაზრის სამართლებრივი დანაწესების დარღვევის სანქცირებასთან დაკავშირებით შეიცავენ მხოლოდ საპროგრამო, საბაზისო მოთხოვნებს.³⁵⁶

საბოლოოდ, ევროპა მიდის ერთიანი ევროპული კაპიტალის ბაზრის სამართლის შექმნისკენ, ნელ-ნელა გადადის მაქსიმუმი ჰარმონიზაციის რეჟიმში და უფრო მეტ რეგულაციებს იღებს, ვიდრე დირექტივებს. რაც

³⁵⁵Veil R., *Europäisches Kapitalmarktrecht*, 2. Auflage, Mohr Siebeck, Tübingen, 2014, 2-21.

³⁵⁶Laimer S., *Perathoner C.*, Anlegerschutz durch Kapitalmarktregulierung in der Finanzkrise, in *Hilpold P., Steinmair W.* (Hrsg.), *Neue europäische Finanzarchitektur*, Springer-Verlag, Berlin- Heidelberg, 2014, 150.

შეეხება სამართლის იმპლემენტაციის დონეს, ამჟამად ევროპული ზედამხედველობა ხორციელდება მხოლოდ სარეიტინგო კომპანიებთან დაკავშირებით. სხვა შემთხვევებში, ახალი ევროპული საზედამხედველო ორგანოები მოქმედებენ „watch-the-watchers“ (ზედამხედველების ზედამხედველობა) მოდელის მიხედვით და ახორციელებენ მხოლოდ კოორდინაციის ფუნქციებს, თუმცა ახალი საზედამხედველო ორგანოებისთვის მინიჭებული ინსტრუმენტების არსენალი იძლევა იმის შესაძლებლობას, რომ ეტაპობრივად მოხდეს მათი როლის გაძლიერება და უზრუნველყოფილ იქნეს სამართლის ერთიანი გამოყენება ნაციონალური ორგანოების მიერ.³⁵⁷

III.2. მცირე ინვესტორთა დაცვის ევროპული ინსტრუმენტები

ევროპა ყოველთვის ისწრაფვის, იყოს საუკეთესო და დიდი გამოწვევების წინაშე აყენებს თავს. როგორც 2010 წელს ევროპის კომისიის შიდა ბაზარზე და მომსახურებაზე პასუხისმგებელი კომისარი, მიშელ ბარნიერი აღნიშნავდა: „ჩემი მესიჯი იყო და რჩება: ევროპა არ წარმოადგენს არჩევანს, ის საჭიროებაა.“³⁵⁸ ევროპას არ სურს იყოს სხვა დიდი ძალების სუბ-პარტნიორი. მას უნდა, რომ მართავდეს და არა უკან ჩამორჩებოდეს. ევროპამ მსოფლიოში საუკეთესო სტანდარტები და სამუშაო პირობები უნდა შემოგეთავაზოს, უნდა მოახდინოს მსოფლიო ეკონომიკის ფორმირება და არა თვითონ იქნეს ფორმირებული მის მიერ.³⁵⁹ მაგრამ ამისთვის საჭიროა ევროპის კავშირში საქმის წარმოების გამარტივება, უცხოური ინვესტიციების მოზიდვა. ძირითადი მიზანია ნაკლები ბიუროკრატია და მეტი მოქმედება.³⁶⁰

კაპიტალის ბაზარზე სხვადასხვა მაქინაციები ყოველთვის მნიშვნელოვანი სტიმული და არგუმენტია ბაზრის მონაწილეთა დაცვის მიზნით ბაზრის რეგულირების გაზრდისთვის, თუმცა რეგულირების მთავარ მიზანს წარმოადგენდა, რომ ბაზარს თავისი მიზანი შეესრულებინა, კერძოდ მოეზიდა და გაენაწილებინა კაპიტალი და ინვესტიციები. ბაზარი უნდა იყოს ეკონომიკისთვის ინვესტიციების მოზიდვის საშუალება. მოვლენები კაპიტალის ბაზარზე ძალიან სწრაფად ვითარდება. აქციების ფასების დაცემა, კაპიტალიზაციის შემცირება, კურსის ცვლა და ა.შ. ხდება არა საათებში, არამედ წამებში. შესაბამისად რეგულირება ჩქარა რეაგირებადი და მოქნილი სისტემის საფუძველზე უნდა ხორციელდებოდეს. ბოლო ათწლეულების განმავლობაში განვითარდა კაპიტალის ბაზრის რეგულირების სპეციფიკური პრაქტიკა, სადაც სახელმწიფო რეგულირება და თვითრეგულირება ერთმანეთთანაა შეთანხმებული.

³⁵⁷ Veil R., Europäisches Kapitalmarktrecht, 2. Auflage, Mohr Siebeck, Tübingen, 2014, 100.

³⁵⁸ „My message was and remains: Europe is not an option, it is a necessity“, Interview with Commissioner Michel Barnier: http://ec.europa.eu/internal_market/smn/smn57/docs/interview_barnier_en.pdf, ბოლოს გამოხმობილი 22.05.2015.

³⁵⁹ „Shaping the global economy, not being shaped by it“.

³⁶⁰ Homepage der Europäischen Union, Press Releases, The Speech of Michel Barnier Member of the European Commission responsible for Internal Market and Services, Making Europe an attractive place to do business, London, 2 March 2010, ხელმისაწვდომია: <http://europa.eu/rapid/pressReleasesAction.do?reference=SPEECH/10/54&format=HTML&aged=0&language=D&guiLanguage=de>, ბოლოს გამოხმობილი 22.05.2015.

რეგულირების ევროპული ფოლოსოფია ამერიკულს ეყრდნობა.³⁶¹ ამერიკული კაპიტალის ბაზარი ევროპული რეგულირების ფილოსოფიის მთავარ მაგალითს წარმოადგენდა. ამერიკული კაპიტალის ბაზარი მისდევს კაპიტალის ბაზრის მკაცრად ცენტრალისტურ კონტროლს. ევროპის კავშირი არ გაჰყვა ამ პოლიტიკას და დეცენტრალიზებული ფინანსური ზედამხედველობა აირჩია, რომელიც სამუშაოს გადანაწილებით უნდა იქნეს გარანტირებული. ამას გარდა, აშშ-ში ინდივიდუალური ინვესტორები ფართო უფლებებით სარგებლობენ, მათ შეუძლიათ ზიანის ანაზღაურების მოთხოვნა. ევროპის კავშირში ინვესტორთა უფლებების განხორციელება შესაძლებელია მხოლოდ ნაციონალური სამართლებრივი სისტემების დანაწესების ფარგლებში.

1986 წლიდან დაიწყო კაპიტალის ბაზრის ევროპული სამართლის აქტიური განვითარება, როდესაც მიღებული იქნა მნიშვნელოვანი დირექტივები ბანკების, ბირჟებისა და დაზღვევის ზედამხედველობის სამართლის სფეროში. ჩამოყალიბდა წარმოდგენა „ევროპული პასპორტის“ თაობაზე, რომელიც ფინანსური მომსახურების გამწვევ პირებს უხსნიდა გზას შიდა ბაზარზე, თუმცა ამ მიზნის განხორციელება პრაქტიკაში მხოლოდ 2003 წლის ემისიის პროსპექტის შესახებ დირექტივით მოხდა.³⁶²

მნიშვნელოვანია ასევე ევროპის კომისიის მიერ 1999 წელს გამოცემული მოქმედების გეგმა (FSAP), რომლის მიზანსაც ევროპული საფინანსო ბაზრის ინტეგრაცია და, უპირველეს ყოვლისა, საერთაშორისო კონტექსტში მისი კონკურენციის უნარის გაძლიერება წარმოადგენდა. ამ მიმართულებით სამოქმედო გეგმა იყო პასუხი ბაზრების გლობალიზაციაზე.³⁶³ რადგან ამ გეგმით გათვალისწინებული ღონისძიებების განხორციელება მძიმე ბიუროკრატიული პროცესებით დროში ძალიან გაიწელა, ეკონომიკური და ფინანსური საკითხების ევროპულმა საბჭომ (საზოგადოდ ცნობილია როგორც *ECOFIN*) დაავალა ბარონ *ალექსანდერ ლამფალუსს* და „დამოუკიდებელ ექსპერტთა კომისიას“, სიტუაციის შეფასება და რეკომენდაციების წარმოდგენა, რათა დაჩქარებულიყო გეგმით გათვალისწინებულ ღონისძიებათა გატარების პროცესი.³⁶⁴ 2001 წლის 15 თებერვალს კომისიამ თავის მოხსენებაში აჩვენა ფასიანი ქაღალდების საკანონმდებლო სისტემაში არსებული ნაკლოვანებები.

რეალურად ევროპის კავშირი მნიშვნელოვნად ჩამორჩებოდა აშშ-ს ფასიანი ქაღალდების ბაზრების კანონმდებლობის განვითარებაში. ბოლო ათწლეულის განმავლობაში ფასიანი ქაღალდების ბაზრების მიმართულებით ევროპის კავშირის მარეგულირებელი უნარის განვითარების ორი გადამწყვეტი მომენტი არსებობს: 1. ფინანსური სტაბილურობის მოქმედების გეგმა და ლამფალუსის რეფორმა (*FSAP; the Lamfalussy reform*); 2. გლობალური ფინანსური კრიზისი, რომელსაც მოჰყვა ე.წ. *დე ლაროსიეს* რეფორმა.³⁶⁵ ფინანსური სტაბილურობის

³⁶¹ Kessler J., Micklitz H.W., Anlegerschutz in Deutschland, Schweiz, Grossbritannien, USA und der Europäischen Gemeinschaft, Baden-Baden, 2004, 270.

³⁶² იქვე 271 f.

³⁶³ იქვე 274 f.

³⁶⁴ Ferrarini G., Wymeers E., Investor Protection in Europe: Corporate Law Making, the MiFID and beyond, Oxford University Press, Oxford, 2006, 186.

³⁶⁵ Quaglia L., The European Union and Global Financial Regulation, Oxford University Press, Oxford, 2014, 58.

მოქმედების გეგმამ და ლამფალუზის რეფორმამ ევროპის კავშირში შექმნა ახალი იმპულსი ფასიანი ქაღალდების ბაზრების ინტეგრაციისთვის.³⁶⁶

2004 წლის 21 აპრილს ევროპის პარლამენტმა და საბჭომ მიიღო ფინანსური ბაზრების ახალი დირექტივა (*MIFID*),³⁶⁷ რომელიც ძალაში შევიდა 2007 წლის ნოემბერში. *MIFID*-ი შეიცავს მნიშვნელოვან პრინციპებს, რომელთა საფუძველზეც უზრუნველყოფილ უნდა იყოს სამართლიანი, კონკურენტუნარიანი, გამჭვირვალე, ეფექტიანი და ინტეგრირებული ევროპული ფინანსური ბაზარი. დირექტივის მიზანს წარმოადგენს ისეთი გარემოს შექმნა, რომელსაც შესწევს უნარი, უზრუნველყოს ინვესტორთა დაცვა და ამასთან დარჩეს საკმაოდ მოქნილი, რათა გაითვალისწინოს ახალი ბაზრებისა და მომსახურების შემოღება.³⁶⁸

ევროპის კავშირი კონცეპტუალურად მიჰყვება ამერიკული ფინანსური კანონმდებლობის ხაზს და ევროპული კაპიტალის ბაზრის სამართლის უმთავრეს მიზნად ინფორმაციულ ღიაობას აღიარებს, რომელიც „disclosure“-ის ამერიკული ფილოსოფიიდან გამომდინარეობს. ღიაობის ფილოსოფია მთავარი საფუძველი და დამახასიათებელი ელემენტი გახდა ამერიკული კაპიტალის ბაზრის სამართლისათვის.³⁶⁹ რეგულირებით დასახული მიზნების მისაღწევად კანონმდებლის მთავარ ამოცანას წარმოადგენდა საინფორმაციო ვალდებულებების უზრუნველყოფა.³⁷⁰ კანონმდებლის წარმოდგენა, რომ ღიაობას შეუძლია მხოლოდ სარგებლის მოტანა და არა ზიანის გამოწვევა, არასწორია. კაპიტალის ბაზრის საინფორმაციო მოდელი, იმ ფორმით რა ფორმითაც ის დღეს არსებობს, არ არის სათანადო, რათა მიადწიოს კანონმდებლის მიერ დასახულ მიზნებს და იგი მნიშვნელოვან შინაგან საზღვრებს ექვემდებარება. განსაკუთრებით ეს ეხება მცირე ინვესტორებს, რომლებიც, მას შემდეგ რაც გადაწყვეტენ კაპიტალის ბაზარზე მონაწილეობას, თითქმის არ იყენებენ მიწოდებულ ინფორმაციას და უმეტეს შემთხვევაში რჩევაზე დამოკიდებული არიან.³⁷¹

³⁶⁶ *Quaglia L.*, *The European Union and Global Financial Regulation*, Oxford University Press, Oxford, 2014, 62.

³⁶⁷ „Markets in Financial Instruments Directive“.

³⁶⁸ *Ferrarini G., Wymeers E.*, *Investor Protection in Europe: Corporate Law Making, the MiFID and beyond*, Oxford University Press, Oxford, 2006, 164.

³⁶⁹ მოსამართლე *ლუის ბრანდებობ (Justice Louis D. Brandeis)* ცნობილი წინადადების: „Publicity is justly commended as a remedy for social and industrial diseases. Sunlight is said to be the best of disinfectants; electric light the most efficient policeman“ საფუძველზე აშშ-ში მოხდა მოცულობითი საინფორმაციო ვალდებულებების შექმნა, რათა შემოეტანა „სინათლე სიბნელეში“. *Stahl C.*, *Information overload am Kapitalmarkt, Arbeiten zum Internationalen Wirtschafts und zur Wirtschaftsregulierung*, Band 55, Nomos, Baden-Baden, 2013, 30.

³⁷⁰ *Stahl C.*, *Information overload am Kapitalmarkt, Arbeiten zum Internationalen Wirtschafts und zur Wirtschaftsregulierung*, Band 55, Nomos, Baden-Baden, 2013, 68.

³⁷¹ თუმცა, ნაკლებად ცნობილი არის ამერიკული კაპიტალის ბაზრის სამართლის სპეციალისტის *ლობს (Loss)* გამონათქვამი: „The length and complexity of some of the SEC prospectuses make one wish that Brandeis had recognized that excessive sunlight can cause skin cancer“ (*Loss*, *Fundamentals of Securities Regulation*, 2nd Edition 1988, 32), რომელიც მიუთითებს ზედმეტი ინფორმაციის კონტრპროდუქტიულ ეფექტზე. *Stahl C.*, *Information overload am Kapitalmarkt, Arbeiten zum Internationalen Wirtschafts und zur Wirtschaftsregulierung*, Band 55, Nomos, Baden-Baden, 2013, 76.

მნიშვნელოვანი განსხვავებები ჩნდება იმ მანერაში, რომლითაც ევროპის კავშირში „disclosure“-ის პოლიტიკაა გარანტირებული. ამერიკული კაპიტალის ბაზარი მისდევს კაპიტალის ბაზრის მკაცრად ცენტრალიზებულ კონტროლს ორგანოთი, რომელსაც ფართო მაკონტროლებელი უფლებამოსილებები გააჩნია. ევროპის კავშირმა დისტანცია დაიჭირა ევროპული საზედამხედველო ორგანოს იდეისგან და გაძლიერებულად და ინტენსიურად მუშაობდა ფინანსური ბაზრის ინტეგრირებულ ზედამხედველობაზე, რომლის გარანტირებაც ხდება სამუშაოს განაწილებით, მაგრამ რომელშიც არ არსებობს კომისიის წამყვანი როლი ევროპული კაპიტალის ბაზრის კონტროლისთვის. ევროპის კავშირში ფასიანი ქაღალდების რეგულირების შესაფერისი სტრუქტურის შესახებ მასობრივი პოლიტიკური დებატები ხშირად ეხებოდა იმას, უნდა არსებობდეს თუ არა „ევროპული SEC-ი“.³⁷² ვინაიდან ევროპაში საინვესტიციო და საბაზრო საქმიანობა დიდი ხანია გასცდა ნაციონალურ საზღვრებს და რეგულირების პრობლემებმა აშკარად მოიცვა მთლიანი ევროპული სივრცე, მოიძებნა მრავალი არგუმენტი ერთიანი რეგულატორის სასარგებლოდ, მაგრამ ბუნებრივი შიში მდგომარეობდა იმაში, რომ წევრი ქვეყნები დაკარგავდნენ ფასიანი ქაღალდების კანონების პოლიტიკაზე გავლენას ამ ძალაუფლების ცენტრალიზებული დაწესებულებისათვის გადაცემით. არსებობდა ასევე სერიოზული ნორმატიული დეღვა – ერთადერთი „მონოპოლისტი“ რეგულატორის არჩევა ზრდის საფრთხეს, რომ მოხდება გადახვევები ისეთი მიზნებიდან, როგორცაა სამართლიანობა და ეფექტიანი მოქმედების უნარი.³⁷³

ევროპის კომისიის მიზანს წარმოადგენს საბანკო, სადაზღვევო და კაპიტალის მომსახურების ერთობლივი ბაზარი. ასეთი შიდა ბაზარი თავისი ფუნქციონირების ეფექტიანობისთვის, როგორც ჩანს, საჭიროებს კაპიტალის ბაზრის ზედამხედველობის გარკვეულ ცენტრალიზებას. ევროპის კავშირის სამართალი ინვესტორთა დაცვის კუთხით, ინდივიდუალური და ინსტიტუციონალური ინვესტორების სამართლებრივი პოზიციის ფორმირების მიმართულებით დეფიციტური რჩებოდა.³⁷⁴

ლამფალუხის სტრუქტურის მნიშვნელოვანი მიზანი, ევროპული ფასიანი ქაღალდების ბაზრის მოქნილი რეგულირება, ვერ იქნა მიღწეული.

მიუხედავად იმისა, რომ კაპიტალის ბაზრის სამართალი ფართოდ არის უკვე ჰარმონიზირებული ევროპის კავშირის მასშტაბით, ევროპელი კანონმდებლის მცდელობამ ვერ უზრუნველყო მიზნად დასახული კარგად ფუნქციონირებადი, ინტეგრირებული კაპიტალის ბაზრის შექმნა, რომელიც კაპიტალის ბაზრის ორგანიზებასა და ტრანზაქციების შესახებ ყველა მნიშვნელოვან ნორმას კაპიტალის ბაზრის ერთიან, სრულყოფილ კოდიფიკაციაში მოაქცევდა.³⁷⁵

³⁷² „Securities and Exchange Commission“.
³⁷³ *Ferrarini G., Wymeers E.*, Investor Protection in Europe: Corporate Law Making, the MiFID and beyond, Oxford University Press, Oxford, 2006, 485f.
³⁷⁴ *Kessler J., Micklitz H.W.*, Anlegerschutz in Deutschland, Schweiz, Grossbritannien, USA und der Europäischen Gemeinschaft, Baden-Baden, 2004, 306f.
³⁷⁵ *Petsch A.*, Kapitalmarktrechtliche Informationspflichten versus Geheimhaltungsinteressen des Emittenten, Studien zum Handels-, Arbeits- und Wirtschaftsrecht, Band 143, Nomos, Baden-Baden, 2012, 34.

როგორც უკვე აღინიშნა, ევროპის კავშირში ინფორმაცია და ინფორმაციული ღიაობა ხანგრძლივი პერიოდის განმავლობაში განიხილებოდა, როგორც ყველაზე სწორი მიდგომა და დომინირებდა, როგორც მთავარი მარეგულირებელი მექანიზმი ინვესტორთა დაცვისთვის. მაგალითად, ემისიის პროსპექტის შესახებ ღირეპტივა აღგენს, რომ „ინფორმაცია არის არსებითი, საკვანძო ფაქტორი ინვესტორთა დაცვაში“.³⁷⁶ ამავე ღირეპტივის მიხედვით: „სრული ინფორმაციის მიწოდება ფასიანი ქაღალდებისა და მათი ემიტენტების შესახებ, ქცევით დანაწესებთან ერთად, ხელს უწყობს ინვესტორთა დაცვას“.³⁷⁷ გლობალური ფინანსური კრიზისის წინა პერიოდში, ევროპული მარეგულირებელი სისტემისთვის დამახასიათებელი იყო მასობრივი დაყრდნობა ღიაობის საშუალებაზე ინვესტორთა დაცვის ამოცანის მიღწევის მიმართულებით.³⁷⁸ ამასთან, მთლიანად შიდა ბაზრის საფუძველი გახდა „*permit but inform*“ (ნება დართე, მაგრამ მიაწოდე ინფორმაცია) მიდგომა, რომელიც მოიცავს საბაზისო ნორმატიულ ვარაუდს, რომ ბაზრის მონაწილეები არიან საკმარისად ჭკვიანები, რათა გაუმკლავდნენ პროდუქტების მრავალფეროვნებას, თუ მარეგულირებლები უზრუნველყოფენ ბაზარზე ინფორმაციასთან დაკავშირებული სხვადასხვა ინსტრუმენტებით საკმარისი ინფორმაციის ხელმისაწვდომობას, რაც საშუალებას მისცემს ბაზრის მონაწილეებს განახორციელონ ისეთი ტრანზაქციები, რომლებიც შეესაბამება მათ პრიორიტეტებს.³⁷⁹

როგორც წესი, ინფორმაციას პოზიტიური კონოტაცია აქვს. ტრადიციულად ის მხოლოდ მისი ინფორმაციული ხასიათის გამო, როგორც კარგი, როგორც ღირებული ისე აღიქმება და ის რაც კარგია, არასოდეს არის საკმარისი, შესაბამისად – რაც უფრო ბევრი, მით უკეთესი.³⁸⁰ ევროპული სისტემა კონცენტრირებული იყო ინფორმაციის საფუძველზე შედარებისა და აღჭურვის მიზნის მიღწევაზე,³⁸¹ მძიმე ტვირთს აკისრებდა მცირე ინვესტორებს და ასახავდა მცდარ დასკვნას იმის თაობაზე, რომ სწორედ ინფორმაციული ღიაობა უწყობს ხელს ფინანსური პროდუქტების ერთმანეთთან შედარების შესაძლებლობას, ინფორმირებულ არჩევანსა და საბაზრო დისციპლინას.³⁸² ინფორმაციული ღიაობის მოთხოვნების ჰარმონიზება განიხილებოდა, როგორც არსებითი ნაბიჯი კაპიტალის ევროპული ბაზრების ინტეგრაციის მიმართულებით. არსებობდა იმედი, რომ ჰარმონიზება და მის შედეგად სხვადასხვა მოთხოვნების შესრულების ხარჯების შემცირება, სტიმული

³⁷⁶Directive 2003/71/EC (Prospectus Directive), recital (21).

³⁷⁷Directive 2003/71/EC (Prospectus Directive), recital (18).

³⁷⁸Moloney N., How to Protect Investors: Lessons from the EC and the UK, Cambridge University Press, Cambridge, 2010, 291.

³⁷⁹Franck J.U., Purnhagen K., Homo Economicus, Behavioral Sciences, and Economic Regulation: On the Concept of Man in Internal Regulation and its Normative Basis, in Mathias K. ed., Law and Economics in Europe, Springer, Dordrecht, 2014, 339-340.

³⁸⁰Stahl C., Information overload am Kapitalmarkt, Arbeiten zum Internationalen Wirtschafts und zur Wirtschaftsregulierung, Band 55, Nomos, Baden-Baden, 2013, 23.

³⁸¹Moloney N., How to Protect Investors: Lessons from the EC and the UK, Cambridge University Press, Cambridge, 2010, 295.

³⁸²იქვე, 290.

იქნებოდა ემიტენტებისთვის, მოეხდინათ ოფიციალური ღისტინგი რამდენიმე ბირჟაზე ან გაეზარდათ ემისიის რაოდენობა. ამასთან, ინფორმაციული ღიაობის ერთიანი სტანდარტები ასევე გაზრდიდა ინვესტორთა ნდობას.³⁸³

მცირე ინვესტორთა ბაზრების ღიაობის ევროპულ რეჟიმს აქვს ორი განზომილება: 1.საინვესტიციო პროდუქტები და 2.საინვესტიციო მომსახურება.³⁸⁴ მცირე ინვესტორთათვის ინფორმაციული ღიაობის მარეგულირებელი მთავარი ევროპული დირექტივებია: ემისიის პროსპექტის შესახებ დირექტივა; კოლექტიური საინვესტიციო ფონდების შესახებ დირექტივა და ფინანსური ინსტრუმენტების ბაზრების შესახებ დირექტივა.³⁸⁵ პროსპექტის დირექტივა ეხება ემიტენტის ღიაობის მოთხოვნას კოლექტიური საინვესტიციო ფონდების დირექტივა კი – პროდუქტის ღიაობას მაშინ, როდესაც ფინანსური ბაზრების შესახებ დირექტივა ეხება ღიაობას კლიენტებისთვის საინვესტიციო მომსახურების გაწევის დროს და ინვესტორთა რჩევა/კონსულტაციას.

შემდეგ ქვეთავებში განხილული იქნება თავდაპირველი მიდგომა ინვესტორთა დაცვის რეგულირების მიმართ სამ წამყვან ევროპულ ინსტრუმენტში. სადისერტაციო ნაშრომის მიზანს არ წარმოადგენს დეტალურად და მუხლობრივად განხილოს დირექტივების თითოეული დანაწესი. ნაშრომი მოკლე აღწერით ძირითად აქცენტს გააკეთებს ღიაობისა და ინვესტორთა კონსულტაციის მოთხოვნებზე მცირე ინვესტორთა დაცვის კონტექსტში.

III.2.1. დირექტივა გადაცემად ფასიან ქაღალდებში კოლექტიური ინვესტიციების ფონდების შესახებ (*Directive on undertakings for collective investment in transferable securities –UCITS*)

საინვესტიციო ფონდები არის საინვესტიციო პროდუქტი, რომელიც შექმნილია ინვესტორების კაპიტალის შეგროვების და შემდგომ ამ კაპიტალის კოლექტიური ინვესტირების მიზნით ისეთი ფინანსური ინსტრუმენტების პორტფოლიოს მეშვეობით, როგორც არის აქციები, ობლიგაციები და სხვა ფასიანი ქაღალდები. დირექტივა გადაცემად ფასიან ქაღალდებში კოლექტიური ინვესტიციების ფონდების შესახებ (შემდგომში *UCITS*) ადგენს ერთიან დანაწესებს ევროპის კავშირში საინვესტიციო ფონდების შექმნისა და ფუნქციონირების თაობაზე. ფონდის მენეჯერებს, რომლებიც ემორჩილებიან დირექტივით დადგენილ წესებს, ეძლევათ უფლება, რომ საზღვრებს გარეთ შეძლონ თავიანთი მომსახურების შეთავაზება. საინვესტიციო მექანიზმები, კოლექტიური საინვესტიციო სქემების სახით, შესაძლებლობას აძლევს მცირე ინვესტორებს, რომლებსაც აქვთ შეზღუდული რესურსები, მონაწილეობა მიიღონ კაპიტალისა და ფინანსურ ბაზარზე თავიანთი აქამდე მცირე ინდივიდუალური რესურსების გაერთიანებით და იძლევა ინვესტირების რისკების დივერსიფიკაციის შესაძლებლობას. მცირე ინვესტორები

³⁸³Welch J., European Financial Services, in Blair M. QC, Walker G. eds., Financial Services Law, Oxford University Press, Oxford, 2006, 778-779.

³⁸⁴Moloney N., How to Protect Investors: Lessons from the EC and the UK, Cambridge University Press, Cambridge, 2010, 288.

³⁸⁵Prospectus Directive, UCITS Directive and MiFID.

შესაბამისად სარგებელს იღებენ არამხოლოდ ე.წ. „economies of scale“-სგან (მასშტაბით გამოწვეული ეკონომია), არამედ, მათ ასევე ეძლევათ პორტფოლიოს დივერსიფიკაციის შესაძლებლობა, რაც, როგორც წესი, არ არის ხელმისაწვდომი მცირე ინვესტორისთვის.

ორი ძირითადი მიზეზი არსებობს იმისა, თუ რატომ არის საერთოდ განხილული UCITS ღირეპტივა სადისერტაციო ნაშრომში. პირველი, UCITS წარმოადგენს ძალიან მნიშვნელოვან პროდუქტს მცირე ინვესტორებისთვის. ევროპის კომისიის 2009 წლის მონაცემების მიხედვით, UCITS შეადგენს მცირე ინვესტორთა პროდუქტების ბაზრის 58%. ეს არის პროდუქტი, რომელშიც მცირე ინვესტორები ფართოდ ახდენენ ინვესტირებას.³⁸⁶ მიუხედავად იმისა, რომ საბანკო დეპოზიტები და დაზღვევის სექტორი დომინირებს მცირე ინვესტორთა დანახოვებში, დღესდღეობით ფონდები ძალიან მნიშვნელოვან როლს თამაშობს. ევროპის კომისიის მიხედვით, ფონდების საშუალო ხვედრითი წილი ევროპული საშინაო მეურნეობის აქტივებში 11.5% უდრის ევროპის მოსახლეობის დაბერებასთან ერთად, იზრდება კერძო საპენსიო პროდუქტებზე მოთხოვნა, რაც, თავის მხრივ, ამ წილის კიდევ უფრო გაზრდას გამოიწვევს.³⁸⁷ ევროპის კავშირში კოლექტიური საინვესტიციო ფონდების ინდუსტრია მართავს 4 ტრილიონ ევროზე მეტ ევროპულ ფინანსურ აქტივებს.³⁸⁸ მეორე, UCITS იყო პირველი ღირეპტივა, რომელმაც დააფუძნა გამარტივებული ღიაობის იდეა 2001 წლის ცვლილებებით (UCITS III) და დაიწყო ე.წ. „პროსპექტის რეზიუმით“ ექსპერიმენტირება. გამარტივებული ღიაობის ძირეულ იდეას წარმოადგენს ინვესტორებისთვის სათანადო ინფორმაციის მიწოდება მოკლე, ადვილად გასაგები ფორმით და ამით ინფორმირებული საინვესტიციო გადაწყვეტილებებისა და ინვესტორთა დაცვის გაუმჯობესებისთვის ხელის შეწყობა. დღეისათვის სწორედ გამარტივებული ღიაობის ფენომენი უდევს საფუძვლად მცირე ინვესტორთა ინფორმაციული ღიაობის სისტემისადმი ევროპულ მარეგულირებელ მიდგომას. გლობალური ფინანსური კრიზისის შემდგომი ევროპული რეფორმები კონცენტრირებულია გამარტივებულ ღიაობაზე მცირე ინვესტორთა ყველა საინვესტიციო პროდუქტისთვის „საკვანძო ინფორმაციის დოკუმენტის“ ფორმით.

UCITS ღირეპტივა ვრცელდება ყველა იმ კოლექტიური საინვესტიციო ფონდზე (*open-ended funds*), რომელიც დაფუძნებულია ევროპის კავშირის წევრი სახელმწიფოების ტერიტორიაზე.³⁸⁹ ღირეპტივა ჯერ კიდევ 1985 წელს შეიქმნა (*Directive 85/611/EE*) და უნიკალურია იმ გაგებით, რომ ის არის პროდუქტის რეგულირების პირველი მაგალითი ფინანსური მომსახურების ევროპულ სამართალში.³⁹⁰ UCITS განიხილება, როგორც ევროპული მარეგულირებელი

³⁸⁶Commission Staff Working Document Impact Assessment Accompanying the document: Proposal for a Regulation of the European Parliament and of the Council on key information documents for investment products, Brussels, 2012, 11.

³⁸⁷Commission Impact Assessment on the UCITS 2009 Directive, Brussels, 2012, 7.

³⁸⁸Yeoh P., UCITS from EU to Global, *Business Law Review*, August/September 2009, 187-190, 187.

³⁸⁹2009/65/EC ღირეპტივის მუხლი 1(2) მიხედვით, UCIT ნიშნავს: „an undertaking with the sole object of collective investment in transferable securities or in other liquid financial assets of capital raised from the public and which operate on the principle of risk-spreading and with units which are, at the request of holders, repurchased or redeemed, directly or indirectly, out of those undertakings' assets“.

³⁹⁰Lannoo K., *Regulatory Challenges for the EU Asset Management Industry*, ECMI Policy Brief (2010), 4.

წარმატება და საერთაშორისო ბრენდი. UCITS-ის თავდაპირველმა დირექტივამ შექმნა ევროპაში შიდა ბაზარი საინვესტიციო ფონდებისთვის და გახდა საფუძველი ინტეგრირებული ბაზრისა, რომელიც ხელს უწყობს კოლექტიური საინვესტიციო ფონდების საზღვრებს გარეთ შეთავაზებას. UCITS-მა დაამტკიცა მისი წარმატება და ძალიან ფართოდ გამოიყენება ევროპელი მცირე ინვესტორების მიერ. UCITS-ის მიყიდვა რეგულარულად ხდება ასევე ინვესტორებზე ევროპის კავშირის გარეთ, სადაც ის პოპულარული გახდა ინვესტორთა დაცვის მაღალი დონის გამო.

1985 წლის UCITS დირექტივა ასევე აღსანიშნავია იმის გამოც, რომ ის არის ფინანსური მომსახურების წვერი სახელმწიფოს მიერ ლიცენზირების სისტემის პირველი მაგალითი და შექმნა „პასპორტი“ განსაზღვრული სახის ფასიანი ქაღალდებისთვის, რომლებიც შეიძლება საჯაროდ იქნეს შეთავაზებული ნებისმიერ წევრ სახელმწიფოში მას შემდეგ, რაც მათი ავტორიზება მოხდება ერთ-ერთი წევრი სახელმწიფოს მიერ. ანუ დირექტივამ შემოიღო პასუხისმგებლობის განაწილება მშობელ სახელმწიფოს, რომელიც პასუხისმგებელია UCITS-ის ლიცენზირებასა და ზედამხედველობაზე, და მიმღებ სახელმწიფოს შორის, რომელიც პასუხისმგებელია ფინანსური პროდუქტის მარკეტინგისა და ბიზნესის წარმოების სხვა რეგულირებებზე. ეს არის გამიჯვნა, რომელიც შემდგომში აისახა ასევე ისეთ დირექტივებში, როგორცაა: მეორე საბანკო დირექტივა, დაზღვევის დირექტივა და საინვესტიციო მომსახურების დირექტივა,³⁹¹ თუმცა პრაქტიკაში ნათლად მაინც არ იკვეთება ზუსტი გამყოფი ხაზები წევრი სახელმწიფოების ფუნქციებს შორის. აღნიშნული ხშირად იწვევს მნიშვნელოვან გაუგებრობას და დებატებს ფინანსურ ინსტიტუტებსა და წევრ სახელმწიფოებს შორის.³⁹²

1985 წლის დირექტივასთან დაკავშირებულ პრობლემას წარმოადგენდა ის ფაქტი, რომ ლიცენზირების ერთიანი რეჟიმი გამოიყენებოდა მხოლოდ იმ UCITS-ების მიმართ, რომლებიც შედგებოდა რეგულირებად ბირჟებზე ან მათ ეკვივალენტზე დაშვებული აქციებისა და ობლიგაციებისგან. შესაბამისად, არსებული სისტემა ფეხს ვერ უწყობდა უფრო მეტად სრულყოფილი ფინანსური ინსტრუმენტების სწრაფ განვითარებასა და ინოვაციას. ამან გამოიწვია თავდაპირველი დირექტივის გადამუშავების აუცილებლობა.³⁹³

ინფორმაციული ღიაობა UCITS დირექტივის ინვესტორთა დაცვის რეჟიმის ცენტრალურ რგოლს წარმოადგენს. აუცილებლად უნდა აღინიშნოს, რომ ღიაობა საფონდო კონტექსტში ასრულებს ძალიან განსხვავებულ ფუნქციას, ვიდრე ჩვეულებრივი ფასიანი ქაღალდების ღიაობა, რადგან მას ფონდების კონტექსტში წვლილი არ შეაქვს ფასების დადგენაში. საფონდო ღიაობას წვლილი შეაქვს ემიტენტის კეთილსინდისიერებაში ზოგადად და განსაკუთრებით ეხმარება ფონდის ინვესტორებს, გააკეთონ არჩევანი ფონდებს შორის.³⁹⁴ დირექტივა მოითხოვს პროსპექტის, გამარტივებული პროსპექტის

³⁹¹ „Second Banking Directive, the Insurance Directives, and the Investment Services Directive“.

³⁹² Welch J., European Financial Services, in Blair M. QC, Walker G. eds., Financial Services Law, Oxford University Press, Oxford, 2006, 770.

³⁹³ Yeoh P., UCITS from EU to Global, Business Law Review, August/September 2009, 187-190, 188.

³⁹⁴ Franco J. A., A Consumer Protection Approach to Mutual Fund Disclosure and the Limits of Simplification, March 23, 2010, ხელმისაწვდომია: www.ssrn.com, 32.

(UCITS III), ყოველწლიური ანგარიშგების და ნახევარი წლის ანგარიშგების გამოქვეყნებას.³⁹⁵ რადგან იზრდებოდა უკმაყოფილება UCITS დირექტივის უნართან დაკავშირებით, რომ მას არ შეუძლია სწორად ასახოს 21-ე საუკუნის სწრაფი ეკოლოგიის პროცესში მყოფ ფინანსურ ბაზრებზე მიმდინარე მოვლენები და არა რის მზად ახალი გამოწვევების მისაღებად,³⁹⁶ დირექტივაში რამდენჯერმე იქნა შეტანილი ცვლილებები. ინფორმაციული ღიაობის მიმართულებით ყველაზე მნიშვნელოვან ცვლილებას წარმოადგენდა 2001 წლის ცვლილებები, რომელსაც UCITS III-ად მოიხსენიებენ. UCITS III ევროპის კავშირში ძალაში შევიდა 2004 წლის 13 თებერვლიდან.³⁹⁷ 2001 წლის ცვლილებების შედეგად მოხდა ინფორმაციული ღიაობის რეჟიმის გადახედვა და შემოტანილ იქნა გამარტივებული პროსპექტის იდეა, რათა გამოესწორებინა წინა რედაქციის მარეგულირებელი ხარვეზი, რომელიც ვერ უზრუნველყოფდა ინვესტორისთვის ადეკვატური ინფორმაციის მიწოდებას ფინანსური პროდუქტის ძირითადი მახასიათებლების, ხარჯების, რისკების შესახებ, რამაც, თავის მხრივ, შეძლომ წვლილი უნდა შეიტანოს ფინანსური პროდუქტების ერთმანეთთან შედარებისა და ინფორმირებული საინვესტიციო გადაწყვეტილების მიღების შესაძლებლობაში.³⁹⁸ UCITS III საკანონმდებლო რეჟიმი შედგება თავდაპირველი დირექტივის ორი ცვლილებისგან: პროდუქტის დირექტივა (*Product Directive 2001/108/EC*) და მენეჯმენტის დირექტივა (*Management Directive 2001/107/EC*). პროდუქტის დირექტივა აფართოებს ფინანსური პროდუქტების წრეს და შესაბამისად ფონდს აძლევს უფლებას, ინვესტირება მოახდინოს ასევე სხვა ფინანსურ პროდუქტებში, ვიდრე დაშვებულ აქციებსა და ობლიგაციებში. ფინანსური ინსტრუმენტების გაფართოებული სია მოიცავს საბანკო დეპოზიტებს, ოფციებს, ფიუჩერებს და ა.შ.

დირექტივის 33-ე მუხლის მიხედვით, გამარტივებული პროსპექტის მიწოდება ხელშეკრულების დადებამდე უნდა მოხდეს უფასოდ. სრული პროსპექტი, უახლესი ყოველწლიური და ნახევარი წლის ანგარიშგება უფასოდ უნდა იქნეს მიწოდებული მხოლოდ მოთხოვნის შემთხვევაში. 28 (1) მუხლის მიხედვით, გამარტივებული პროსპექტი უნდა შეიცავდეს ინფორმაციას, რომელიც საჭიროა ინვესტორისთვის, რათა მან ინფორმირებულად განსაჯოს ინვესტიცია და, განსაკუთრებით, მასთან დაკავშირებული რისკები. 28 (3) მუხლი ასევე მოითხოვს, რომ პროსპექტი დაწერილი და სტრუქტურირებული იყოს ისე, რომ ადვილად გასაგები გახდეს „საშუალო ინვესტორისთვის“. წევრ სახელმწიფოებს აქვთ არჩევანის უფლება, დაურთონ გამარტივებული პროსპექტი სრულ პროსპექტს ან გამოიყენონ ის, როგორც სრული პროსპექტის დამხმარე დოკუმენტი.³⁹⁹

გამარტივებული პროსპექტის მთავარი მიზანი იყო ის, რომ ყოფილიყო ინვესტორებზე მორგებული საშუალება, რომელიც მათ მიაწვდიდა საკვანძო

³⁹⁵ Moloney N., EC Securities Regulation, Oxford University Press, Oxford, 2008, 2 ed., 260.

³⁹⁶ Directive 2009/65/EC, recital (2).

³⁹⁷ Yeoh P., UCITS from EU to Global, Business Law Review, August/September 2009, 187-190, 188.

³⁹⁸ European Commission, Internal Market and Services DG, Exposure Draft, Initial orientations for discussion on possible adjustments to the UCITS Directive, simplified prospectus- Investor disclosure regime, 2.

³⁹⁹ Moloney N., EC Securities Regulation, Oxford University Press, Oxford, 2008, 2 ed., 281.

ინფორმაციას UCITS-ის შესახებ ცხად, მოკლე და ადვილად გასაგებ ენაზე.⁴⁰⁰ ინფორმაცია ინვესტორებს უნდა წარედგინოთ უფასოდ ადვილად ხელმისაწვდომ და უნიფიცირებულ ფორმატში⁴⁰¹ აუცილებლად ხელშეკრულების დადებამდე, რათა მიეცეს მათ შესაძლებლობა, მიიღონ ინფორმირებული საინვესტიციო გადაწყვეტილება.⁴⁰²

UCITS-ის მცირე ინვესტორთა ბაზრების ინფორმაციული ღიაობის რეჟიმის გაუმჯობესების ეს თავდაპირველი მცდელობა არ აღმოჩნდა წარმატებული და გამარტივებული პროსპექტის სუსტი მხარეებიც ძალიან მალე გამოვლინდა. გამარტივებული პროსპექტი ვერ ასრულებდა იმ როლს, რისთვისაც ის იყო შექმნილი. ის, ისევე როგორც სრული პროსპექტი, არაეფექტიანი გამოდგა ინვესტორებისთვის მისი მოცულობის, სტრუქტურისა და პროფესიული ტერმინების თუ უარგონის გამოყენების გამო. ძალიან რთული იყო ამ ორ დოკუმენტს შორის რეალური განსხვავების პოვნა.⁴⁰³ მიუხედავად იმისა, რომ თითქოს ამ ეტაპზე უკვე მოხდა მცირე ინვესტორთა არასაკმარისი უნარის აღიარება, გაცნობიერებულ იქნა, რომ მათ უჭირთ მიწოდებული კომპლექსური ფინანსური ინფორმაციის გაგება და ეს ფაქტი გათვალისწინებული იყო UCITS III დირექტივის გამარტივებული პროსპექტის შემუშავების დროს, UCITS III-მა მაინც ვერ გადაჭრა სათანადოდ ეს პრობლემა. გამარტივებული პროსპექტი კვლავ ემყარებოდა ტრადიციულ მოდელს, რომელიც ასკვნის ინვესტორთა კომპეტენციის მაღალ დონეს და არ იყო ბაზარზე ტესტირებული მცირე ინვესტორების მიერ.⁴⁰⁴ მიუხედავად მოთხოვნისა, რომ დოკუმენტი ყოფილიყო ლაკონური, გამარტივებული პროსპექტის მისამართით გამოთქმულ მთავარ კრიტიკას წარმოადგენდა ის, რომ დოკუმენტი მაინც ძალიან გრძელი და კომპლექსური აღმოჩნდა, რომელსაც ვერ იგებდა ის პუბლიკა, ვისთვისაც იყო განკუთვნილი და, შესაბამისად, მას მცირე ინვესტორებისთვის შეზღუდული ღირებულება ჰქონდა.⁴⁰⁵

აქსიომაა, რომ მცირე ინვესტორები აწყდებიან მნიშვნელოვან სირთულეებს მიწოდებული ინფორმაციის გაშიფვრის დროს. საფონდო ღიაობა მიმართულია მცირე ინვესტორთა გადაწყვეტილებებისკენ. შესაბამისად, გათვალისწინებული უნდა იქნეს უშუალოდ გადაწყვეტილების მიღების პროცესი, მიწოდებული ინფორმაციის მნიშვნელობა, სრულყოფილება, ღიაობის დროულობა და ადამიანების უნარი, გამოიყენონ მიწოდებული ინფორმაცია. საფონდო ღიაობის სფეროში არსებული მნიშვნელოვანი სირთულეებია: წარსული

⁴⁰⁰Commission Communication, Communication from the Commission to the European Parliament and to the Council of 30 April 2009 - Packaged retail investment products, Brussels, 2009, 56.

⁴⁰¹Lannoo K., Regulatory Challenges for the EU Asset Management Industry, ECMI Policy Brief (2010), 3.

⁴⁰²Schmitt, What Do Investors Want?, Journal of International Banking Law 2001, 55.

⁴⁰³Commission Communication, Communication from the Commission to the European Parliament and to the Council of 30 April 2009 - Packaged retail investment products, Brussels, 2009, 56.

⁴⁰⁴Moloney N., EC Securities Regulation, Oxford University Press, Oxford, 2008, 2 ed., 282.

⁴⁰⁵Commission Staff Working Document Impact Assessment Accompanying the document: Proposal for a Regulation of the European Parliament and of the Council on key information documents for investment products, Brussels, 2012, 12.

ფუნქციონირების⁴⁰⁶ მაჩვენებელზე ზედმეტად დაყრდნობა, ინფორმაციული გადატვირთვა და შეზღუდული უნარი ხარჯების სწორი შეფასებისთვის.⁴⁰⁷

III.2.2. დირექტივა ემისიის პროსპექტის შესახებ (*Prospectus Directive*)

პროსპექტის დირექტივა UCITS-გან განსხვავებული პროდუქტის კატეგორიას ეხება. კერძოდ, დირექტივა ემისიის პროსპექტის შესახებ ძირითადად აქციებისა და ობლიგაციების ინსტრუმენტებს ეხება, რომლებიც მცირე ინვესტორთა შორის ყველაზე პოპულარულ პროდუქტს წარმოადგენს. სწორედ ამ პროდუქტების დიდი მნიშვნელობა განსაზღვრავს მცირე ინვესტორთა საინვესტიციო ბაზრებისთვის მოცემული ინსტრუმენტის არსებით ხასიათს და მისი განხილვის აუცილებლობას მცირე ინვესტორთა ინტერესების დაცვის კუთხით.

XX საუკუნის 90-იანი წლების განმავლობაში ცხადი გახდა, რომ ევროპის კავშირი ჯერ კიდევ შორს იყო ერთიანი კაპიტალის ბაზრის მიზნის მიღწევისგან. ერთ-ერთ მთავარ მიზეზად საზღვრებს გარეთ ემიტირების მნიშვნელოვანი მაჩვენებლების არარსებობა განიხილებოდა. ეს კი განპირობებული იყო იმით, რომ მიმღებ სახელმწიფოს უფლება ჰქონდა ემიტენტისთვის საკუთარ ტერიტორიაზე დამატებითი მოთხოვნები დაეწესებინა და ასევე მოეთხოვა პროსპექტის გადათარგმნა. მდგომარეობის გამოსასწორებლად, მიღებულ იქნა ორი მნიშვნელოვანი დირექტივა – პროსპექტის დირექტივა⁴⁰⁸ და გამჭვირვალობის დირექტივა.⁴⁰⁹ პროსპექტის დირექტივის მთავარ ღირებულებას წარმოადგენს ემიტენტებისთვის ე.წ. „პასპორტირების“ სისტემის შემოტანა. შესაბამისად, ერთი წევრი სახელმწიფოს კომპეტენტური ორგანოს მიერ პროსპექტის დამტკიცების შემდეგ, ის უნდა მიიღოს მეორე წევრმა სახელმწიფომ „როგორც მოქმედი“ ფასიანი ქაღალდების შეთავაზებისთვის ან ფასიანი ქაღალდების რეგულირებად ბაზარზე დასაშვებად. მიმღებ სახელმწიფოს ემიტენტისთვის დამატებითი მოთხოვნის დაწესების უფლება აღარ აქვს.⁴¹⁰

პროსპექტის ევროპული რეჟიმი შედგება პროსპექტის დირექტივისგან (*Directive 2003/71/EC*) და ევროპის კომისიის მეორე დონის რეგულირებისგან (*Commission Regulation 809/2004*), რომელიც ღიაობის რეჟიმის დეტალებს შეიცავს. დირექტივა არეგულირებს თავდაპირველი ღიაობის რეჟიმს ფასიანი ქაღალდების საჯარო შეთავაზების დროს ან ფასიანი ქაღალდების სავაჭროდ დაშვებისთვის ბაზარზე.⁴¹¹ დირექტივის პირველი მუხლის მიხედვით, მის მიზანს წარმოადგენს გამოსაქვეყნებელი პროსპექტის შექმნის, დამტკიცებისა და დისტრიბუციის მოთხოვნების ჰარმონიზება, რომელიც ფასიანი

⁴⁰⁶ „Past Performance“.

⁴⁰⁷ Moloney N., *EC Securities Regulation*, Oxford University Press, Oxford, 2008, 2 ed., 321.

⁴⁰⁸ Directive 2003/71/EC on the prospectus to be published when securities are offered to the public or admitted to trading (2003 Prospectus Directive).

⁴⁰⁹ Directive 2004/109/EC on the harmonization of transparency requirements in relation to information about issuers whose securities are admitted to trading on a regulated market (2004 Transparency Directive).

⁴¹⁰ Welch J., *European Financial Services*, in Blair M. QC, Walker G. eds., *Financial Services Law*, Oxford University Press, Oxford, 2006, 778-779.

⁴¹¹ Ferran E., *Building an EU Securities Market*, Cambridge, 2004, 314.

ქალაქების საჯარო შეთავაზების ან წევრი სახელმწიფოს შიგნით მოქმედ რეგულირებად ბაზარზე მათი დაშვების დროს ხელმისაწვდომი უნდა იყოს საზოგადოებისთვის. როგორც ზემოთ უკვე აღინიშნა, დირექტივის ერთ-ერთი ყველაზე დიდი მიღწევაა ე.წ. „პასპორტის“ მექანიზმის შემოღება: ერთი წევრი სახელმწიფოს კომპეტენტური ორგანოს მიერ აღიარებული პროსპექტი მოქმედია მთელი ევროპის კავშირის მასშტაბით ფასიანი ქაღალდის საჯარო შეთავაზების თუ სავაჭროდ დაშვებისთვის.

პროსპექტი არის ღიაობის დოკუმენტი და შეიცავს ყველა საჭირო ინფორმაციას, რათა შესაძლებლობა მისცეს ინვესტორს შეძლოს ფასიანი ქაღალდთან დაკავშირებული აქტივებისა და პასივების, ფინანსური პოზიციის, მოგებისა და დანაკარგების, ემიტენტის და უფლებების სწორი შეფასება.⁴¹² ერთ-ერთი პრინციპი, რომელსაც ეყრდნობა პროსპექტის დირექტივა, არის ფართო ღიაობის ვალდებულებების შემოღება, რომელიც ფასიანი ქაღალდების საჯარო შეთავაზებისა და სავაჭროდ დაშვების შესახებ საერთაშორისო სტანდარტებთან მოდის შესაბამისობაში.⁴¹³

შესაბამისად, პროსპექტის დირექტივა ღიაობის ძალიან ფართო სტანდარტს ამკვიდრებს.⁴¹⁴ ღიაობის მთავარი ვალდებულება მოცემულია დირექტივის მე-5-ე მუხლში, რომელიც მოითხოვს, რომ პროსპექტში ადვილად, გასაგებად უნდა იყოს მოცემული ყველა ინფორმაცია, რომელიც შესაძლებლობას მისცემს ინვესტორს, მოახდინოს ფასიანი ქაღალდებთან დაკავშირებული აქტივებისა და პასივების, ფინანსური პოზიციის, მოგებისა და დანაკარგების, ემიტენტის და ნებისმიერი გარანტორის და უფლებების კვალიფიციური შეფასება. აღსანიშნავია, რომ ემისიის პროსპექტის შესახებ დირექტივის თავდაპირველი ვერსია უკვე შეიცავდა პროსპექტის რეზიუმეს არსებობის მოთხოვნას. დირექტივის 5 (2) მუხლის მიხედვით, პროსპექტი ასევე უნდა შეიცავდეს რეზიუმეს,⁴¹⁵ რაც ფასიანი ქაღალდის ძირითადი მახასიათებლებისა და რისკების შესახებ მოკლე ცნობას წარმოადგენს. მნიშვნელოვანია, რომ რეზიუმე შესრულებული უნდა იყოს თავდაპირველი პროსპექტის ენაზე, არა ტექნიკური სახით.

ამასთან, ღიაობის დეტალური მოთხოვნები მოცემულია ევროპის კომისიის მიერ მიღებული პროსპექტის მოცულობით რეგულაციაში, რომელიც წარმოადგენს *ლამფალუზის* პროცესის მიხედვით მეორე დონის მაიმპლიმენტირებელ ზომას.⁴¹⁶

პროსპექტის დირექტივა არის „მაქსიმუმი ჰარმონიზების“ დირექტივა, რაც იმას ნიშნავს, რომ ის ქმნის უნიფიცირებულ, საკმაოდ დეტალურ ღიაობის

⁴¹² Kanarek D.A., Legislative Development: Directive 2001/107/EC on the Coordination of Laws, Regulations and Administrative Provisions Relating to Undertakings for Collective Investment in Transferable Securities (UCITS) with a View to Regulating Management Companies and Simplified Prospectuses, 2002, 8 Colum. J. Eur. L., 2002, 558.

⁴¹³ Van Gerven D., Prospectus for the public offering of securities in Europe, Volume I, Cambridge, 2008, 6.

⁴¹⁴ Panasar R., Boeckman P., European Securities Law, Oxford University Press, Oxford, 2010, 25.

⁴¹⁵ „Prospectus Summary“.

⁴¹⁶ ლამფალუზის პროცესი წარმოადგენს ფინანსური მომსახურების სფეროს რეგულირებების განვითარების მიმართ მიდგომას, რომელსაც იყენებს ევროპის კავშირი. პროცესი შედგება ოთხი დონისგან. თითოეული დონე კონცენტრირებულია კანონმდებლობის იმპლემენტაციის ცალკეულ კონკრეტულ ეტაპებზე.

რეჟიმს ევროპის კავშირის ფარგლებში და არ ტოვებს ადგილს წევრი სახელმწიფოებისთვის, რომ მათ ემიტენტებს დამატებითი მოთხოვნები დაუწესონ. ღიაობის ნორმები სრულყოფილად არის დადგენილი და წევრ სახელმწიფოებს დამატებების განხორციელების შესაძლებლობა არ აქვთ. ღირეპტივის მაქსიმუმი ჰარმონიზების რეჟიმი მნიშვნელოვანი კრიტიკის საფუძველი გახდა და მას ხშირად განიხილავენ, როგორც გადაჭარბებულ რეაქციას წარმოშობილ პრობლემებთან დაკავშირებით.⁴¹⁷ მაშინაც კი, როდესაც ფასიანი ქაღალდის შეთავაზება ან ლისტინგი მხოლოდ ერთი წევრი სახელმწიფოს შიგნით ხდება და მას არ აქვს საზღვრის გარეთ გატანის ელემენტი, ღიაობასთან დაკავშირებული მოთხოვნების რეგულირება ფიქსირებულია ევროპის კავშირის დონეზე და არ არსებობს ნაციონალური დისკრეციის უფლება დამატებითი მოთხოვნების დაწესებისთვის. არსებობს მოსაზრება, რომ მაქსიმუმი ჰარმონიზება ცდება იმ მიზანს, რისთვისაც ის არის საჭირო და ის არაპროპორციულ პასუხს, გადაწყვეტას წარმოადგენს,⁴¹⁸ თუმცა პროსპექტის ინფორმაციის სტანდარტიზირება, მაქსიმუმი ჰარმონიზების გზით, შეიძლება მომგებიანი იყოს. მთელი ევროპის კავშირის მასშტაბით ერთიანი ნორმების არსებობას შეუძლია აღმოფხვრას ნაციონალური მიკერძოებულობის საფრთხე საინვესტიციო გადაწყვეტილებების მიღებისას პროსპექტში მოცემული ინფორმაციის შედარების შესაძლებლობის გამარტივების გზით. აღსანიშნავია ისიც, რომ სტანდარტიზაცია მაქსიმუმი ჰარმონიზების მეშვეობით ხდება წევრი სახელმწიფოების შესაძლო მომგებიანი ინიციატივების ხარჯზე, რასაც შესაძლებელია პროსპექტის ღიაობის მოთხოვნების განვითარებასა და დახვეწაში შეეტანა წვლილი. პროსპექტის ღირეპტივის მაქსიმუმი ჰარმონიზება წევრ სახელმწიფოებს შორის ღიაობის სტანდარტების კუთხით კუნკურენციის არეალს ამცირებს.⁴¹⁹

ისმის კითხვა: რამდენად მიზანშეწონილი და გამართლებულია ასეთი ჰარმონიზირებული წესების მიღება მცირე ინვესტორთა ფრაგმენტირებული ევროპული ბაზრების რეალობაში. მნიშვნელოვანი განსხვავებები არსებობს ევროპის კავშირის ქვეყნებში კულტურას, გადასახადებს, ლოკალურ პროდუქტებსა და დისტრიბუციის ქსელებს შორის, რაც მცირე ინვესტორთა ძალიან განსხვავებულ ქცევას იწვევს. მცირე ინვესტორები სხვადასხვა ევროპულ ქვეყნებში ამუღავნებენ ინვესტირების განსხვავებულ ხასიათსა და კომპეტენციის დონეს. შესაბამისად, შეიძლება სადავო გახდეს შემდეგი საკითხები: ხომ არ მოითხოვს ეს თავისებურებები უფრო მეტ მოქნილობას და წესების ჰარმონიზებით ხომ არ იქმნება იმის რისკი, რომ ვერ იქნეს გათვალისწინებული ის განსხვავებები, რომელიც არსებობს ნაციონალურ საჭიროებებსა და უპირატესობებს შორის.⁴²⁰

ემისიის პროსპექტის შესახებ ღირეპტივა ძალაში შევიდა 2003 წლის 31 დეკემბერს და წევრი სახელმწიფოები ვალდებულნი იყვნენ საკუთარ იურისდიქციაში ღირეპტივის იმპლემენტაცია მოეხდინათ არაუგვიანეს 2005 წლის 1 ივლისისა. თავდაპირველი ღირეპტივის (*Directive 2003/71/EC*) 31-ე

⁴¹⁷ Ferran E., Building an EU Securities Market, Cambridge, 2004, 141.

⁴¹⁸ იქვე, 142.

⁴¹⁹ იქვე, 159.

⁴²⁰ Vaubel R. in Grundmann S., Hofmann C., Möslein F., Finanzkrise und Wirtschaftsordnung, Berlin, 2009, 127.

მუხლი ევროპის კომისიას ავალდებულებდა შეეფასებინა დირექტივის გამოყენება ძალაში შესვლიდან ხუთი წლის შემდეგ და საჭიროების მიხედვით წარმოედგინა წინადადებები დირექტივის გადახედვასთან დაკავშირებით. ამასთან, 2007 წლის იანვარში, ევროპის კომისიამ დაიწყო ევროპის კავშირის აქტებიდან გამომდინარე ადმინისტრაციული ტვირთის და ხარჯების შემცირების მიზნით პროგრამის განხორციელება. ემისიის პროსპექტის შესახებ დირექტივა მოხვდა იმ აქტების სიაში, რომლებიც შეიცავდნენ ზედმეტი ადმინისტრაციული ტვირთის მატარებელ დანაწესს კომპანიებისთვის და რომელთა შემსუბუქებაც უნდა მომხდარიყო.

პროსპექტის დირექტივის მთავარ ნაკლს პროსპექტის რეზიუმეს არასათანადო ფუნქციონირება წარმოადგენდა, რომელსაც აკლდა სიმარტივე და ადვილად არ იკითხებოდა.⁴²¹ ამასთან, რეზიუმეს არ ჰქონდა ერთიანი დადგენილი ფორმატი, რათა შესაძლებელი ყოფილიყო პროდუქტების შედარება და ის ხშირად მთელი პროსპექტის უბრალო ასლს წარმოადგენდა. დირექტივა გაკრიტიკებულ იქნა იმისათვის, რომ მან ვერ მიაღწია თავდაპირველად დასახულ ინვესტორთა დაცვის დონეს, მომხმარებელთა ნდობას, ეფექტიანობას, სიცხადესა და სამართლებრივ უსაფრთხოებას.⁴²² მიუხედავად იმისა, რომ პროსპექტის დირექტივას მცირე ინვესტორთა საინვესტიციო ბაზრების ინსტრუმენტად განიხილავენ, არსებობს მოსაზრება, რომ ის უფრო მეტად ემიტენტზეა ორიენტირებული, ვიდრე ფინანსურ პროდუქტზე. შესაბამისად, არ არის შექმნილი მცირე ინვესტორთა პროდუქტების ბაზრების მხარდასაჭერად და არც იმ კონკრეტული რისკების ასახვისათვის, რომლებიც შეიძლება მცირე ინვესტორთა კომპლექსური საინვესტიციო პროდუქტებიდან წარმოიქმნეს.⁴²³ პროსპექტის ინფორმაციული ღიაობის შინაარსი წარმოადგენს ემიტენტების პასპორტირების ჰარმონიზებული რეჟიმის არსებობის საჭიროების შესახებ პოლიტიკურ კონსენსუსს და უფრო მეტად ამ მიზნის შესასრულებლად არის შექმნილი, მიუხედავად იმისა, რომ აქვს მცირე ინვესტორთა ბაზრების ორიენტაცია. აღნიშნული მოსაზრება სადავოა, რადგან თუნდაც პროსპექტის რეზიუმეს არსებობა, მოთხოვნა, რომ მოცემული ინფორმაცია იყოს ადვილად გასაგები და მარტივი, არის მაგალითი იმისა, რომ დირექტივა მიმართულია მცირე ინვესტორთა ინტერესების დაცვისკენ და ითვალისწინებს მცირე ინვესტორების პერსპექტივას დანაწესების შექმნის დროს.⁴²⁴

⁴²¹ European Commission, Commission's Proposal for a Directive of the European Parliament and of the Council amending Directives 2003/71/EC on the prospectus to be published when securities are offered to the public or admitted to trading and 2004/109/EC on the harmonisation of transparency requirements in relation to information about issuers whose securities are admitted to trading on a regulated market, COM(2009) 491 final, 23.09.2009, 3-4.

⁴²² იქვე, 3-4.

⁴²³ Moloney N., How to Protect Investor, Lessons from the EC and the UK, Cambridge University Press, Cambridge, 2010, 322.

⁴²⁴ Moloney N., EU Securities and Financial Markets Regulation, Oxford EU Law Library, Third Edition, Oxford University Press, Oxford, 2014, 97.

III.2.3. დირექტივა ფინანსური ინსტრუმენტების ბაზრების შესახებ (*Markets in financial instruments Directive – MiFID*)

ფინანსური ინსტრუმენტების ბაზრების შესახებ დირექტივის (შემდგომში *MiFID*) რეჟიმი შედგება ჩარხო დირექტივისგან (*Directive 2004/39/EC*), იმპლემენტაციის დირექტივისგან (*Directive 2006/73/EC*) და იმპლემენტაციის რეგულაციისგან (*Regulation No 1287/2006*), რომელიც შეიცავს დირექტივისა და მასში მოცემული ვალდებულებების დაკონკრეტებას.⁴²⁵

კანონმდებელმა, აცნობიერებდა რა სრულყოფილი მარეგულირებელი რეჟიმის არსებობის მნიშვნელობას, შექმნა მოთხოვნები, რომლებიც ფარავს ფინანსურ ინსტრუმენტებში ყველა ტრანზაქციას. *MiFID*-ის დირექტივა მიზნად ისახავს საინვესტიციო კომპანიებისთვის თავდაპირველი ავტორიზებისა და ფუნქციონირების მოთხოვნების ჰარმონიზებას ბიზნესის განხორციელების წესების ჩათვლით. ამასთან, დირექტივა შეიცავს რეგულირებადი ბაზრების ფუნქციონირების მარეგულირებელი დანაწესების ჰარმონიზაციას.⁴²⁶

MiFID-ი ქმნის სრულყოფილ მარეგულირებელ რეჟიმს, რომელიც ფარავს საინვესტიციო მომსახურებასა და კაპიტალის ბაზრებს ევროპის კავშირში. დირექტივამ შექმნა ევროპული მარეგულირებელი ჩარხო ბანკებისა და საინვესტიციო კომპანიების მიერ ფინანსურ ინსტრუმენტებთან დაკავშირებული საინვესტიციო მომსახურების გაწევასთან მიმართებით. ის შეიცავს პრინციპებს, რომლებიც შექმნილია სამართლიანი, კონკურენტუნარიანი, გამჭვირვალე, ეფექტიანი და ინტეგრირებული ევროპული კაპიტალის ბაზრების გაძლიერებისთვის. დირექტივის მთავარ გამოწვევას წარმოადგენს ისეთი მარეგულირებელი გარემოს შექმნა, რომელიც არ არის ზედმეტად პრესკრიპციული და არის საკმარისად მოქნილი, რათა ადვილად შეეგუოს ცვლილებებს და ხელი შეუწყოს ინოვაციას ინვესტორთა დაცვის სათანადო დონისა და სისტემური რისკების შემცირების უზრუნველყოფასთან ერთად.⁴²⁷

MiFID-ი წარმოადგენს ევროპის კავშირში საინვესტიციო მომსახურების მიწოდების შესახებ დანაწესების ჰარმონიზებული ჩარხის შექმნის მნიშვნელოვან მცდელობას. დირექტივა მიზნად ისახავს ინვესტორთა დაცვის დონისა და ბაზრის ინტეგრირებულობის გაძლიერებას ორი სახის დანაწესების მეშვეობით: 1.ორგანიზაციული მოთხოვნები (*Organisational requirements (ORs)*) და 2.საქმიანობის განხორციელების დანაწესები (*Conduct of Business (CoB)*). პირველი მათგანი მიმართულია ბაზრის ინტეგრირებულობის (ერთიანობა და სამართლიანობა) გამყარებისკენ (ბაზრის ბოროტად გამოყენებისა (*market abuse*) და მანიპულირების წინააღმდეგ ბრძოლა). მეორე მათგანი ემსახურება ინვესტორთა დაცვასა და ბაზრის ეფექტიანობას. ის შედგება საკმაოდ დეტალური დანაწესებისგან, რომელიც წაკითხულ უნდა იქნეს საინვესტიციო კომპანიების ზოგად ვალდებულებასთან ერთად, რათა

⁴²⁵ *Forschner J.*, Wechselwirkungen von Aufsichtsrecht und Zivilrecht, Schriften zum Unternehmens- und Kapitalmarktrecht, Mohr Siebeck, Tübingen, 2013, 16.

⁴²⁶ *Zetsche D.A.*, The Alternative Investment Fund Managers Directive, Wolters Kluwer, The Netherlands, 2012, 98.

⁴²⁷ *Conenna M.A.*, MiFID as a Key Outcome of the Lamfalussy Procedure, Schulthess, Zürich, 2009, 16.

იმოქმედონ „გულწრფელად, სამართლიანად და პროფესიონალურად“ („act honestly, fairly and professionally“) კლიენტის ინტერესების გათვალისწინებით.⁴²⁸ MiFID-მა შემოიტანა ინვესტორთა დაცვის მიმართ უფრო პატერნალისტური მიდგომა, რადგან ის პირდაპირ ერევა კომპანიისა და მისი კლიენტის ურთიერთობაში.⁴²⁹

დირექტივის პირველი მუხლის მიხედვით, ის ვრცელდება საინვესტიციო მომსახურების გაწევასა და საინვესტიციო საქმიანობის განხორციელებაზე. თუ რა იგულისხმება საინვესტიციო მომსახურებასა და საქმიანობაში და რა სახის ინსტრუმენტთან დაკავშირებით უნდა ხორციელდებოდეს ის, ჩამოთვლილია დირექტივის პირველ დანართში (საინვესტიციო რჩევა, პორტფოლიოს მართვა, კლიენტების დავალების შესრულება და ა.შ., ისეთ ინსტრუმენტებთან დაკავშირებით, როგორც არის: გადაცემადი ფასიანი ქაღალდები, ფონდები, ოფციები, ფიუჩერსები, დერივატები და ა.შ.). MiFID-ი აწესებს მარეგულირებელ ჩარჩოს ფინანსურ ინსტრუმენტებთან დაკავშირებული საინვესტიციო მომსახურების გაწევასა და ასევე ბაზრის ოპერატორების მიერ რეგულირებული ბაზრის ფუნქციონირებასთან მიმართებით. ამასთან, დირექტივა მოიცავს აღნიშნული მიმართულებით ნაციონალური კომპეტენტური ორგანოების შესაბამის უფლებამოსილებებსა და ვალდებულებებს. დირექტივამ გააუქმა წევრი სახელმწიფოების უფლება მოეთხოვათ, რომ ფინანსური ინსტრუმენტების ნებისმიერი ვაჭრობა განხორციელდებოდა კონკრეტულ ბირჟაზე და შექმნა ევროპის მასშტაბით თავისუფალი კონკურენციის შესაძლებლობა ბირჟებსა და ალტერნატიულ პლატფორმებს შორის. დირექტივამ ასევე მიანიჭა ბანკებსა და საინვესტიციო კომპანიებს გაძლიერებული „პასპორტი“ ევროპის მასშტაბით საინვესტიციო მომსახურების გასაწევად, რაც დირექტივის მიხედვით ექვემდებარება ფართო ორგანიზაციული, ანგარიშგების და ინვესტორთა დაცვის დანაწესების შესრულებას.⁴³⁰

დირექტივის მე-4 მუხლის პირველი პარაგრაფის მე-4 პუნქტი განმარტავს საინვესტიციო რჩევას, როგორც „პირადი რეკომენდაციების მიწოდებას კლიენტისთვის მისი მოთხოვნის საფუძველზე ან საინვესტიციო კომპანიის ინიციატივის საფუძველზე, ფინანსურ ინსტრუმენტთან დაკავშირებული ერთი ან რამდენიმე ტრანზაქციის შესახებ“.

MiFID-ის მთავარ მიზანს წარმოადგენს ევროპული ფინანსური ბაზრების კონკურენტუნარიანობისა და ეფექტიანობის გაზრდა საინვესტიციო მომსახურებისა და საქმიანობის ერთიანი ბაზრის შექმნისათვის. ამასთან, ფინანსური ინსტრუმენტების ინვესტორებისთვის ჰარმონიზებული და მაღალი დონის დაცვის უზრუნველყოფის გზით.⁴³¹

⁴²⁸Centre for European Policy Studies, MiFID 2.0: Casting new light on Europe’s Capital Markets, Report of the ECMI-CEPS Task Force on the MiFID Review, Brussels, 2011, 122-123.

⁴²⁹იქვე 126.

⁴³⁰European Commission, Commission Staff working paper, Executive Summary of the Impact Assessment Accompanying the document Proposal for a Directive of the European Parliament and of the Council Markets in financial instruments (Recast) and the Proposal for a Regulation of the European Parliament and of the Council Markets in financial instruments, SEC (2011) 1227 final, Brussels, 20.10.2011, 2.

⁴³¹Commission, Public Consultation. Review of the Markets in Financial Instruments Directive, 2010, 5.

MiFID-ი იყენებს კლიენტების კლასიფიკაციის კომპლექსურ სისტემას, რომლითაც ინვესტორები იღებენ განსხვავებული დონის დაცვას თავიანთ ფინანსურ მდგომარეობაზე, გათვითცნობიერებულობის დონესა და პრიორიტეტებზე დამყარებით.⁴³² დირექტივა მოითხოვს, რომ მოხდეს კლიენტების კლასიფიკაცია სამ ძირითად კატეგორიად: დასაშვები კონტრაქტები⁴³³ (მოიცავს მხოლოდ ყველაზე დიდ და გათვითცნობიერებულ ინვესტორებს. 30-ე მუხლის მიხედვით ესენია: საინვესტიციო კომპანიები, საკრედიტო დაწესებულებები, სადაზღვევო კომპანიები, კოლექტიური და საპენსიო ფონდები და მათი მენეჯერი კომპანიები, სხვა საფინანსო ინსტიტუტები ავტორიზებული ან რეგულირებული ევროპის კავშირის სამართლის ან წევრი ქვეყნის სამართლის მიერ, ნაციონალური მთავრობები, ცენტრალური ბანკები, საერთაშორისო ორგანიზაციები და ა.შ.); პროფესიონალი კლიენტები (რომლებსაც აქვთ საკმარისი გამოცდილება, ცოდნა და კომპეტენცია, რომ დამოუკიდებლად მიიღონ საკუთარი საინვესტიციო გადაწყვეტილება და სათანადოდ შეაფასონ ამასთან დაკავშირებული რისკები. კლიენტების პროფესიონალ კლიენტად აღიარების კრიტერიუმები დადგენილია დირექტივის მეორე დანართში) და მცირე კლიენტები (ყველა სხვა ინვესტორი არის მცირე ინვესტორი). მცირე ინვესტორთა ფართო ჯგუფს მიეკუთვნება ფასიანი ქაღალდების კომპანიის ყველა კლიენტი, რომლებიც არ არიან პროფესიონალები. შედეგად, ყველა კლიენტი ავტომატურად მიეკუთვნება მცირე ინვესტორთა კატეგორიას, თუ ისინი ვერ ასრულებენ პროფესიონალი ინვესტორისთვის დაწესებულ მკაცრ წინაპირობებს. მნიშვნელობა არა აქვს კლიენტის ფინანსურ წარსულს. ასევე არ ხდება კატეგორიის შეცვლა მხოლოდ ინვესტორის ქონების მოცულობის საფუძველზე. დირექტივის მიხედვით, ყველაზე მეტი დაცვა მცირე ინვესტორებისთვის არის გათვალისწინებული, რადგან რეგულატორები მათ განიხილავენ, როგორც ყველაზე უფრო „მგრძობიარეებს“ საინვესტიციო გადაწყვეტილების მიღების დროს.⁴³⁴

დირექტივა ითვალისწინებს ინვესტორებისთვის უფლებას, ყველა დადგენილი მოთხოვნის შესრულების შემთხვევაში, შეცვალონ მინიჭებული კატეგორია. თუ მცირე ინვესტორი გადაწყვეტს, რომ გადავიდეს პროფესიონალი კლიენტის კატეგორიაში, მას ენიჭება ეს კატეგორია ყველა პროდუქტსა და მომსახურებასთან მიმართებით. თუ ის მოინდომებს ისევ ქვედა კატეგორიაში დაბრუნებას და უფრო მეტი დაცვის მიღებას, ამის შესახებ მან თვითონ უნდა შეატყობინოს შუამავალს. აღნიშნულით დირექტივა შესაბამისობისა და სათანადოობის დადგენის ტვირთს გარკვეულწილად თვითონ ინვესტორს აკისრებს და ამით ამსუბუქებს შუამავლებზე დაკისრებულ ტვირთს. დირექტივა უფლებას აძლევს შუამავლებს დაასკვნან,

⁴³²*Ravdin G.*, One step forward, two steps back: Arguing for a Transatlantic Investor Protection Regime, *Columbia Journal of Transnational Law*, 50 Colum. J. Transnat'l L. 490, 2012, 4.

⁴³³ „Eligible counter-parties (ECPs)“.

⁴³⁴*Haines L.*, The Markets in Financial Instruments Directive (MiFID): Investor Protection enhanced by Suitability Requirements, *Company Lawyer*, 2007, 1.

რომ პროფესიონალ ინვესტორებს აქვთ საჭირო გამოცდილება და უნარი საინვესტიციო რისკის სატარებლად.⁴³⁵

კლიენტთა კატეგორიის დადგენის შემდგომ დირექტივა ახდენს შუამავლებისთვის ვალდებულებების დაკისრებას კლიენტების კატეგორიების ამ კომპლექსურ სისტემაზე დაფუძნებით. დირექტივის მიხედვით შუამავლები უნდა მოქმედებდნენ გულწრფელად, სამართლიანად და პროფესიულ კლიენტის ინტერესების გათვალისწინებით.⁴³⁶ დირექტივის ინვესტორთა დაცვის სისტემის ერთ-ერთ მნიშვნელოვან ელემენტს შესაბამისობისა და სათანადოობის ტესტის ფენომენი წარმოადგენს.⁴³⁷ დირექტივა ინვესტორთა კონსულტაციის დროს ითვალისწინებს შესაბამისობის ტესტს – „Suitability“ (კლიენტის ცოდნის, გამოცდილების, ფინანსური მდგომარეობისა და საინვესტიციო მიზნების შემოწმება). არაკონსულტირებული გაყიდვების დროს უნდა ჩატარდეს სათანადოობის ტესტი – „Appropriateness“ (შეფასდეს ის ფაქტი, აქვს თუ არა კლიენტს საკმარისი ცოდნა და გამოცდილება პროდუქტის გასაგებად).

MiFID-ი ერთმანეთისგან ასხვავებს ფინანსური/ფასიანი ქაღალდების მომსახურების სამ კატეგორიას: 1.საინვესტიციო რჩევა/პორტფოლიოს მართვა (თავდაპირველი დირექტივის 19(4) მუხლი, ახალი ვერსიის 25(2) მუხლი – რომელზედაც ვრცელდება შესაბამისობის ტესტი); 2.მომსახურება „რჩევის არმიწოდების“ სიტუაციის ფარგლებში (თავდაპირველი დირექტივის 19(5) მუხლი, ახალი ვერსიის 25(3) მუხლი, მოიცავს სხვა სახის ფასიანი ქაღალდების მომსახურებას და მოქმედებს სათანადოობის ტესტი); 3.მომსახურება ე.წ. „Execution-only“ სიტუაციის ფარგლებში, სადაც ხდება უბრალოდ კლიენტის დავალების შესრულება (თავდაპირველი დირექტივის 19(6) მუხლი, ახალი ვერსიის 25(4) მუხლი, ამ კატეგორიით მოცული მომსახურება შეიძლება განახორციელოს ფასიანი ქაღალდების კომპანიამ, როგორც შესაბამისობის ასევე სათანადოობის ტესტის განხორციელების გარეშე).⁴³⁸

შესაბამისობის შეფასება *MiFID*-ის ინვესტორთა დაცვის რეჟიმის მნიშვნელოვანი საფუძველია. *MiFID*-ის 19(4)⁴³⁹ მუხლის მიხედვით, საინვესტიციო რჩევის ან პორტფოლიოს მართვის მომსახურების მიწოდების დროს, საინვესტიციო კომპანიებს ეკისრებათ ვალდებულება დარწმუნდნენ, რომ კონკრეტული ტრანზაქცია, რომლის რეკომენდებაც ხდება ან ხორციელდება პორტფოლიოს მართვის ფარგლებში, შესაბამისია მოცემული კლიენტისთვის. საინვესტიციო კომპანიამ უნდა მიიღოს საჭირო ინფორმაცია, რათა გააანალიზოს კლიენტთან დაკავშირებული არსებითი ფაქტები და შეაფასოს მოცემული ინვესტიციის შესაბამისობა კლიენტისთვის. აღნიშნული

⁴³⁵Ravdin G., One step forward, two steps back: Arguing for a Transatlantic Investor Protection Regime, Columbia Journal of Transnational Law, 50 Colum. J. Transnat'l L. 490, 2012, 5.

⁴³⁶„act honestly, fairly and professionally in accordance with the best interests of [their] clients. “ - დირექტივის თავდაპირველი ვერსიის 19(1) მუხლი, ახლანდელი ვერსიის 24(1) მუხლი.

⁴³⁷დირექტივის თავდაპირველი ვერსიის მე-19 მუხლი, ახლანდელი ვერსიის 25-ე მუხლი.

⁴³⁸Kohlert D., Anlageberatung und Qualität – ein Widerspruch, Schriftenreihe des Instituts für Europäisches Wirtschafts- und Verbraucherrecht e.V., Band 28, Nomos, Baden-Baden, 2009,180.

⁴³⁹ახლანდელი 25(2) მუხლი.

მოიცავს ინფორმაციას კლიენტის: 1.საინვესტიციო მიზნების შესახებ (რისკის პროფილი, რა მიზნით ახორციელებს ინვესტიციას და ა.შ.); 2.ფინანსური სიტუაციის შესახებ (რეგულარული შემოსავლის წყარო და მოცულობა, ინვესტიციები, აქტივები და ა.შ.); 3.ცოდნისა და გამოცდილების შესახებ (უნარი გააცნობიეროს რეკომენდებულ ტრანზაქციასთან დაკავშირებული რისკები და ა.შ.). ამ ინფორმაციაზე დამყარებით საინვესტიციო კომპანია აფასებს შეესაბამება თუ არა კონკრეტული ინვესტიცია მოცემული კლიენტის საინვესტიციო მიზნებს, ფინანსურ სიტუაციას, ცოდნისა და გამოცდილების დონეს. ანუ, როდესაც შუამავალი ახდენს საინვესტიციო რჩევის მიწოდებას ან პორტფოლიოს მართვას, მხოლოდ ის ფასიანი ქაღალდი უნდა შესთავაზოს ინვესტორს, რომელიც შესაბამისია ინვესტორისთვის, მისი საინვესტიციო მიზნების, ფინანსური სიტუაციის და საინვესტიციო გამოცდილების გათვალისწინებით. ასეთი შესაბამისობის დადგენის მოცულობა დამოკიდებულია მომხმარებლის კატეგორიაზე, თუმცა კლიენტის კატეგორიის მიუხედავად, შუამავლებს უფლება არ აქვთ ისეთი პროდუქტი ან მომსახურება შესთავაზონ ინვესტორს, რომელიც მისთვის სრულიად შეუსაბამოა.

იმ შემთხვევაში, როდესაც შუამავლების ახდენენ მომსახურების გაწევას, რომელიც არ მოიცავს საინვესტიციო რჩევას ან პორტფოლიოს მართვას, მათ მხოლოდ ის უნდა უზრუნველყონ, რომ მიწოდებული პროდუქტი და მომსახურება სათანადო იყოს კლიენტისთვის.⁴⁴⁰ სათანადოობა აწესებს უფრო ნაკლებ მოთხოვნებს, ვიდრე შესაბამისობა. სათანადოობის დადგენის დროს, შუამავალმა მხოლოდ ზედაპირული გამოკვლევა უნდა ჩაატაროს კლიენტის შესახებ და არ აგებს პასუხს არასათანადო პროდუქტის შეთავაზებაზე, თუ იგი ამის შესახებ წინასწარ გააფრთხილებს კლიენტს.

როდესაც ხდება „execution-only“ (მხოლოდ კლიენტის დავალების შესრულება) მომსახურების მიწოდება მომხმარებლის მოთხოვნის საფუძველზე, შუამავლები არ ახორციელებენ არც შესაბამისობის და არც სათანადოობის შეფასებას.

შესაბამისობისა და სათანადოობის ეს კონცეფცია სცდება ინვესტორებისთვის მხოლოდ გამჭვირვალობისა და ინფორმაციის შექმნის მოთხოვნას, რადგან მრჩეველი და პროდუქტის შემთავაზებელი ვალდებული არიან, რაღაც მოცულობით აიღონ პასუხისმგებლობა, რომ ინვესტორი იმ საინვესტიციო პროდუქტს შეიძენს, რომელიც შეესაბამება მისი რისკების ტარების უნარს. კონცეფცია ემყარება იმ ფაქტს, რომ პრაქტიკაში მხოლოდ რისკების ღიაობა ხშირად ვერ აღწევს დასახულ მიზანს, რადგან, როგორც წესი, კლიენტები ზედმეტად აფასებენ რისკების ტარების საკუთარ უნარს ან სრულად ვერ იგებენ იმ რისკებს, რომლის შესახებაც მათ ინფორმაცია მიეწოდათ. შესაბამისობისა და სათანადოობის კონცეფციას მნიშვნელოვნად გადააქვს პასუხისმგებლობა იმ საკითხზე, აიღოს თუ არა ინვესტორმა კონკრეტული რისკები მრჩეველზე/პროდუქტის გამყიდველზე.⁴⁴¹ აღნიშნულიდან გამომდინარე, MiFID-ი წარმოადგენს ევროპის კავშირის მიერ ღიაობის საშუალებაზე ფართო დაყრდნობისგან დისტანცირების დაწვების პირველ

⁴⁴⁰ დირექტივის თავდაპირველი ვერსიის 19(5) მუხლი, ახლანდელი ვერსიის 25(3) მუხლი.

⁴⁴¹ Schenker U. in Heim K. (Hrsg.), Schenker U., Priffner A., Hammer F., Suitability and Appropriateness, Schulthess, Zürich, 2012, 12-13.

სიმპტომს. *MiFID*-ის მიერ შექმნილი ინვესტორის სახეს საფუძვლად არ უდევს პრეზუმფცია ზოგადად გონიერი, საშუალოდ ინფორმირებული ინვესტორის არსებობის შესახებ. დირექტივა მოითხოვს, რომ გათვალისწინებული იქნეს კლიენტთა განსხვავებები, მათი დაცვის მოთხოვნილების მიხედვით კლასიფიცირებისა და დაცვის შესაბამისი ზომების ამ კატეგორიაზე მორგების გზით.⁴⁴²

დირექტივის მთავრ ინოვაციას წარმოადგენს ბიზნესის წარმოებისა და ინტერესთა კონფლიქტის დაძლევის დეტალიზებული რეჟიმის შემოღება. დირექტივა ცდილობს ინვესტორთა დაცვის ამოცანის მიღწევას ისეთი კონცეფციებით, როგორც არის: საუკეთესო აღსრულების განხორციელების ვალდებულება,⁴⁴³ ინტერესთა კონფლიქტის გასაჯაროების ვალდებულება (დირექტივის თავდაპირველი ვერსიის 18-ე მუხლი, ახალი ვერსიის 23-ე მუხლი), კლიენტთა კატეგორიებად დაყოფის ვალდებულება და მათი კატეგორიის შესაბამისი მოპყრობა და ფართო გამჭვირვალობის ვალდებულებები რეგულირებული ფირმებისთვის.⁴⁴⁴

ინვესტორთა კონსულტაციის პროცესის რეგულირებასთან ერთად დირექტივა ეხება ღიაობის მოთხოვნებსაც. წინა ორი განხილული დირექტივისგან განსხვავებით, ფინანსური ბაზრების დირექტივა ეხება ღიაობას, რომელიც დაკავშირებულია საინვესტიციო მომსახურების მიწოდებასთან. განსაკუთრებით ეს ეხება პროდუქტების დისტრიბუციას და მარკეტინგული კომუნიკაციის ღიაობას.

MiFID ფასიანი ქაღალდების კომპანიებისთვის ადგენს რამდენიმე საინფორმაციო ვალდებულებას, რომლებიც უხეშად შეიძლება დაიყოს: 1. ვალდებულება მიაწოდო ინფორმაცია კლიენტს და 2. ვალდებულება მიიღო, მოიპოვო ინფორმაცია კლიენტებისა და შეთავაზებული ფინანსური

⁴⁴² *Schumacher M., Risikoaufklärung durch Wertpapierfirmen und Effektenhändler. MiFID-Schweiz. Ein Rechtsvergleich, Schulthess, Zürich, 2011, 6.*

⁴⁴³ *MiFID*-მა პირველად შემოიტანა ერთიანი მოთხოვნები ევროპაში ფინანსურ ინსტრუმენტებთან დაკავშირებული კლიენტების დავალებების საუკეთესო აღსრულებისთვის. მიუხედავად იმისა, რომ თვითონ საუკეთესო აღსრულების კონცეფცია არ არის ახალი, დირექტივის სიახლეს წარმოადგენს ევროპის კავშირის შეთანხმება სამართლებრივი კონტექსტის იმპლემენტირებაზე, რომლის მიხედვითაც საუკეთესო აღსრულება ერთიანი ნორმებით/წარწოთი არის რეგულირებული. საუკეთესო აღსრულების მთავარ იდეას წარმოადგენს, ის, რომ დავალების აღსრულების პროცესში კლიენტების სურვილი რაც შეიძლება ზუსტად უნდა იქნეს ასახული. აღსანიშნავია, რომ *MiFID*-ის საუკეთესო აღსრულების (best execution) კონცეფცია პროცესზე დაფუძნებულია, ანუ საინვესტიციო კომპანიებმა უნდა აჩვენონ, რომ მათ მიიღეს ზომები საუკეთესო აღსრულებისთვის, რეალური საუკეთესო აღსრულება არ არის მოთხოვნილი. საუკეთესო აღსრულების საბაზისო პრინციპია ტრანზაქციის ხარჯების შემცირება. საუკეთესო აღსრულების დანაწესების მთავარი მიზანი, *MiFID*-ის მიხედვით, არის ინვესტორთა დაცვა. მასთან ერთად, საუკეთესო აღსრულებამ უნდა გააუმჯობესოს ბაზრის ეფექტიანობა იმის გარანტირებით, რომ ყველაზე ეფექტიანი სავაჭრო პლატფორმები, რომლებიც ასევე ყველაზე ნაკლები ხარჯის გამომწვევია კლიენტისთვის, „დაჯილდოებული“ იქნება უფრო მეტი ბიზნესით. *MiFID* არ განიხილავს ინვესტორთა დაცვას ან ბაზრის ეფექტიანობას პრიორიტეტულად, არამედ მიიჩნევს, რომ ეს ორი მიზანი ყოველთვის თავსებადია.

⁴⁴⁴ *Prentice A., Legislative Comment : The Markets in Financial Instruments Directive, International Trade Law & Regulation, 2012, 1.*

ინსტრუმენტების შესახებ („know your customer“, „know your security“- იცნობდე შენს კლიენტს; იცნობდე შენს ფასიან ქალაქს).

ინფორმაციისა და ანგარიშის წარმოდგენის ვალდებულებები ფინანსური ბაზრების ღირებულების ინვესტორთა დაცვის ჩარჩოს მნიშვნელოვან ნაწილს წარმოადგენს.⁴⁴⁵ ღიაობის რეჟიმის უმთავრესი პრინციპები მოცემულია თავდაპირველი ღირებულების მე-19 მუხლში (ახლანდელი 24-ე მუხლი), რომელიც მოითხოვს, რომ ყველა ინფორმაცია, მარკეტინგული კომუნიკაციის ჩათვლით, იყოს სამართლიანი, გასაგები და არა შეცდომაში შემყვანი.⁴⁴⁶ მეორე დონის ღირებულების (Directive 2006/73/EC) 27-ე მუხლი შეიცავს ამ მოთხოვნის სპეციალურ დეტალებს. ის მოიცავს მოთხოვნას, რომ არ შეიძლება რაიმე სარგებლისთვის ხაზის გასმა ისე, რომ არ იქნეს მოცემული ზუსტი ინდიკაცია მასთან დაკავშირებული რისკის შესახებ; ინფორმაცია უნდა იყოს საკმარისი და ამასთან, ადვილად გასაგები იმ ჯგუფის საშუალო წევრისთვის, რომლისთვისაც ის არის შექმნილი ან ვინც უნდა მიიღოს ეს ინფორმაცია; წარსული ფუნქციონირების ინდიკატორები არ უნდა წარმოადგენდეს წამყვან მახასიათებელს და აუცილებლად უნდა იქნეს მოცემული გაფრთხილება, რომ წარსული არ განაპირობებს და ვერ იქნება გამოყენებული მომავლის პროგნოზირებისთვის.⁴⁴⁷ მუხლი 19(3) (ახალი ვერსიის 24(4) მუხლი) მოითხოვს საინვესტიციო კომპანიებისა და მომსახურების, ფინანსური ინსტრუმენტებისა და შეთავაზებული ინვესტირების სტრატეგიების, საინვესტიციო მომსახურებასთან და საინვესტიციო სტრატეგიებთან დაკავშირებული რისკების, ხარჯებისა და გადასახდელების შესახებ სათანადო ინფორმაციის მიწოდებას ადვილად აღქმადი ფორმით. კლიენტებს შესაძლებლობა უნდა ჰქონდეთ, გაიგონ შემოთავაზებული საინვესტიციო მომსახურებისა და კონკრეტული ფინანსური ინსტრუმენტის ხასიათი, მასთან დაკავშირებული რისკები და შესაბამისად ინფორმირებულ საფუძველზე მიიღონ საინვესტიციო გადაწყვეტილებები.

მიუხედავად იმისა, რომ ინფორმაციული ღიაობის ვალდებულებები გამოყენებულია მარეგულირებელ ტექნიკად და ფინანსური ბაზრების ღირებულების ღიაობის ვალდებულებები შეიძლება განხილულ იქნეს ინფორმაციული მოდელის გაფართოებად, არსებობს მოსაზრება, რომ MiFID-ის შესაბამისობისა და სათანადოობის ტესტს შემოაქვს ახალი განზომილებები ინვესტორთა დაცვაში, რომელიც ცდება სუფთა ინფორმაციულ მიდგომას.⁴⁴⁸

ფინანსური ბაზრების ღირებულება შორდება უნივერსალური ინფორმაციის მოდელს და ამის ნაცვლად უფრო მეტ დეტალს შეიცავს, რომელიც მიმართულია ეფექტიან ინვესტორთა დაცვის ინტერესში რისკების ზოგადი შემცირებისაკენ.⁴⁴⁹ ფინანსური ბაზრების ღირებულებას გადააქვს პასუხისმგებლობა ინვესტორიდან მრჩეველებზე, რომელსაც ისინი ეყრდნობიან.

⁴⁴⁵Commission, Public Consultation. Review of the Markets in Financial Instruments Directive, 2010, 54.

⁴⁴⁶„fair, clear and not misleading“.

⁴⁴⁷Panasar R., Boeckman P., European Securities Law, Oxford University Press, Oxford, 2010, 78.

⁴⁴⁸Grundmann S., Atamer Y.M., Financial Services, Financial Crisis and General European Contract Law, Private Law in European Context Series, Volume 17, Wolters Kluwer, The Netherlands, 2011, 277.

⁴⁴⁹იქვე, 268.

ფინანსური ბაზრების დირექტივის მიხედვით, ინვესტორთა დაცვა დარეგულირებულია როგორც, პირველ რიგში, კომპანიის ვალდებულება ინვესტორის მიმართ და არა როგორც ინვესტორის უნარი მიიღოს რაციონალური, ღიაობაზე დამყარებული გადაწყვეტილებები.⁴⁵⁰

ფინანსური ბაზრების დირექტივამ უკვე მოიტანა მნიშვნელოვანი ცვლილებები. დირექტივის შედეგად წამოიჭრა ინვესტორთა დაცვის უფრო მეტი და სრულყოფილი მოთხოვნები და ამასთან დირექტივამ წარმოშვა უფრო მზარდი კონკურენცია, ინოვაცია და ინვესტორებისთვის უკეთესი მომსახურება.⁴⁵¹ მთლიანობაში უნდა ითქვას, რომ დირექტივის დამსახურებით შემცირდა ტრანზაქციის ხარჯები და გაიზარდა ინტეგრაცია. მიუხედავად დირექტივის ამ უცილო წარმატებისა, მან მაინც ვერ გაამართლა თავდაპირველი მოლოდინი. რეჟიმი არ აღმოჩნდა შესაფერისი ფასიანი ქაღალდებით ვაჭრობის მოცულობისა და სიჩქარის ზრდის თვალსაზრისით, მუდმივი ინოვაციური პროდუქტებისა და ფასიანი ქაღალდების ხელახლა გამოგონების ერაში. გამოვლენილი ხარვეზების რიცხვში იყო: პირველი, დირექტივა არაერთგვაროვნად ფარავს საინვესტიციო მომსახურების ზოგიერთ პროვაიდერსა და ზოგიერთ პროდუქტს, მაგალითად, სტრუქტურირებულ დეპოზიტებს; მეორე, გაუგებრობები წარმოიშობა ინვესტორთათვის მიწოდებულ რამდენიმე მომსახურების ტიპთან დაკავშირებით, როგორც არის „*execution only*“ მომსახურების მოცულობა, ინვესტორთა კონსულტაციის ხარისხი ან ანაზღაურების სისტემა; მესამე, არასწორი გაყიდვების პრაქტიკამ შექმნა ეჭვები მცირე კლიენტებისთვის მომსახურების გაწევასა და კლიენტების კლასიფიკაციის საკითხთან დაკავშირებით და ბოლოს, აღსრულების ხარისხის შესახებ მონაცემების არარსებობა ამცირებს საინვესტიციო ფირმების შესაძლებლობას, კლიენტების სავაჭრო შეკვეთის აღსრულებისთვის აირჩიონ საუკეთესო პლატფორმა.⁴⁵²

დირექტივა ექსპლიციტურად არ აღჭურავს მცირე ინვესტორებს სათანადო უფლებებით, იმ შემთხვევაში როდესაც საინვესტიციო კომპანია ან საკრედიტო დაწესებულება არ ემორჩილება დირექტივით დადგენილ ქცევით ნორმებს. აღსანიშნავია, რომ დირექტივა შექმნილია უმეტესწილად მასში მოცემული ინვესტორთა დამცავი დანაწესების სახედამხედველო ორგანოების მიერ საჯარო აღსრულების პერსპექტივით. დირექტივა არ ახდენს ინვესტორთა ხელთ არსებული საშუალებების, ზომების ჰარმონიზებას საინვესტიციო მომსახურების პროვაიდერების მიერ ხელშეკრულებასთან დაკავშირებული დანაწესების არშესრულების შემთხვევისთვის და აღნიშნულ საკითხს წევრი ქვეყნების ნაციონალური კერძო სამართლის კომპეტენციაში ტოვებს. ვალდებულებები, რომლებიც დაკისრებულია საინვესტიციო კომპანიებზე, საჭიროებს მხარდაჭერას სამართლებრივი ორგანოების მიერ და ისინი განმარტებული უნდა იქნეს, როგორც ვალდებულებები, რომლებიც მათი

⁴⁵⁰ Moloney N., How to Protect Investors: Lessons from the EC and the UK, Cambridge University Press, Cambridge, 2010, 216.

⁴⁵¹ Commission, Public Consultation. Review of the Markets in Financial Instruments Directive, 2010, 5.

⁴⁵² European Commission, Commission Staff working paper, Executive Summary of the Impact Assessment Accompanying the document Proposal for a Directive of the European Parliament and of the Council Markets in financial instruments (Recast) and the Proposal for a Regulation of the European Parliament and of the Council Markets in financial instruments, SEC (2011) 1227 final, Brussels, 20.10.2011, 3-4.

შეუსრულებლობის შემთხვევაში ხდება პასუხისმგებლობის დაკისრების საფუძველი. პასუხისმგებლობის საკითხის ნაციონალური კანონმდებლის კომპეტენციაში დატოვება იწვევს მნიშვნელოვან განსხვავებებს ევროპის კავშირის წევრი ქვეყნების პასუხისმგებლობის სისტემებს შორის. არსებითია, მოხდეს პასუხისმგებლობის მარეგულირებელი ნორმების ჰარმონიზაცია ევროპის კავშირის დონეზე. თვითონ დირექტივამ უნდა შეიმუშაოს პასუხისმგებლობის საკუთარი კონცეფცია და სავალდებულო გახადოს ის წევრი სახელმწიფოებისთვის.⁴⁵³

ყოველივე ზემოთ აღნიშნულიდან გამომდინარე, წარმოიშვა *MiFID*-ის მიერ დაწესებული მარეგულირებელი ჩარჩოს განახლებისა და შეცვლის საჭიროება, რათა შესაძლებელი გახდეს დირექტივის მიღების შემდეგ ფინანსურ ბაზრებზე მომხდარი ცვლილებების გათვალისწინება.

III.3. ინვესტორთა დაცვის ქართული კანონმდებლობა გლობალურ ფინანსურ კრიზისამდე

საქართველოში ფასიანი ქაღალდების ბაზრის ჩამოყალიბება სახელმწიფოებრივი დამოუკიდებლობის აღდგენის შემდეგ (1991 წ.) დაიწყო და ჯერ კიდევ არ დასრულებულა. ინვესტორების დაცვასთან დაკავშირებული საკითხები განვლილი პერიოდის განმავლობაში მუდმივად იდგა ყურადღების ცენტრში, თუმცა ეს ყურადღება ყოველთვის გარკვეული პერიოდის ამოცანებიდან გამომდინარეობდა.

საქართველოში 90-იანი წლების დასაწყისში კაპიტალის ბაზრის განვითარება სტიქიურად დაიწყო. შეიქმნა მრავალი სააქციო საზოგადოება, ჩამოყალიბდა სხვადასხვა სახის ფონდები, ბანკები. შედეგად, ისე როგორც მსგავსი ქვეყანების უმრავლესობაში, საქართველო მოიცვა ფინანსურმა პირამიდებმა, რომლებიც დასრულდა კრახით და ათიათასობით მეანაბრის ზარალით. ფიზიკური პირების, ინვესტორების დაცვა შესაძლებელი იყო სამეწარმეო საქმიანობის ფორმების სწორი განსაზღვრით. ამ მიზნით მიღებული იქნა საქართველოს კანონი „მეწარმეთა შესახებ“ (1994 წ. 28 ოქტომბერი). კანონი ეფუძნებოდა გერმანულ სამართალს.

იქიდან გამომდინარე, რომ ქვეყანა განიცდიდა ინვესტიციების ნაკლებობას, სახელმწიფო პოლიტიკა მიმართული იყო უცხოური ინვესტიციების მოსაზიდად. ამ მიზნით მიღებული იქნა კანონები: „უცხოური ინვესტიციების შესახებ“ (1991 წლის 25 ივლისი), „უცხოური ინვესტიციების შესახებ“ (1995 წლის 30 ივნისი), „საინვესტიციო საქმიანობის ხელშეწყობისა და გარანტიების შესახებ“ (1996 წლის 12 ნოემბერი). ამ უკანასკნელში 2006 წელს შეტანილი იქნა ცვლილებები და პრეამბულაში გაჩნდა ჩანაწერი, რომ კანონი წარმოადგენს სამართლებრივ საფუძველსა და დაცვის გარანტიებს, როგორც უცხოური, ისე „ადგილობრივი ინვესტიციების“ განხორციელებისათვის. აღნიშნული კანონით განსაზღვრულია ინვესტიციის არსი, მისი სტრუქტურა, საინვესტიციო საქმიანობის სუბიექტი და ობიექტი. კანონის პირველი მუხლის

⁴⁵³*Tekinalp Ü., Investor Protection and Investment Firm's Duty of Care and Loyalty of Clients, in Grundmann S., Atamer Y.M., Financial Services, Financial Crisis and General European Contract Law, Private Law in European Context Series, Volume 17, Wolters Kluwer, The Netherlands, 2011, 177.*

პირველი პუნქტის თანახმად, „ინვესტიციად მიიჩნევა ყველა სახის ქონებრივი და ინტელექტუალური ფასეულობა ან უფლება, რომელიც დაბანდდება და გამოიყენება შესაძლო მოგების მიღების მიზნით საქართველოს ტერიტორიაზე განხორციელებულ სამეწარმეო საქმიანობაში“. საინვესტიციო საქმიანობის სუბიექტად კანონი მიიჩნევს ყველა ფიზიკურ და იურიდიულ პირს, აგრეთვე საერთაშორისო ორგანიზაციას, რომელიც ახორციელებს ინვესტიციებს საქართველოში (მე-2 მუხლი, პ.1). ამავე კანონით განსაზღვრულია ინვესტიციების დაცვის გარანტიები, რომ ინვესტიციები საქართველოში მთლიანად და უპირობოდ არის დაცული (მე-7 მუხლი, პ.1). ამასთან, კანონის თანახმად, ინვესტირებისათვის დადგენილია ნაციონალური რეჟიმი, ანუ უცხოელი და საქართველოს ინვესტორები სარგებლობენ თანაბარი უფლებებითა და გარანტიებით (მე-3 მუხლი, პ.1).

2006 წლის 30 ივლისს მიღებული იქნა საქართველოს კანონი „ინვესტიციების სახელმწიფო მხარდაჭერის შესახებ“. ამ კანონის მოქმედება ვრცელდება „ნებისმიერ უცხოურ და ადგილობრივ ინვესტიციაზე“ (მე-2 მუხლი, პ.1). თვითონ ასეთი კანონის არსებობის ფაქტი დადებითია ინვესტორების დაცვის კუთხით, მაგრამ ეს კანონი, როგორც კონტექსტით შეიძლება გაირკვეს, ორიენტირებულია ინვესტიციებზე სამეწარმეო სფეროში, თუმცა ინვესტიციის განმარტება კანონში მოცემული არაა. კანონის გამოყენება ასეთ შემთხვევაში შეუძლია ნებისმიერ, მათ შორის კაპიტალის ბაზრის ინვესტორს. კერძოდ, მას შეუძლია მოითხოვოს ნებისმიერი ინფორმაცია „ინვესტიციების განხორციელებასთან დაკავშირებულ“ საკითხებზე (მე-4 მუხლი, პ.1, ქვეპ. „გ“). მაგრამ, ეს ინფორმაცია შესაძლებელია მიიღოს, თუ ის ეხება ადმინისტრაციულ ორგანოებს. აგრეთვე საინტერესოა, რომ „ანაზღაურებად საწყისებზე“ ინვესტორს შეუძლია ისარგებლოს საჯარო სამართლის იურიდიული პირის „საქართველოს ეროვნული საინვესტიციო სააგენტოს“ მომსახურებით (მე-3 მუხლი, პ.3).

კანონი ითვალისწინებს „განსაკუთრებული მნიშვნელობის ინვესტორის“ (ძირითადად თუ ინვესტიციის ზომა აღემატება 8 მლნ. ლარს) სტატუსის მინიჭებას (მუხლი 10). ამ სტატუსის მქონე ინვესტორს აქვს განსაკუთრებული სამთავრობო ხელშეწყობა.

ყველა აღნიშნული სპეციალური კანონი, ერთი მხრივ, მიმართულია ინვესტიციების მოზიდვის წასახალისებლად და მეორეც, მასში აქცენტი გადატანილია ინვესტორებთან ხელისუფლების ურთიერთობაზე და არა ინვესტიციებისა და ინვესტორების დაცვის ერთიან სისტემაზე, მექანიზმზე. თუ ყურადღებით დავაკვირდებით ქართულ კანონმდებლობას ინვესტიციებთან დაკავშირებით, დავინახავთ, რომ ყველგან საუბარია ინვესტიციების დაცვაზე მისი ფიზიკური მნიშვნელობით, მისი გადაადგილების, ხელშეუხებლობის თვალსაზრისით. ბუნებრივია, ეს ნიშნავს ინვესტორის დაცვას, მის დაცვას ინვესტიციების განხორციელებისა და ინვესტიციების შედეგების მიღების პროცესში. ამ გაგებით ქართული კანონმდებლობა ლიბერალურია და შესაბამისობაშია საერთაშორისო პრინციპებთან. უცხოელი ინვესტორები ჩაყენებული არიან „ნაციონალურ რეჟიმში“, ანუ ისინი მოქცეულნი არიან არაუარეს სამართლებრივ გარემოში, ვიდრე რეზიდენტი პირები. 1998 წლამდე ქართულ კანონმდებლობაში საუბარი არ არის ინვესტორის დაცვაზე

გადაწყვეტილების მიღების დროს, არ იყო გამიჯნული ინვესტორთა დაცვის საკითხი კორპორაციის შიგნით და მის გარეთ, მათ შორის ფასიანი ქაღალდების ბაზარზე, არ იყო დადგენილი კაპიტალის ბაზრის მონაწილეთა პასუხისმგებლობა ინვესტორთან მიმართებით.

ასე იყო 1998 წლამდე, ვიდრე მიღებული იქნა საქართველოს კანონი „ფასიანი ქაღალდების ბაზრის შესახებ“ (1998 წლის 24 დეკემბერი). აღნიშნული კანონი შემუშავებულია ანგლო-ამერიკული კანონმდებლობის საფუძველზე. ამ კანონის მიღებით საქართველოს კანონმდებლობა ფასიანი ქაღალდების სფეროში გახდა აშშ-ისა და ევროპის კავშირის კანონმდებლობის ხარისხის მქონე. კანონის პრეამბულაში მოცემულია კანონის მიზანი – ინვესტორთა და მათ შორის პოტენციურ ინვესტორთა ინტერესების დაცვა, რომელიც შესაძლებელია მხოლოდ მათთვის ფასიან ქაღალდებთან დაკავშირებული ინფორმაციის საჯაროობის, ხელმისაწვდომობისა და სამართლიანი ვაჭრობის წესების დადგენის გზით.⁴⁵⁴

„ფასიანი ქაღალდების ბაზრის შესახებ“ საქართველოს კანონის მიღებამდე ცოტა ხნით ადრე, 1998 წლის 5 მარტს, მიღებულ იქნა საქართველოს კანონი „სახელმწიფო ვალის შესახებ“ (ამ კანონმა შეცვალა საქართველოს რესპუბლიკის სახელმწიფო საბჭოს 1992 წლის 8 სექტემბრის დეკრეტი „საქართველოს რესპუბლიკის სახელმწიფო ვალის შესახებ“),⁴⁵⁵ რომელმაც დაარეგულირა სახელმწიფო ფასიანი ქაღალდების ემისიისა და საჯარო შეთავაზების საკითხები.

ფასიანი ქაღალდების მეორად ბაზარზე ინვესტორების ინტერესების დაცვის თვალსაზრისით საქართველოს კანონმდებლობა 1998 წელს წარმოდგენილი იყო მრავალი ისეთ პოზიციით, რომლებიც დღეს ევროპასა და აშშ-ში განიხილება, როგორც რეფორმის მიმართულება და მიზანი. განსაკუთრებით მნიშვნელოვანი იყო ინვესტორების ინფორმირებულობის საკითხი საემისიო პროსპექტის ემიტენტებისა და ფინანსური ანგარიშგების საჯაროობის, კონფიდენციალური და ინსაიდერული ინფორმაციის, ზიანისა და სანქციის საკითხებთან დაკავშირებით.

1998 წელს შეიქმნა ფასიანი ქაღალდების ეროვნული კომისია, რომელსაც ევალებოდა „ფასიანი ქაღალდების შესახებ“ საქართველოს კანონის პრაქტიკული განხორციელება. კომისია მოწყობილი იყო ამერიკული SEC-ის პრინციპებით. მან იფუნქციონირა 2007 წლამდე, როდესაც მიღებული იქნა გადაწყვეტილება ფინანსურ სფეროში მეგარეგულატორის შექმნის შესახებ. 2007 წლის 11 ივლისის საკანონმდებლო ცვლილებით „ფასიანი ქაღალდების ბაზრის შესახებ“ კანონის განხორციელების ვალდებულება დაეკისრა საჯარო სამართლის იურიდიულ პირს – საქართველოს ფინანსური მონიტორინგის სამსახურს (2009 წლის 24 სექტემბერს ეს ფუნქცია საქართველოს ეროვნულ ბანკს გადაეცა).

მთლიანობაში, ფინანსურ კრიზისს საქართველო ფინანსურ სფეროში ინვესტირებისათვის მოწესრიგებული კანონმდებლობით შეხვდა, თუმცა

⁴⁵⁴ ჯიბუტი მ., *კორანაშვილი ქ.* „ფასიანი ქაღალდების ბაზრის შესახებ“ საქართველოს კანონის კომენტარი, თბილისი, 2004, 14.

⁴⁵⁵ საქართველოს რესპუბლიკის სახელმწიფო საბჭოს ნორმატიული აქტების კრებული, 1995წ., ტომი II, მუხ.158.

კრიზისის დაწყებისა და განვითარების სტადიაზე (2007 წელი), ფინანსური კრიზისის წინა პერიოდში, გარდა ინსტიტუციური ცვლილებებისა, საქართველოში მნიშვნელოვანი საკანონმდებლო ცვლილებებიც განხორციელდა. ამ ცვლილებების შეფასება ცდება ნაშრომის კვლევის მიზანს, თუმცა უნდა ითქვას, რომ ინვესტორთა ინტერესების დაცვის კუთხით მრავალი მათგანი ზრდის რისკებს. მაგალითად, კანონმდებელმა ემისიის პროსპექტისადმი წაყენებული მოთხოვნების პირვანდელი რედაქციიდან ამოიღო პროსპექტზე ემიტენტის სამეთვალყურეო საბჭოს „წევრთა უმრავლესობით“ ხელის მოწერა (მე-2 მუხლი, პ. „ბ“); მითითება „ემიტენტის მაკონტროლებლებზე“ (მე-2 მუხლი, პ. „ბ“, ქვეპ. „ბ.ა“); ინფორმაცია იმ იურიდიული პირების შესახებ, რომელთა „ემიტენტის წილი 50%-ს აღემატება“ (მე-2 მუხლი, პ. „ბ“, ქვეპ. „ბ.დ“); დამოუკიდებელი აუდიტორის წერილობითი დასტურის აუცილებლობა იმის თაობაზე, რომ მან შეამოწმა ემიტენტის ანგარიშები და თანახმაა მისი დასკვნები გამოყენებული იქნეს ემისიის პროსპექტში (მე-2 მუხლი, პ. „ბ“, ქვეპ. „ბ.დ“); იმ ექსპერტთა ხელმოწერილი დასკვნების ასლები ვინც მოამზადა ან დაამოწმა ემისიის პროსპექტში მოცემული ინფორმაცია (მე-2 მუხლი, პ. 3) და სხვა.

ზოგიერთი მოთხოვნა კანონმდებელმა ჩაასწორა, აშკარად, არა ინფორმაციის გაზრდის მიმართულებით. კანონი მოითხოვდა, რომ ემისიის საბოლოო პროსპექტში ინფორმაცია არ ყოფილიყო „9 თვეზე უფრო ადრინდელი“. მოქმედ რედაქციაში 9 თვე შეცვლილია 18 თვით (მე-4 მუხლი, პ. 18). თავდაპირველი რედაქცია ითვალისწინებდა დამტკიცებულ სამისიო პროსპექტთან შედარებით ფასიანი ქაღალდების ფასის 20%-იანი ცვლილების დროს დამატებით პროცედურას. მოქმედ რედაქციაში ეს ნორმა ამოღებულია. ამასთან, კანონის პირველ რედაქციაში აქციების საჯარო ვაჭრობა (100-ზე მეტი პირისათვის ან დაუზუსტებელი რაოდენობის პირებზე აქციების მიყიდვა) შესაძლებელი იყო მხოლოდ შუამავლის ან ბროკერის მეშვეობით და მხოლოდ საფონდო ბირჟაზე. 2007 წლის 27 მარტის საკანონმდებლო ცვლილებით საჯარო ვაჭრობა შესაძლებელია როგორც ბირჟაზე, ისე ბირჟის გარეთ. ამან გამოიწვია „ნაცრისფერი ბაზრის“ ზრდა. 2009 წელს „ნაცრისფერი ბაზრის“ წილმა შეადგინა 96,86% (სულ ფასიანი ქაღალდების გარიგებათა საერთო მოცულობამ შეადგინა 98,9 მლნ. ლარი, აქედან ბირჟის სავაჭრო სესიაზე დადებულ გარიგებათა ღირებულება იყო მხოლოდ 3,1 მლნ. ლარი, დანარჩენი 95,8 მლნ. ლარის გარიგება დაფიქსირდა ბირჟის გარეთ).⁴⁵⁶ 2010 წლისათვის „ნაცრისფერი ბაზრის“ წილმა შეადგინა 95% (სულ გარიგებები: 101,2 მლნ. ლარი, აქედან ბირჟის სავაჭრო სესიაზე 5,1 მლნ. ლარი, ბირჟის გარეთ – 96,1 მლნ. ლარი).⁴⁵⁷ ბირჟის გარეთ ვაჭრობის ზრდის ტენდენცია შემდეგ წლებშიც გაგრძელდა. 2014 წლისათვის საბროკერო კომპანიების მიერ საბირჟო და არასაბირჟო გარიგებათა ღირებულებამ 447 მლნ ლარი შეადგინა (118,2 მლნ ცალი ფასიანი ქაღალდი). აქედან ბირჟის სავაჭრო სესიებზე დაიდო 1 მლნ ლარის გარიგება (16,7 მლნ ცალი ფასიანი ქაღალდი), ხოლო ბირჟის გარეთ 446 მლნ ლარის გარიგება (101,5 მლნ ცალი ფასიანი ქაღალდი).⁴⁵⁸ ანუ,

⁴⁵⁶ საქართველოს ეროვნული ბანკი, წლიური ანგარიში, 2009, 96.

⁴⁵⁷ საქართველოს ეროვნული ბანკი, წლიური ანგარიში, 2010, 91.

⁴⁵⁸ საქართველოს ეროვნული ბანკი, წლიური ანგარიში, 2015, 104.

„ნაცრისფერმა ბაზარმა“ ფასიანი ქაღალდების ღია, რეგულირებად ბაზარს 446-ჯერ გადააჭარბა. ფაქტობრივად საქართველოში ჩამოყალიბდა „ნაცრისფერი ბაზარი“, სადაც ინვესტორთა დაცვის სისტემა აღარ ფუნქციონირებს, რადგანაც ღიაობისა და ინფორმირებულობის საკითხები აქ ორი კონტრაქტის მიერ მთლიანად და არაგამჭვირვალედ სახელშეკრულებო სამართალშია მოქცეული.

„ფასიანი ქაღალდების ბაზრის შესახებ“ საქართველოს კანონში მოცემულია სანქციების ფილოსოფია, თუ რატომ, როდის და ვინ უნდა დაისაჯოს ან როდის არ უნდა დაისაჯოს ემისიის პროსპექტში შეტანილი არასწორი ინფორმაციისათვის (მე-4 მუხლი, პ. 12), ვის ეკისრება პასუხისმგებლობა ამ ინფორმაციის გამო მიყენებული ზარალისათვის (მე-4 მუხლი, პ. 14), ლიცენზიის პირობების შეუსრულებლობისათვის (მუხლი 31), გაყალბებისა და მანიპულაციისთვის (მუხლი 44), ინსაიდერული ინფორმაციის ბოროტად გამოყენებისთვის (მუხლი 45) და სხვა. კანონის სპეციალურ თავშია ჩამოყალიბებულია „პასუხისმგებლობა ფასიანი ქაღალდების შესახებ კანონმდებლობის დარღვევისათვის“ (თავი IX).

ფასიანი ქაღალდების შესახებ კანონმდებლობის დარღვევებისათვის უმეტესობა ადმინისტრაციული სამართალდარღვევაა და საქართველოს ადმინისტრაციულ სამართალდარღვევათა კოდექსის 165⁴-165⁹ მუხლებით განსაზღვრულ პასუხისმგებლობას იწვევს.

ფასიანი ქაღალდების ბრუნვიდან წარმოშობილ ვალდებულებებს არეგულირებს საქართველოს სამოქალაქო კოდექსის 24-ე თავი. ამასთან ეს დანაწესები შესაბამისობაში არის მოსაყვანი საქართველოში მოქმედ კანონმდებლობასთან, ვინაიდან სამოქალაქო კოდექსი ჯერ კიდევ ითვალისწინებს ფასიანი ქაღალდების მატერიალური სახით არსებობას, რაც რეალურად უკვე აღარ არსებობს (ფასიანი ქაღალდები არსებობს ჩანაწერის სახით).

IV. მცირე ინვესტორთა დაცვის ინსტრუმენტების სრულყოფა გლობალური ფინანსური კრიზისის შემდგომ – წარმატებული ევროპული რეფორმა?

ფინანსური კრიზისის თაობაზე აკადემიური დისკუსია დომინირებს ეკონომისტებს, პოლიტოლოგებს, ისტორიკოსებს, ფსიქოლოგებს, სოციოლოგებსა და, რა თქმა უნდა, იურისტებს შორის. გლობალური ფინანსური კრიზისი, რომელიც დაიწყო 2007 წელს და რომელიც მუდმივ ტრანსფორმაციას განიცდიდა სხვადასხვა ფორმით, იყო – და დღემდე არის – ერთ-ერთი ისეთი ეპოქალური მნიშვნელობის მოვლენა, რომელიც „თაობაში ერთხელ“ ხდება. დამანგრეველ ეკონომიკურ შედეგებთან ერთად გლობალურმა ფინანსურმა კრიზისმა შექმნა საზოგადოებისა და საბაზრო ეკონომიკის შესახებ ზოგიერთი ფუნდამენტური ვარაუდის ძირეულად გადაფასების საჭიროება. როგორც პრაქტიკოსი, ისე მეცნიერი იურისტები დგანან მნიშვნელოვანი გამოწვევების წინაშე. რეფორმის პროცესში გათვალისწინებული უნდა იქნეს მრავალი ინტერესი – მოქალაქეების, რომლებსაც ემინიათ, რომ ისინი შესაძლებელია დაისაჯონ სხვისი

<http://www.gse.ge/AR/ARGSEY2014.pdf>, ბოლოს გამოხმობილი: 22.05.2015.

შეცდომებისთვის; მთავრობებისა და საერთაშორისო საზოგადოების, რომლებმაც უნდა დაძლიონ წინააღმდეგობა უფრო ახლო თანამშრომლობის სასარგებლოდ და დაძლიონ პროტექციონიზმი; ბანკების, რომელთაც ბრალი ედებათ ფინანსური კრიზისის გამოწვევაში. იურისტები, ყველა სფეროდან, მუშაობენ ორგანიზაციული ჩარჩოს გაუმჯობესებაზე და დახვეწასა და ძირეულ გადამუშავებაზე, რათა მოხდეს მისი ადაპტირება ამ გამოწვევების მიმართ.⁴⁵⁹

გლობალურმა ფინანსურმა და ეკონომიკურმა კრიზისმა აიძულა მარეგულირებლები მსოფლიოს მასშტაბით, გაეტარებინათ ეკონომიკური კონიუნქტურის ისტორიულად უპრეცედენტო მოცულობის პროგრამები და ფინანსური რეფორმები.⁴⁶⁰ 2007 წლის ზაფხულში აშშ-ში დაწყებული ფინანსური კრიზისი, რომელმაც 2008 წელს სისტემური ხასიათი მიიღო, მძიმე ეკონომიკური და სოციალური შედეგებით, ევროპისთვის უფრო მეტი იყო ვიდრე ეკონომიკური ფენომენი. დაუსრულებელ ევროპის კავშირს, დაუსრულებელ „ევროპას“ სწრაფად მოქმედების უფრო ნაკლები უნარი აღმოაჩნდა, ვიდრე ძლიერი აშშ-ს ან ჩინეთს. ფინანსურმა კრიზისმა დაუნდობლად გამოაშკარავა ევროზონის უკვე არსებული სისუსტეები.⁴⁶¹

2007 წლის გლობალურმა ფინანსურმა კრიზისმა ღრმა კვალი დატოვა ადამიანების ნდობაზე. ფინანსური კრიზისის პირველი ტალღის შემდეგ წარმოიშვა მასობრივი პანიკა, რომელმაც ძალიან დიდი როლი ითამაშა კრიზისის თანმდევ მასობრივ რეფორმებში. თავდაპირველად, საერთაშორისო კოორდინაცია ანტიკრიზისული ღონისძიებების განხორციელებაში ძალიან ინტენსიური იყო. ყველა ქვეყანამ მიიღო ზომები ფინანსური სექტორის გადარჩენისთვის. ეს ღონისძიებები ძირითადად საბანკო სექტორისკენ იყო მიმართული. პარალელურად დაიწყო კაპიტალის ბაზრის რეფორმები, რათა განევითარებინათ მყარი სისტემა ინვესტორთა დაცვისთვის. ეს ღონისძიებები პირველ ეტაპზე წარმატებული აღმოჩნდა, რაც ასევე ბაზრებზეც აისახა.

ეკონომიკური და ფინანსური კრიზისი, როგორც ადრე, ისე დღესაც, განსაზღვრავს ევროპის კავშირში პოლიტიკასა და ეკონომიკას.⁴⁶² მიუხედავად იმისა, რომ მრავალი ღონისძიება გატარდა საერთაშორისო ფინანსური არქიტექტურის გაუმჯობესების მიზნით, სახეზე არ გვაქვს ეფექტიანი, სრულყოფილი საერთაშორისო დიზაინი. ჩვენ ვცხოვრობთ XX საუკუნის 30-იანი წლების შემდეგ ყველაზე მასშტაბური ფინანსური და ეკონომიკური კრიზისის შედეგების რეალობაში. მიუხედავად იმისა, რომ გლობალური ფინანსური კრიზისის შემდეგ თითქოს ყველა დონეზე ფართომასშტაბიანი რეფორმები ხორციელდება, დაკვირვების შემთხვევაში დავინახავთ, რომ არც

⁴⁵⁹ Ringe W.G., Huber P.M., Legal Challenges in the Global Financial Crisis: Bail-outs, the Euro and Regulation, Studies of the Oxford Institute of European and Comparative Law, Hart Publishing, Oxford, 2014, 1.

⁴⁶⁰ Ferrero-Waldner B. Rede in Pernice I., Schwarz R., Europa in der Welt – Von der Finanzkrise zur Reform der Union, Schriftenreihe Europäisches Verfassungsrecht, Band 38, Nomos, Baden-Baden, 2013, 36.

⁴⁶¹ Goulard S. Rede in Pernice I., Schwarz R., Europa in der Welt – Von der Finanzkrise zur Reform der Union, Schriftenreihe Europäisches Verfassungsrecht, Band 38, Nomos, Baden-Baden, 2013, 238.

⁴⁶² Petsch A., Kapitalmarktrechtliche Informationspflicht versus Geheimhaltungsinteressen des Emittenten, Studien zum Handels-, Arbeits- und Wirtschaftsrecht, Band 143, Nomos, Baden-Baden, 2012, 29.

ერთი მათგანი არ არის ფუნდამენტური და დღემდე არ განხორციელებულა არც ერთი დიდი, მასშტაბური, რევილუციური ცვლილება.⁴⁶³

მრავალი წლის განმავლობაში არსებობდა ფინანსური სექტორის მყარი ფუნდამენტი, თუმცა დამცავი ღონისძიებები წარსულში მორგებული იყო ტრადიციულ საბანკო სისტემაზე და დროსთან ერთად ისინი აღარ აღმოჩნდა საკმარისი (ვერც იქნებოდა საკმარისი და გამოსადეგი), რათა აეცილებინათ კრიზისი, რომელიც გლობალიზაციისა და მუდმივი ფინანსური ინოვაციების გამო სრულიად შეცვლილი სახით მოგვევლინა. როგორც ევროპაში, ასევე აშშ-ში აღიარებულ იქნა ფინანსური რეფორმის გატარების საჭიროება და მიმდინარეობს ფიქრი იმ გზებზე, რომლითაც შესაძლებელი გახდება ფინანსური ინტეგრირებულობა, ფინანსური სტაბილურობა და სოლიდური და ჯანსაღი ფინანსური სექტორის შექმნა, რომელიც რეალური ეკონომიკის სამსახურში ჩადგება. ტენდენცია ყველა დონეზე მკაცრი და ყოველსმომცველი რეგულირებისკენ არის მიმართული. ვაშინგტონის სამიტზე განხორციელებული განმარტების მიხედვით: ყველა ფინანსური ბაზარი, ყველა პროდუქტი და ყველა მონაწილე უნდა იქნეს ან დარეგულირებული, ან ექვემდებარებოდეს ზედამხედველობას.⁴⁶⁴ ფინანსური სექტორის სრული და ამომწურავი რეგულირების მხარდასაჭერად გამოვიდნენ ასევე გერმანიაშიც. „არც ერთი მოქმედი პირი, არც ერთი ბაზარი და არც ერთი პროდუქტი არ შეიძლება დარჩეს ზედამხედველობის გარეშე“ – ასეთია გერმანიის პოზიცია.

მარეგულირებლები ყველა დონეზე იღვწიან; ინვესტორთა დაკარგული ნდობის დაბრუნებისთვის, ბაზრის უფრო მეტი ღიაობისთვის, ხდება ინტეგრირებულობისა და ეფექტიანობის მოთხოვნა, კრიზისის გლობალური ხასიათის გათვალისწინება, ინვესტორთა დაცვა, სისტემური რისკების იდენტიფიცირება და ეფექტიანი კონტროლისა და უკეთესი ზედამხედველობისთვის ახალი ფუნდამენტის შექმნა.

როგორც ევროპაში ინვესტორთა დაცვის კრიზისამდე არსებული რეგულირების წარმოდგენის დროს იქნა აღნიშნული, ევროპულმა რეგულირების ფილოსოფიამ დისტანცია დაიჭირა ამერიკული ცენტრალიზებული კონტროლისგან და დიდი ხნის განმავლობაში დეცენტრალიზებულ ზედამხედველობას ასორციელებდა. კრიზისის შემდეგ ევროპამ შეცვალა ეს მიდგომა და დაიწყო ამერიკული მოდელისაკენ შემობრუნება. საჭიროა უკეთესი ზედამხედველობა და უკეთესი ევროპული კოორდინაცია, რომელიც ზედამხედველობის ცენტრალიზებით უნდა იქნეს მიღწეული. საერთაშორისო თანამშრომლობის საჭიროება და უფრო მეტი პასუხისმგებლობა ფინანსურ სისტემაში არ არის სადავო და საყოველთაოდ არის აღიარებული.

მთლიანობაში შეიძლება დავასკვნათ, რომ რეფორმები მთელ მსოფლიოში, ცალკეული განსხვავებების მიუხედავად, ერთი და იმავე პრინციპების საფუძველზე და ერთი და იმავე მიმართულებით მიმდინარეობს. უკეთესი ზედამხედველობა, უფრო მკაცრი რეგულირება, მეტი გამჭვირვალობა და

⁴⁶³Buckley R.P., Arner D.W., From Crisis to Crisis: The Global Financial System and Regulatory Failure, Wolters Kluwer, International Banking and Finance Law series, Volume 14, The Hague, 2011, 303.

⁴⁶⁴Möschel W., Die Finanzkrise- Wie soll es weitergehen?, ZRP 5/2009,129-133, 133.

პასუხისმგებლობა, საერთაშორისო სავალუტო ფონდის⁴⁶⁵ გაძლიერება, რისკების მართვა და რისკების შეფასების ახალი კონცეფციები – მსგავსი, ერთნაირი სტრატეგიები ყველა დონეზე იქნა შემოთავაზებული. რეგულატორები აცნობიერებენ, რომ გლობალურ სამყაროში ეს მიზნები მხოლოდ ცალკეული ქვეყნის მონდომებითა და მხოლოდ სუფთა ნაციონალური რეფორმებით ვერ იქნება მიღწეული საერთაშორისო დახმარების, სხვების გამოცდილების გათვალისწინების გარეშე და ქმედებების ერთმანეთთან შეთანხმების გარეშე. არსებული კრიზისი მოითხოვს ერთიან მიდგომას როგორც ნაციონალურ, ასევე ევროპისა და საერთაშორისო დონეზე, რათა აღდგეს ნდობა და სტაბილურობა ფინანსურ ბაზრებზე.

შესაბამისად, როდესაც გლობალურმა ფინანსურმა კრიზისმა იფეთქა, ფინანსურმა საზოგადოებამ შეიცნო უკეთესი გლობალური კოორდინაციის საჭიროება. კრიზისის შემდგომ განხორციელებული და შემოთავაზებული რეფორმების საერთო ნიშანს გაზრდილი საერთაშორისო თანამშრომლობა წარმოადგენს. გლობალურმა ფინანსურმა კრიზისმა ნათელი გახადა გლობალური ფინანსური სისტემის ერთმანეთთან დაკავშირებული ხასიათი და სისტემური რისკების გამწვავებული საფრთხე. რეგულატორებმა უნდა იპოვონ თანამშრომლობის გზები, რათა გააკონტროლონ ინვესტირების მეთოდები და რისკების აღება დიდი, ერთმანეთთან დაკავშირებული საწარმოების მიერ, რომლებიც გლობალურ ასპარეზზე ფუნქციონირებენ. უკვე მრავალი მოქმედების გეგმა იქნა შემოთავაზებული ამ პრობლემების გადასაწყვეტად და ფინანსური სისტემის გლობალური ზედამხედველობის ასამაღლებლად.⁴⁶⁶ კრიზისის პასუხები ერთად უნდა იქნეს შემუშავებული. გლობალურ სამყაროში არ არსებობს არც ერთი ქვეყანა, რომელსაც უნარი შესწევს გადაჭრას ეს პრობლემები მარტომ. დაკარგული ნდობის დაბრუნებისათვის საჭიროა უფრო ეფექტიანი ზომების მიღება, ვიდრე მანამდე, როდესაც საკითხი ეხებოდა მხოლოდ არსებული ნდობის შენარჩუნებას.⁴⁶⁷ თუმცა, შემოთავაზებული რეფორმები ძირითადად შემოიფარგლება მხოლოდ არსებული ინსტრუმენტარიუმის გამოყენებით, კერძოდ, ლიკვიდურობის გაძლიერებით, რისკების მართვის გაუმჯობესებით, რისკების უფრო მეტი გამჭვირვალობით ან გაძლიერებული ზედამხედველობით და ა.შ. ამიტომაც ისმის კითხვა: საკმარისია ეს? ხომ არ არის საჭირო ახლებური აზროვნება?⁴⁶⁸

საჭიროა კაპიტალის ბაზრისა და ფინანსური პროდუქტების როლის ფუნდამენტური გადახედვა. უნდა გადაიხედოს ასევე ტრადიციული მიდგომა, თუ რატომ არსებობენ კაპიტალის ბაზრები და ფინანსური სისტემები და რატომ არიან ისინი მნიშვნელოვანი. საჭიროა ახალი ტიპის აზროვნება, იმის ნაცვლად, რომელმაც მიგვიყვანა გლობალურ ფინანსურ კრიზისამდე. ფინანსური ბაზრები წარმოადგენს არა თვითონ მიზანს, არამედ საშუალებას, რომლის მეშვეობითაც უნდა განხორციელდეს კონკრეტული არსებითი ფუნქციები რეალური ეკონომიკის პროდუქტიულობის უზრუნველსაყოფად

⁴⁶⁵ „IMF“.

⁴⁶⁶ *Nothwehr E.J.*, Post-Crisis Financial Regulatory Reform, February 2010, 6-17: http://www.uiowa.edu/ifdebook/ebook2/PDF_Files/Part_5_7.pdf, ბოლოს გამოხმობილი: 22.05.2015.

⁴⁶⁷ *Grundmann S., Hofmann C., Möslin F.*, Finanzkrise und Wirtschaftsordnung, Berlin, 2009, 26.

⁴⁶⁸ *Schneider U. H.*, Zwischenruf, Was ist eine systemische relevante Bank, ZRP 4/2009, 119-121, 120.

(დანახოგების მობილიზება; კაპიტალის ალოკაცია, გადანაწილება; რისკების მართვა, რისკების გადატანა უუნარო ადამიანებიდან უფრო მეტი უნარის მქონეებზე).⁴⁶⁹ კრიტიკული მნიშვნელობისაა ის, რომ პოლიტიკურმა ლიდერებმა სტიმული მისცენ ფინანსურ სექტორს, მიუძღვნან თავიანთი რესურსებისა და ენერჯის მეტი ნაწილი ზემოთ აღნიშნული ამ ფუნდამენტური ფუნქციების განხორციელებას და ემსახურონ რეალურ ეკონომიკას. მანამ, სანამ ფინანსური სექტორი გააგრძელებს ზრდას და ფოკუსირებული დარჩება სპეკულაციურ საქმიანობებზე, შედეგად სახეზე იქნება სულ უფრო ხშირი და დამანგრეველი ფინანსურ კრიზისები. აღნიშნული მიზნის მისაღწევად არ არის საკმარისი მხოლოდ მარეგულირებლების მცდელობები. მხოლოდ მაშინ, როდესაც ამომრჩევლები, როგორც მდიდრები, ისე ღარიბები, აქტიურად მოითხოვენ, რომ ბანკების მთავარ როლს კვლავ კაპიტალის რეზერვაცია, შენახვა, ინტერმედიაცია წარმოადგენდეს და არა აზარტისა და სპეკულაციისთვის ხელის შეწყობა, მარეგულირებლები შეიმუშავენ ისეთ კანონმდებლობას, რომელიც დააყენებს ფინანსურ სისტემას უფრო სტაბილური და მდგრადი განვითარების გზაზე.⁴⁷⁰

გლობალური ფინანსური კრიზისის შემდგომ ფინანსური მომსახურების სფეროში გატარებულ მნიშვნელოვან ევროპულ რეფორმებში ასახულია სწრაფვა, რომ რეგულირება მოერგოს უფრო კომპლექსურ საბაზრო რეალობას, რომლისთვისაც დამახასიათებელია მზარდი ინოვაცია ფინანსური პროდუქტების სფეროსა და ვაჭრობის მეთოდების სფეროში.⁴⁷¹ ორი ძირითადი პრობლემა არსებობს, რომელსაც მარეგულირებლები აწყდებიან ფასიანი ქაღალდების ბაზრების რეგულირების მცდელობისას: 1.თავიდანვე კარგი წესების შექმნა და 2.ამ წესების ხარისხის შენარჩუნება. გლობალური ფინანსური კრიზისის შემდგომ ძველი მარეგულირებელი რეჟიმი რეფორმირების პროცესშია და თვალსაჩინოა მცდელობა, მოხდეს წარსული შეცდომების გათვალისწინება და გაკვეთილად გამოყენება.⁴⁷²

გლობალური ფინანსური კრიზისის შემდეგ ცხოვრება გრძელდება და ფინანსური ბაზრების მასიური ევროპული მარეგულირებელი რეჟიმი მოითხოვს მუდმივ რეფორმასა და განახლებას.⁴⁷³

ფინანსური კრიზისის შედეგად დაწყებული რეფორმების თავდაპირველ ეტაპზე მცირე ინვესტორები საერთოდ დავიწყებულნი იყვნენ.⁴⁷⁴ ასეთ უგულებელყოფას შეიძლება რამდენიმე მიზეზი ჰქონდეს. შეიძლება ითქვას, რომ მცირე ინვესტორთა ევროპულ ბაზრებზე არსებული პერმანენტული

⁴⁶⁹ *Stiglitz J.E.*, Principles for a New Financial Architecture, The Commission of Experts of the President of the UN General Assembly on Reforms of the International Monetary and Financial System, ხელმისაწვდომია: www.un.org/ga/president/63/commission/newfinancialarchitecture.pdf, ბოლოს გამოხმობილი: 22.05.2015.

⁴⁷⁰ *Buckley R.P., Arner D.W.*, From Crisis to Crisis: The Global Financial System and Regulatory Failure, Wolters Kluwer, International Banking and Finance Law series, Volume 14, The Hague, 2011, 307.

⁴⁷¹ Commission, Public Consultation. Review of the Markets in Financial Instruments Directive (2010), 6.

⁴⁷² *Ferran E.*, Building an EU Securities Market, Cambridge, 2004, 316.

⁴⁷³ *Ferrarini G., Moloney N.*, Reshaping Order Execution in the EU and the Role of Interest Groups: From MiFID I to MiFID II, European Business Organization Law Review, 13:4, 2012, 557-597, 561.

⁴⁷⁴ *Moloney N.*, How to Protect Investor, Lessons from the EC and the UK, Cambridge University Press, Cambridge, 2010, 6.

პრობლემების გამო დიდ გამოწვევას წარმოადგენდა რეფორმის გეგმაში მცირე ინვესტორების ჩასმა, რადგან კრიზისი ძალიან ჩქარ პასუხებსა და რეაგირებას მოითხოვდა. მცირე ინვესტორთა ევროპული ბაზარი ძალზე ფრაგმენტირებულია და მნიშვნელოვანი პრობლემები არსებობს რეგულაციების სიცხადესთან დაკავშირებით.⁴⁷⁵ ევროპის კავშირში გლობალურ ფინანსურ კრიზისთან დაკავშირებული რეფორმების პირველი ტალღა კონცენტრირებული იყო ფინანსური სისტემის სტაბილურობასა და რეგულირებაზე. 2010 წლის შემოდგომაზე ევროპის კომისიამ გამოსცა დოკუმენტი სახელწოდებით: „ევროპული დანაწესები ფინანსური სექტორის კრიზისის მართვისთვის“.⁴⁷⁶ დოკუმენტის მიხედვით, საკრედიტო დაწესებულებები და „ფასიანი ქაღალდების სისტემურად მნიშვნელოვანი კომპანიები“ (რომელთა რაობის დეტალური განმარტება ჯერ კიდევ არ შემუშავებულია) ვალდებული არიან განახორციელონ ღონისძიებები კრიზისის სიტუაციისთვის მომზადებისა და პროფილაქტიკისთვის. მათ უნდა შეიმუშავონ რეკონსტრუქციის, ლიკვიდაციის გეგმა და მოახდინონ მისი მუდმივად აქტუალიზება.

მარეგულირებელი ფოკუსი შეიცვალა რეფორმის მოგვიანებით ეტაპზე და ევროპის კომისიამ დაიწყო მცირე ინვესტორთა დაცვის ევროპული რეჟიმის გადახედვა. რეფორმის მეორე ტალღის დამახასიათებელი ნიშანია უკვე ფართო კონცენტრირება მცირე ინვესტორებსა და მცირე ინვესტორთა საინვესტიციო ბაზრებზე ინვესტორთა დაცვის უზრუნველყოფაზე. შემოთავაზებული ღონისძიებები მოიცავს მცირე ინვესტორთა ბაზრების მარეგულირებელი მექანიზმების ფართო არეალს, კარგად გამოცდილი მექანიზმებიდან (დისტრიბუციასთან და ღიაობასთან დაკავშირებული რეგულირება) შედარებით ახალ მექანიზმებამდე (პროდუქტის დიზაინთან დაკავშირებული რეგულირება). ფოკუსის ამ ცვლილების და მცირე ინვესტორთა სექტორისკენ ყურადღების მიპყრობის დამადასტურებელია: ევროპის კომისიის 2010 წლის დოკუმენტი, რომელიც ეხება *MiFID*-ის გადახედვას, რასაც შემდგომ 2011 წლის 11 ოქტომბერს მოჰყვა წინადადებები *MiFID II* და *MIFIR*-ის შესახებ; ასევე 2010 წლის დოკუმენტი მცირე ინვესტორთა სტრუქტურირებული/შეფუთული პროდუქტების შესახებ (*Packaged Retail Investment Products (PRIPs)*) და მისი შემდგომი რეგულაცია; ამას გარდა, ევროპის კომისიამ ასევე მოახდინა ემისიის პროსპექტის შესახებ დირექტივის ცვლილებების ინიცირება. 2009 წელს *UCITS IV* შევიდა ძალაში და დაიწყო *KIID*-ის რეფორმის იმპლემენტაცია. მარეგულირებლებმა ასევე დაიწყეს კონცენტრირება მცირე ინვესტორთა ბაზრების უფრო დეტალურ ანალიზზე და ცდილობენ უფრო მეტად შეისწავლონ ის. აღნიშნული ნათლად ჩანს იმ სწავლებებში, რომლებიც წამოწყებული იქნა, რათა შეიქმნას ემპირიული მტკიცებულება ინვესტორთა მიერ გადაწყვეტილების მიღების ფორმების შესახებ და მოხდეს მცირე ინვესტორთა ბაზრების უფრო დეტალური ანალიზი.⁴⁷⁷ როგორც ჩანს, გლობალური ფინანსური კრიზისის შემდგომ

⁴⁷⁵ იხ. BME Report 2007.

⁴⁷⁶ „Ein EU-Rechtsrahmen für das Krisenmanagement auf dem Finanzsektor“.

⁴⁷⁷ მაგ. იხ.: Consumer Decision Making in Retail Investment Services: A Behavioural Economics Perspective (2010); Synovate Report (2011) for Commission on EU advice market; Optem Report (2008) on retail market

განხორციელებული რეფორმების შედარებით გვიან ეტაპზე ინვესტორთა დაცვისა და მათი ნდობის დაბრუნების საკითხი ძალიან აქტუალური გახდა.

გასათვალისწინებელია, რომ რეფორმის პროცესში რომელიმე მარეგულირებელი გზის არჩევამდე აუცილებელია სწორი მიზნების დასახვა და „cost-benefit“ (ხარჯებისა და სარგებლის) ანალიზის განხორციელება.⁴⁷⁸

გლობალური ფინანსური კრიზისის შემდგომ განხორციელებულ რეფორმებში შეინიშნება მცირე ინვესტორთა დაცვის საკითხის რეგულირების უფლებამოსილების სწრაფი გადატანა წვერი სახელმწიფოებიდან ევროპის კავშირის რეგულირების სფეროში. კრიზისამდე არსებულ რეალობაში, მცირე ინვესტორთა ბაზრების რეგულირება ჩამორჩებოდა პროფესიულ ბაზრებთან მიმართებით ევროპის კავშირზე მარეგულირებელი სუვერენიტეტის ტრანსფერის ტემპს.⁴⁷⁹

აღსანიშნავია ისიც, რომ მარეგულირებელი პოლიტიკის გარემო ევროპაში და საერთაშორისო დონეზე, იცვლება მცირე ინვესტორთა ბაზრების რეგულირების უფრო მეტად ინტერვენციული მოპყრობის მიმართულებით. კაპიტალის ბაზრის სამი ევროპული საზედამხედველო ორგანოს შექმნის საფუძველზე განხორციელებული ინსტიტუციონალური ლანდშაფტის ცვლილება⁴⁸⁰ საინტერესოა ინვესტორთა დაცვის კუთხითაც. ამ მიმართულებით განსაკუთრებით მნიშვნელოვანია *ESMA*. ფინანსური სისტემის ევროპულ რეგულირებაში პირველად დაევალა ევროპის კავშირის საკანონმდებლო აპარატის მოთამაშეს პირდაპირ სპეციალურად ინვესტორთა დაცვა (*ESMA Regulation, Article 1*). *ESMA*-ს უფლებამოსილებები მცირე ინვესტორთა ბაზრებზე არსებითია. მისი საქმიანობის ძირითადი ნაწილი მოიცავს მხოლოდ ტექნიკური სტანდარტების შემუშავებას ევროპის კომისიის მიერ მათ მისაღებად. ამასთან, *ESMA*-ს შეუძლია საკუთარი ინიციატივით გაიდლაინების შემუშავება. მოსალოდნელია ასევე პროაქტიული ინტერვენცია *ESMA*-ს რეგულირების მე-9 მუხლის საფუძველზე, რომელიც მოითხოვს ფინანსური ინოვაციის კომიტეტის შექმნას მცირე ინვესტორთა ბაზრების პროდუქტების განხილვისთვის (*Article 9, ESMA Regulation*).

მიუხედავად ყოველივე ზემოთ აღნიშნულისა, გლობალური ფინანსური კრიზისის შემდგომმა პერიოდმა მაინც შეზღუდული რაოდენობის რეგულაციური და ფუნდამენტური ინიციატივები მოიტანა ინვესტორთა დაცვის სფეროში, განსაკუთრებით ღიაობის რეჟიმთან და ინვესტორთა კონსულტაციასთან მიმართებით.⁴⁸¹

disclosures and investors' reaction/ability to decode disclosures.

⁴⁷⁸Willemaers G. S., *The EU Issuer Disclosure Regime: Objectives and Proposals for Reform*, Kluwer Law International, Brussels, 2011, xxiv.

⁴⁷⁹ფინანსური კრიზისის შემდგომ ევროპის კავშირის მიერ მცირე ინვესტორის დაცვის გაუმჯობესების მიზნით შემოთავაზებული რეფორმების მოცულობის შესახებ *Financial Times*-მა აღნიშნა, რომ: „regulators in Europe are practically falling over themselves to demonstrate their commitment to protecting the humble retail investor“. *Moloney N.*, *The Investor Model Underlying the EU's Investor Protection Regime: Consumers or Investors?*, *European Business Organization Law Review*, Volume 13, Issue 02, June 2012, 169-193, 170-171.

⁴⁸⁰*Koschyk H., Leible S., Schäfer K.*, *Anlegerschutz und Stabilität der Finanzmärkte*, *Bayreuther Studien zum Wirtschafts- und Medienrecht*, Band 7, JWV, 2012, 73.

⁴⁸¹*Moloney N.*, *EU Financial Market Regulation After the Global Financial Crisis: "More Europe" or "More*

უკანასკნელი ხუთი წლის განმავლობაში ევროპის კომისიის მიერ წარმოადგენილ იქნა ორმოცზე მეტი წინადადება, რომელიც მიზნად ისახავს კაპიტალის ბაზრის მიმართ ინვესტორთა ნდობის აღდგენას, ფინანსური სტაბილურობის, ევროპული ფინანსური სისტემის ინტეგრირებულობისა და ეფექტიანობის გაძლიერებას. როდესაც რეფორმების უმრავლესობაზე შეთანხმება მოხდა, ახლა ფოკუსი გადადის ახალი მარეგულირებელი ჩარჩოს, დანაწესების ეფექტიან იმპლემენტაციასა და თანმიმდევრულ გამოყენებაზე. საჭიროა რეფორმების იმპლემენტაციისა და გავლენის მუდმივი მონიტორინგი და რევიზია მათი ეფექტიანობის შესაფასებლად.⁴⁸²

2014 წლის 15 მაისს ევროპის კომისიამ წარმოადგინა დოკუმენტი, რომელიც შეიცავს გლობალური ფინანსური კრიზისის შემდგომ გატარებული ფინანსური სექტორის ევროპული რეფორმების გავლენის, ხარჯებისა და სარგებელის პირველ კომპლექსურ შეფასებას.⁴⁸³ იქიდან გამომდინარე, რომ საკანონმდებლო დონისძიებების ნაწილი მხოლოდ ახლახან შევიდა ძალაში და ზოგი მათგანი ჯერაც არ შესულა ძალაში, საბოლოო შეფასება ნაადრევია. შესაბამისად მოცემული დოკუმენტი არის მხოლოდ პირველი ნაბიჯი რეფორმების სისტემატური გადახედვისა და შეფასების გრძელვადიან პროცესში.

სადისერტაციო ნაშრომის წინამდებარე თავი მიმოიხილავს ყველაზე მნიშვნელოვან რეფორმებს ინვესტორთა დაცვის ევროპულ სისტემაში ინფორმაციული ღიაობისა და ინვესტორთა კონსულტაციის კუთხით და აანალიზებს მათ სიხშირეს, მიზანშეწონილობასა და წარმატების პოტენციალს. რეფორმების შეფასების განხორციელებისას სადისერტაციო ნაშრომის მიერ გამოყენებულ კრიტერიუმს წარმოადგენს შემდეგ კითხვებზე პასუხის გაცემა: არის ეს რეფორმები სწორად ფორმირებული, რათა პასუხი გასცეს კრიზისის მიერ მცირე ინვესტორთა დაცვის სფეროში გამოვლენილი ნაკლოვანებების გამომწვევ ყველაზე მნიშვნელოვან ფაქტორებს? შექლო გლობალური ფინანსური კრიზისის შემდგომმა ფინანსური რეგულირების ევროპულმა გეგმამ მისი მინიმუმ მიზნის მიღწევა ინვესტორთა დაცვის გაუმჯობესების სახით?

IV.1. მცირე ინვესტორის დაცვის ევროპული ინსტრუმენტების რეფორმის ძირითადი მიმართულებები

IV.1.1. პროდუქტის ღიაობის რეჟიმი

Risks“?, 47 (5) Common Market Law Review 2010 1317-1383, p.1330-1331

⁴⁸²European Commission, Communication from the Commission to the European Parliament, the Council, the European Economic and Social Committee and the Committee of the Regions: A reformed financial sector for Europe, Brussels, 15.05.2014, COM (2014), 279 final, 10.

⁴⁸³European Commission, Communication from the Commission to the European Parliament, the Council, the European Economic and Social Committee and the Committee of the Regions: A reformed financial sector for Europe, Brussels, 15.05.2014, COM (2014), 279 final.

IV.1.1.1. დირექტივა გადაცემად ფასიან ქაღალდებში კოლექტიური ინვესტიციების ფონდების შესახებ IV და V (*Undertakings for Collective Investment in Transferable Securities - UCITS IV & V*)

IV.1.1.1.1. UCITS IV

ევროპის კომისიის მიერ შემოთავაზებული UCITS-ის რეფორმა ეფუძნება ფინანსური კრიზისის შედეგად შექმნილ საჭიროებას, რომ მოხდეს ინვესტორთა დაცვის გაძლიერება და ბაზრის ერთიანობის, ფუნქციონირების უნარის გაზრდა. ამასთან, ევროპის კომისიას სურს უზრუნველყოს UCITS-ის, როგორც ბრენდის სანდოობის შენარჩუნება.

მიუხედავად იმისა, რომ დირექტივაში განხორციელებული პირველი ცვლილებები წინ უსწრებს ფინანსურ კრიზისს, ახალი დირექტივის მნიშვნელოვნად გადამუშავებული ვერსია, რომელიც არის დირექტივა 2009/65/EC („*UCITS IV Directive*“), მიღებული იქნა გლობალური ფინანსური კრიზისის პერიოდში, ევროპის პარლამენტის მიერ 2009 წლის 13 იანვარს და ევროპული საბჭოს მიერ 2009 წლის 22 ივნისს. თუმცა, UCITS-ის 2009 წლის ცვლილებები ასახავს რეფორმის იმ წინადადებებს, რომლებიც ჯერ კიდევ 2005 წლის „საინვესტიციო ფონდების შესახებ მწვანე წიგნიდან“ მომდინარეობს.⁴⁸⁴

UCITS IV დირექტივას შემოაქვს „ინვესტორთა საკვანძო ინფორმაციის“ ახალი რეჟიმი⁴⁸⁵ და მასთან დაკავშირებული მეორე დონის რეგულაცია. ინვესტორთა საკვანძო ინფორმაციის ახალი სტანდარტიზებული და პარმონიზებული დოკუმენტი (შემდგომში *KIID*)⁴⁸⁶ შექმნილია, რათა უზრუნველყოს ინვესტორების მიერ ეფექტიანი საინვესტიციო გადაწყვეტილებების მიღება. *KIID-ის* ევროპის კავშირის მასშტაბით პრაქტიკაში გამოიყენება 2012 წლის 1 ივლისიდან.⁴⁸⁷

KIID-ი წარმოადგენს წინა სახელშეკრულებო ღიაობის ინსტრუმენტს, რომელმაც ჩაანაცვლა UCITS III-ის გამარტივებული პროსპექტი. UCITS IV დირექტივის 78-ე მუხლის მიხედვით, *KIID-ის* მთავარი მიზანია ინვესტორებისთვის სათანადო ინფორმაციის მიწოდება კონკრეტული UCITS-ის ძირითადი მახასიათებლების შესახებ, რათა ინვესტორებს ობიექტურად შეეძლოთ, გაიგონ შემოთავაზებული საინვესტიციო პროდუქტის ხასიათი და რისკი. *KIID-ი* უნდა შეიცავდეს სათანადო ინფორმაციას UCITS-ის მიზნების, რისკებისა და მოგების პროფილის, ხარჯების, წარსული ფუნქციონირების⁴⁸⁸ შესახებ და დაწერილი უნდა იყოს მოკლე, არატექნიკური ენით, რათა შესაძლებელი გახადოს პროდუქტების შედარება, წვლილი შეიტანოს პროდუქტის მახასიათებლებისა და რისკების გაგებაში და შესაძლებლობა

⁴⁸⁴ Moloney N., EU Financial Market Regulation after the Global Financial Crisis: “More Europe“ or “More Risks“?, Common Market Law Review 47, 2010, Kluwer Law International, 1317-1383, 1330-1331.

⁴⁸⁵ „Key Investor Information regime“. UCITS IV მუხლი 78-82.

⁴⁸⁶ „Key Investor Information Document“.

⁴⁸⁷ UCITS IV 116(1).

⁴⁸⁸ „Past performance“.

მისცეს ინვესტორს მიიღოს ინფორმირებული საინვესტიციო გადაწყვეტილება.⁴⁸⁹

ანუ *KIID-ი* მთავარი მახასიათებლებია: 1.ის უნდა იყოს სამართლიანი, ცხადი და არა შეცდომაში შემყვანი, პროსპექტის სათანადო ნაწილების შესაბამისი; 2.ის უნდა იყოს მოკლე დოკუმენტი, ერთიანი ფორმატით, რათა შესაძლებელი გახადოს სხვადასხვა *UCITS-ის* შედარება, უნდა იყენებდეს არატექნიკურ ენას და უნდა იყოს დამოუკიდებელი დოკუმენტი, მისი ძირითადი ელემენტები აღქმადი და გასაგები უნდა იყოს ინვესტორებისთვის სხვა დოკუმენტებზე მითითებების გარეშე.⁴⁹⁰ *UCITS-ის* ღირებულების მიხედვით, *KIID-ის* შექმნისა და ინვესტორებისთვის მისი მიწოდების ვალდებულება ეკისრება საინვესტიციო კომპანიას ან მენეჯერ კომპანიას.

KIID-ის შექმნის ძირითადი მიზეზი არის იგივე, რაც საფუძვლად დაედო *UCITS III* ღირებულების გამარტივებული პროსპექტის⁴⁹¹ მოთხოვნებს, კერძოდ, მცირე ინვესტორთა უზუნარობა, გაიგონ მათთვის მიწოდებული კომპლექსური ფინანსური ინფორმაცია. მარეგულირებლები იმედოვნებენ, რომ *KIID-ის* ლიმიტირებული ინფორმაციული შინაარსი შეამცირებს რისკს, რომელიც უკავშირდება ხშირად შესაბამისი ცოდნის არმქონე ინვესტორებისთვის გადაჭარბებული ინფორმაციის მიწოდებას. მთავარ იდეას წარმოადგენს ინფორმაციული გადატვირთვის თავიდან აცილება და ღიაობის გასაგები ფორმატის შექმნა.

KIID-ის კონცეფციის საშუალებით ევროპის კომისიამ შემოიტანა სრულიად ახალი მიდგომა ინვესტორთა ინფორმაციული ღიაობის მიმართ. ინვესტორთა დაცვის ევროპულ რეგულირებაში პირველად შეინიშნება მცდელობა, რომ მიღებული იქნეს პრაქტიკული, ბაზარზე გამოცდილი მიდგომა და შეიქმნას რეგულაცია, რომელიც წინასწარ არის ტესტირებული მცირე ინვესტორებზე.⁴⁹²

ევროპის კომისიამ მოახდინა *KIID-ის* შინაარსისა და ფორმის ტესტირება მცირე ინვესტორთა და შუამავალთა წარმომადგენლობით ჯგუფზე, რათა შესაძლებელი ყოფილიყო დოკუმენტის შექმნა იმის გათვალისწინებით, თუ რამდენად კარგად გაიგებდნენ და რამდენად გამოიყენებდნენ მას მცირე ინვესტორები. კვლევა შედგებოდა ორი ფაზისგან და იყენებდა როგორც ხარისხობრივ, ისე რიცხობრივ მეთოდებს. პირველი ფაზა კონცენტრირებული იყო *KIID-ის* ინდივიდუალური ელემენტების, შინაარსისა და ფორმის მიმართ სხვადასხვა მიდგომებზე (მაგ. ინფორმაცია რისკებისა და ხარჯების შესახებ). მეორე ფაზა კონცენტრირებული იყო წინადადებებზე, რომლებიც ეხებოდა *KIID-ის* მთლიან დოკუმენტს და ეფუძნებოდა იმ ელემენტებს, რომლებმაც ყველაზე კარგად იმუშავა პირველი ფაზის დროს.⁴⁹³ 2009 წლის ივნისში,

⁴⁸⁹Article 78 (1), (2), (5), Directive 2009/65/EC.

⁴⁹⁰Commission Communication, Communication from the Commission to the European Parliament and to the Council of 30 April 2009 - Packaged retail investment products, Brussels, 2009, 64.

⁴⁹¹„Simplified prospectus“.

⁴⁹²*Moloney N.*, How to Protect Investors: Lessons from the EC and the UK, Cambridge University Press, Cambridge, 2010, 302.

⁴⁹³UCITS Disclosure Testing Research Report prepared for European Commission by IFF Research and YouGov, June 2009.

ევროპის კომისიამ მოამზადა UCITS-ის ღიაობის ტესტირების კვლევის ანგარიში.⁴⁹⁴

შესაბამისად, UCITS KIID-ს ხშირად ახასიათებენ, როგორც რეგულაციურს, რადგან მისი შექმნა მოხდა ღიაობის მიდგომების მცირე ინვესტორებზე გამოცდის საფუძველზე, რათა შესაძლებლობის ფარგლებში, შეემოკლებინათ, გაემარტივებინათ, უფრო ფოკუსირებული და ადვილად აღქმადი გაეხადათ მიწოდებული ინფორმაცია საშუალო მცირე ინვესტორისთვის.⁴⁹⁵ UCITS III-ის გამარტივებული პროსპექტის წარმატებლობის გამოცდილების გათვალისწინებით, ევროპის კომისიამ წამოიწყო ფართო ტესტირების რეჟიმი, რათა უფრო მეტად განვეითარებინა ღიაობის ის ელემენტები, რომლებსაც მცირე ინვესტორებისთვის მისაწოდებელი ინფორმაციის ხარისხისა და ეფექტიანობის გაუმჯობესება შეუძლიათ. ტესტირების შედეგები მთავარ საყრდენ პუნქტს წარმოადგენდა UCITS IV-ის ახალი მარეგულირებელი ჩარჩოს შექმნის დროს.⁴⁹⁶ შესაბამისად, KIID-ის წარმატების იმედი ეფუძნება იმ გარემოებას, რომ, გამარტივებული პროსპექტისგან განსხვავებით, ის ტესტირებულია მცირე ინვესტორებზე. მაგრამ შეუძლია კი ამ ტესტირებას დამაჯერებელი შედეგების წარმოდგენა ძალიან ფრაგმენტირებული ევროპული ბაზრების რეალობაში?

UCITS KIID-ი მისდევს მაქსიმუმი ჰარმონიზაციის რეჟიმს, რადგან მისი მოთხოვნები მკაცრად პრესკრიპციული და სტანდარტიზებულია. ამასთან, ის ახდენს პროდუქტის ღიაობის დოკუმენტის შემოღებას ფონდებისთვის მთელი ევროპული ბაზრის მასშტაბით, წვერი სახელმწიფოების დისკრეციის უფლების გარეშე.⁴⁹⁷ არსებობს მოსაზრება, რომ მაქსიმუმი ჰარმონიზაციის რეჟიმმა შეიძლება ვერ გაითვალისწინოს წარმატების პოტენციალის მქონე ადგილობრივი გადაწყვეტები და ის არ არის საკმარისი, რათა სათანადოდ გადაჭრას რისკები, რომელსაც წარმოშობს პროდუქტების ბაზრებზე შექმნილი ხარვეზები.⁴⁹⁸ ამასთან, ზემოთ ნახსენები პრობლემა მცირე ინვესტორთა უუნარობის შესახებ, გადაამუშავონ მიწოდებული ინფორმაცია, კვლავ მოუგვარებელი რჩება. არ არის ცხადი, მოკლედ წარმოდგენილი ინფორმაციის მიუხედავად, როგორ უნდა გაიგოს ინვესტორმა მიწოდებული ფინანსური ინფორმაცია პროდუქტის რისკისა და მოგების პროფილის, წარსული ფუნქციონირების და ა.შ. შესახებ; როგორ შეძლებენ ინვესტორები სხვადასხვა პროდუქტების შედარებას და ამის საფუძველზე შემდგომ ინფორმაციის სწორად გადაამუშავებასა და გამოყენებას იმ საინვესტიციო გადაწყვეტილებებისთვის, რომლებსაც ისინი იღებენ ფინანსური განათლების წარმოუდგენლად დაბალი დონის არსებობის პირობებში?

⁴⁹⁴ UCITS Disclosure Testing Research Report prepared for European Commission by IFF Research and YouGov, June 2009.

⁴⁹⁵ „Average retail investor“. Commission Proposal for a regulation on a new Key Information Document for investment products (03.07.2012), COM (2012) 352/3, Brussels, 2012, 2.

⁴⁹⁶ Commission Communication, Communication from the Commission to the European Parliament and to the Council of 30 April 2009 - Packaged retail investment products, Brussels, 2009, 56.

⁴⁹⁷ იქვე 12.

⁴⁹⁸ Moloney N., How to Protect Investors: Lessons from the EC and the UK, Cambridge University Press, Cambridge, 2010, 322.

ყოველივე ზემოთ აღნიშნულიდან გამომდინარე, *KIID*-ის რეფორმის შემდეგაც კვლავ რჩება რამდენიმე პრობლემა. პირველი, საეჭვოა შეუძლია თუ არა საბაზრო ტესტირებას რეალური სურათის ჩვენება მცირე ინვესტორთა ფრაგმენტული ევროპული ბაზრების არსებობის რეალობაში, როცა იკვეთება მცირე ინვესტორთა „განსწავლულობის“ სხვადასხვა დონე სხვადასხვა წევრ სახელმწიფოში და არ არსებობს ერთიანი, მსგავსი საინვესტიციო ქცევა. მეორე, *KIID*-ი შექმნილია კვლავ „საშუალო მცირე ინვესტორის“⁴⁹⁹ გაუგებარ და საეჭვო ცნებაზე დაყრდნობით ისე, რომ არ განმარტავს თუ ვინ არის იგი.⁵⁰⁰ ბოლოს, ღიაობა წარსული ფუნქციონირების შესახებ, რომელსაც ითვალისწინებს *UCIT IV*-ის 78(3)(c) მუხლი, პრობლემური რჩება. წარსული ფუნქციონირების მაჩვენებელზე ზედმეტი დაყრდნობა განიხილება ღიაობის მექანიზმთან დაკავშირებულ ყველაზე მნიშვნელოვან რისკად.⁵⁰¹ ამ მიმართულებით აღსანიშნავია კალიფორნიის ტექნოლოგიური ინსტიტუტის, ნიუ-იორკისა და აიოვას უნივერსიტეტების მეცნიერთა მიერ ჩატარებული კვლევა, რომელიც აკვირდებოდა, თუ როგორ იყენებენ ადამიანები წარსულ მოგებას მომავალი მოგების განსაჭვრეტად. კვლევის ყველა მონაწილე თამაშობდა თამაშს, რომლის დროსაც ისინი ცდიდნენ ოთხ სათამაშო ავტომატს და შეედლოთ, თავისუფლად აერჩიათ, ეთამაშათ იმ ავტომატით, რომელიც, მათი აზრით, ყველაზე დიდ მოგებას მოიტანდა. ორივე საკონტროლო ჯგუფი თავიანთ შემდგომ ფსონს აფუძნებდა ძირითადად იმაზე, თუ რამდენი მოგება მოიტანა სათამაშო ავტომატმა ბოლო ორი ფსონის დროს.⁵⁰² აღნიშნულ ექსპერიმენტს მჭიდრო მსგავსება აქვს რეალური სამყაროს ფინანსურ ბაზრებთან. ინვესტორები მიდრეკილები არიან, გადაჭარბებულად დაეყრდნონ წარსული ფუნქციონირების მაჩვენებელს. არსებობს მაღალი ალბათობა, რომ საინვესტიციო გადაწყვეტილების მიღების დროს წარსული ფუნქციონირების ღიაობას შედეგად მოჰყვება ინვესტორთა შეცდომაში შეყვანა. ამასთანავე, ისევე როგორც ვერაჟინ იწინასწარმეტყველებს რომელი სათამაშო ავტომატი მოიტანს უფრო მეტ მოგებას, ასევე ვერაჟინ იწინასწარმეტყველებს როგორი განვითარება ექნება ფასიან ქაღალდს მომავალში. აღნიშნული საერთოდ საეჭვოდ ხდის წარსული ფუნქციონირების მაჩვენებლის ღიაობის მნიშვნელობას. სტანდარდ და პურსის მონაცემებით,⁵⁰³ კოლექტიურ საინვესტიციო ფონდებს შორის, როლებიც საუკეთესოთა სიის სათავეში იდგნენ 2009 წლის ბოლოსკენ, საუკეთესოთა შორის ერთი წლის შემდეგ მხოლოდ 49% დარჩა და კიდევ ერთი წლის შემდეგ – მხოლოდ 24%.⁵⁰⁴ ამასთან პრობლემატურია, რომ *KIID*-ის ტესტირების დროს კონცენტრაცია გაკეთებული იყო მის სიცხადეზე და არასათანადო ყურადღება მიექცა იმ ფაქტს, შეუძლია თუ არა ამ დოკუმენტს გადაწყვეტილების მიღების პროცესის კონკრეტული შედეგების უზრუნველყოფა.⁵⁰⁵

⁴⁹⁹ „Average retail investor“.

⁵⁰⁰ *Moloney N.*, How to Protect Investors: Lessons from the EC and the UK, Cambridge University Press, Cambridge, 2010, 319.

⁵⁰¹ *Moloney N.*, EC Securities Regulation, Oxford University Press, Oxford, 2008, 2 ed, 321.

⁵⁰² *Zweig J.*, Why We're Driven to Trade, The Intelligent Investor, WSJ, July 21, 2012

⁵⁰³ „Standard & Poor's“.

⁵⁰⁴ *Zweig J.*, Why We're Driven to Trade, The Intelligent Investor, WSJ, July 21, 2012

⁵⁰⁵ *Moloney N.*, EU Securities and Financial Markets Regulation, Third Edition, EU Law Library, Oxford

რაც შეეხება *KIID*-სთვის პასუხისმგებლობის საკითხს, *UCITS IV*-ის 79(2) მუხლის მიხედვით, წევრმა სახელმწიფოებმა უნდა უზრუნველყონ, რომ არ მოხდეს მხოლოდ *KIID*-ის საფუძველზე კერძოსამართლებრივი პასუხისმგებლობის დაწესება, გარდა იმ შემთხვევისა, როდესაც ის არის შეცდომაში შემყვანი, არასწორი ან პროსპექტის შესაბამის ნაწილებთან შეუსაბამო, ანუ დირექტივა შეიცავს ემისიის პროსპექტის შესახებ დირექტივით დადგენილი პასუხისმგებლობის საზღვრების მიხედვით მოდელირებული პასუხისმგებლობის პრინციპს. *KIID*-თან დაკავშირებულია პასუხისმგებლობა, მხოლოდ მის პროსპექტთან შესაბამისობის ფარგლებში. აღნიშნული მიდგომა არჩეულ იქნა იმ პრობლემების გათვალისწინებით, რაც დაკავშირებული იყო *UCITS III*-ის გამარტივებული პროსპექტისთვის პასუხისმგებლობასთან. რადგან არსებობდა გაუგებრობა ინფორმაციის გამარტივების პასუხისმგებლობასთან მიმართებით, უნდა მოეცვა თუ არა გამარტივებულ ინფორმაციას პროსპექტის ყველა ელემენტი, რომელიც შეიძლება განხილული ყოფილიყო როგორც არსებითი საინვესტიციო გადაწყვეტილების მიღების დროს. კომპანიებმა, პასუხისმგებლობის თავიდან აცილების მიზნით, დაიწყეს გამარტივებულ პროსპექტში სულ უფრო მეტი ინფორმაციის ჩადება. შედეგად, ზოგ შემთხვევაში გამარტივებული პროსპექტი უფრო გრძელი იყო, ვიდრე, პროსპექტი. რომლის გასამარტივებლათაც ის იქნა მიღებული. შესაბამისად, პასუხისმგებლობის ახალი რეჟიმის მიზანს წარმოადგენდა ის, რომ *KIID*-ი გაგებული ყოფილიყო კომპანიების მიერ, როგორც მხოლოდ საკომუნიკაციო დოკუმენტი და არა როგორც სამართლებრივი ან სახელშეკრულებო დოკუმენტი. რაც შეეხება სანქცირებასა და კომპენსაციას, დირექტივის 99-ე მუხლი ითვალისწინებს წევრი სახელმწიფოების მიმართ მოთხოვნას დარღვევების სანქცირების მექანიზმების შექმნისა და დანაწესების აღსრულებისთვის, მე-100 მუხლი კი – სარჩელებისა და კომპენსაციის სასამართლოს გარე ეფექტიანი სისტემის შექმნის ვალდებულებას, ანუ დირექტივა აღნიშნულ საკითხებს წევრი სახელმწიფოების კომპეტენციაში ტოვებს.

IV.1.1.1.2. UCITS V

UCITS-ის დირექტივის გადამუშავება *UCITS IV*-ით არ დამთავრებულა. 2012 წლის ივლისში ევროპის კომისიამ შეიმუშავა წინადადება ახალი დირექტივის შესახებ, რომელიც ცვლის *UCITS IV* დირექტივას. 2014 წლის 15 აპრილს ევროპის პარლამენტმა დაამტკიცა ცვლილებები *UCITS V*-ის სახელწოდებით. 2014 წლის 23 ივლისს ევროპის კავშირმა მიიღო დირექტივა *UCITS V*.⁵⁰⁶ ცვლილებები მნიშვნელოვნად აძლიერებს ინვესტორთა დაცვას *UCITS*-ის მენეჯერებისა და მათი დეპოზიტორების წინაშე, მენეჯერი კომპანიისა და დეპოზიტორების სანქცირების რეჟიმი აძლიერებს ფონდების დეპოზიტორების მიმართ მოქმედ ნორმებს და შემოაქვს ახალი დანაწესები ფონდის მენეჯერი

University Press, Oxford, 2014, 253.

⁵⁰⁶Directive 2014/91/EU on the coordination of laws, regulations and administrative provisions relating to undertakings for collective investment in transferable securities as regards depositary functions, remuneration policies and sanctions (ე.წ. UCITS V).

კომპანიის ანაზღაურებასთან დაკავშირებით. დირექტივის ცვლილებები ნაკლებად ეხება ღიაობის დანაწესებს და ძირითადად კონცენტრირებულია დეპოზიტორების ვალდებულებების, პასუხისმგებლობის, ანაზღაურების პოლიტიკისა და სანქციების მექანიზმების ნაციონალურ დანაწესებს შორის არსებული განსხვავებების აღმოფხვრაზე.

UCITS-ის ფონდის აქტივები შესანახად მინდობილი აქვს დეპოზიტორს, თუმცა დღემდე არ არსებობდა სიცხადე იმასთან დაკავშირებით, თუ რომელი ინსტიტუტი არის უფლებამოსილი გამოვიდეს დეპოზიტორის როლში. დეპოზიტორების განსხვავებულ სტანდარტებს შეუძლია გამოიწვიოს განსხვავებები ინვესტორთა დაცვის დონეში. ამას გარდა, გლობალურმა ფინანსურმა კრიზისმა გამოავლინა, რომ UCITS-ის მენეჯერების ანაზღაურებისა და სტიმულირების სისტემა, სულ მცირე ნაწილობრივ, დამოკიდებული იყო ფონდის მოკლევადიან წარმატებაზე. ასეთი სისტემა სტიმულს აძლევდა ფონდის პორტფოლიოს რისკების გაზრდას პოტენციური მოგების გაზრდის მიზნით. ამასთან, წევრ სახელმწიფოებს შორის მნიშვნელოვანი განსხვავებები არსებობდა დანაწესების დარღვევის სანქცირებასთან დაკავშირებით, რაც, თავის მხრივ, გააღწედა ახდენდა არსებული დანაწესების აღსრულებასა და ამრიგად, ინვესტორის დაცვის დონეზე.⁵⁰⁷

აღნიშნული სისუსტეების არსებობის ფონზე დირექტივის ახალი ვერსია მიზნად ისახავს, უზრუნველყოს ცხადი და ერთგვარი ნორმების, მიდგომების არსებობა ევროპის კავშირის მასშტაბით დეპოზიტარის ვალდებულებებისა და პასუხისმგებლობის, UCITS-ის მენეჯერების ანაზღაურებისა და სანქციების რეჟიმის მიმართ.⁵⁰⁸

პუნქტობრივად რომ ჩამოვაყალიბოთ, UCITS V დირექტივის მიერ ინვესტორთა დაცვის მიმართულებით განხორციელებული, დისერტაციისთვის მნიშვნელოვანი ძირითადი ცვლილებებია:

1. UCITS V აძლიერებს დანაწესებს იმ ერთეულების შესახებ, რომლებიც შეიძლება მოქმედებდნენ, როგორც დეპოზიტარი. ახალი დირექტივის 23-ე მუხლი განსაზღვრავს, თუ ვინ შეიძლება იყოს და რა მოთხოვნებს უნდა შეესაბამებოდეს დეპოზიტარი. აღნიშნული მუხლის მიხედვით, დეპოზიტარი შეიძლება იყოს: ნაციონალური ცენტრალური ბანკები, საკრედიტო დაწესებულებები, სხვა იურიდიული პირები, რომლებიც წევრი სახელმწიფოს მიერ არის ავტორიზებული დეპოზიტორის როლის შესასრულებლად. დეპოზიტარის ფუნქციების დელეგირება დასაშვებია მხოლოდ მკაცრი მოთხოვნების დაკმაყოფილების პირობით, თუკი დელეგატი აკმაყოფილებს დადგენილ მინიმალურ მარეგულირებელ მოთხოვნებს (*prudential, organizational and conduct requirements*). ამასთან, დეპოზიტორის პასუხისმგებლობა არ იხსნება ფუნქციების დელეგირების დროს.

⁵⁰⁷European Commission, Commission staff working document: Economic review of financial regulation agenda, accompanying the document: Communication from the Commission to the European Parliament, the Council, the European Economic and Social Committee and the Committee of the Regions: a reformed financial sector for Europe, Brussels, 15.05.2014, SWD (2014) 158 final, 158-160.

⁵⁰⁸ იქვე, 160.

2.ახალი დირექტივის 24-ე მუხლი აძლიერებს დეპოზიტარის პასუხისმგებლობას და განსაზღვრავს შესაძლებლობას, რომ ინვესტორმა პირდაპირ დეპოზიტარისგან მოითხოვოს ანაზღაურება. დეპოზიტარი პასუხისმგებელი იქნება მისთვის მინდობილი UCITS-ის აქტივების ნებისმიერი დანაკარგისთვის. UCITS-ის ინვესტორებს ყოველთვის ექნებათ კომპენსაციის მოთხოვნის უფლება პირდაპირ დეპოზიტარის მიმართ და არ იქნებიან ვალდებული, დაელოდონ მენეჯერი კომპანიის მიერ კომპენსაციის მოთხოვნის უფლების განხორციელებას.

3. UCITS V დირექტივაში დამატებულ იქნა 14a(1) მუხლი, რომლის მიხედვითაც, წევრმა სახელმწიფოებმა უნდა მოსთხოვონ მმართველ კომპანიებს ანაზღაურების ისეთი პოლიტიკის/პრაქტიკის დანერგვა და გამოყენება, რომელიც სტიმულს აძლევს რისკების ჯანსაღ და ეფექტიან მართვას და არ წახალისებს ისეთი რისკების აღებას, რომელიც შეუსაბამოა მათი მმართველობის ქვეშ მყოფი UCITS-ის რისკის პროფილთან და მმართველი კომპანიის ვალდებულებასთან, იმოქმედოს UCITS-ის ინტერესში.

4. სანქციებთან მიმართებით, ცვლილებებს 99-ე მუხლში შემოაქვს მინიმალური დანაწესები ადმინისტრაციული ღონისძიებებისა და სანქციების შესახებ. ცვლილებები ითვალისწინებს ეფექტიანი და ჰარმონიზებული ადმინისტრაციული სანქციების შექმნას, შემოაქვს ერთიანი სტანდარტები დირექტივის ძირითადი დანაწესების დარღვევების სანქცირებისთვის (ეხება მხოლოდ ადმინისტრაციულ სანქციებს).

5.25-ე მუხლში ინტერესთა კონფლიქტის დაძლევის მიზნით, მანამდე არსებულ დანაწესს, რომ არც ერთი კომპანია არ შეიძლება ერთდროულად მოქმედებდეს როგორც მმართველი კომპანია და დეპოზიტარი, დაემატა დანაწესი, რომ არც ერთი კომპანია არ შეიძლება მოქმედებდეს ერთდროულად როგორც საინვესტიციო კომპანია და დეპოზიტარი. ამასთან შემოღებულ იქნა მმართველი კომპანიისთვის, საინვესტიციო კომპანიისა და დეპოზიტარისთვის ვალდებულება, იმოქმედონ გულწრფელად, სამართლიანად, პროფესიონალურად და დამოუკიდებლად მხოლოდ UCITS-ის ან UCITS-ის ინვესტორთა ინტერესების სასარგებლოდ.

6.69-ე მუხლს დაემატა ვალდებულება, რომ პროსპექტში მოცემული იქნეს დეტალური ინფორმაცია ანაზღაურების და ბონუსების პოლიტიკისა და სისტემების შესახებ.

7.78-ე მუხლს დაემატა KIID-ში ანაზღაურების და ბონუსების პოლიტიკისა და სისტემების შესახებ ინფორმაციის შეტანის ვალდებულება.

UCITS V-ის მე-2 მუხლის მიხედვით, წევრმა სახელმწიფოებმა 2016 წლის 18 მარტამდე უნდა უზრუნველყონ კანონების, რეგულაციებისა და ადმინისტრაციული დანაწესების მიღება და გამოქვეყნება, რომლებიც საჭიროა დირექტივის იმპლემენტაციისთვის.⁵⁰⁹

⁵⁰⁹ აღსანიშნავია, რომ 2012 წელს ევროპის კომისიამ დაიწყო კონსულტაციები UCITS VI-ის შესახებ (Commission, UCITS. Product Rules, Liquidity Management, Depositary, Money Market Funds and Long-term Investments (2012) (the 2012 UCITS VI Consultation)). თუმცა, სადისერტაციო ნაშრომის მიზნებიდან გამომდინარე, აღნიშნული დოკუმენტი არ განიხილება.

IV.1.1.2. ღირეტივა ემისიის პროსპექტის შესახებ (*Prospectus Directive*)

2009 წლის სექტემბერში ევროპის კომისიამ წამოაყენა წინადადება ემისიის პროსპექტის შესახებ ღირეტივის გადახედვის თაობაზე. ემისიის პროსპექტის შესახებ ღირეტივაში ცვლილებები შევიდა 2010 წლის ნოემბერში. ღირეტივა 2003/71/EC შეიცვალა 2010/73/EU ღირეტივით, რათა გაეძლიერებინა ინვესტორთა დაცვა, შეემცირებინა კომპანიებისთვის ფასიანი ქაღალდების ევროპულ ბაზარზე კაპიტალის მოზიდვასთან დაკავშირებული ადმინისტრაციული ტვირთი და გაეზარდა პროსპექტის რეჟიმის ეფექტიანობა. ამრიგად, 2010/73/EU ღირეტივას აქვს სამი ძირითადი მიზანი: პროსპექტის რეჟიმის ეფექტიანობის გაზრდა; კომპანიებისთვის ფასიანი ქაღალდების ევროპულ ბაზრებზე კაპიტალის მოზიდვასთან დაკავშირებული ადმინისტრაციული ტვირთის შემცირება და ინვესტორთა დაცვის გაძლიერება.

ღიაობის რეგულირების საკითხთან დაკავშირებით განხორციელებული ცვლილებების მიზანია პროსპექტის რეზიუმეს გაუმჯობესება სიმარტივისა და წაკითხვადობის მიმართულებით. ევროპის კომისიის მიხედვით, პროსპექტის რეზიუმე პრაქტიკაში მცირე ინვესტორებისთვის საინვესტიციო გადაწყვეტილების მიღების დროს ინფორმაციის საკვანძო წყაროს უნდა წარმოადგენდეს. ცვლილებების შედეგად, პროსპექტის რეზიუმეს ჩარჩოში შემოტანილ იქნა საკვანძო ინფორმაციის კონცეფცია ინვესტორთა დაცვის ეფექტიანი სტანდარტის შექმნის უზრუნველყოფისა და ინვესტორთა რაციონალური საინვესტიციო გადაწყვეტილებების ხელშეწყობის მიზნით. „საკვანძო ინფორმაციის“ ცნება გულისხმობს მოკლე, არატექნიკურ ინფორმაციას პროდუქტის არსებითი მახასიათებლებისა და რისკების შესახებ. რეზიუმეს ფორმატმა და შინაარსმა უნდა წარმოაჩინოს საკვანძო ინფორმაცია, რათა შესაძლებლობა მისცეს ინვესტორებს მიიღონ ინფორმირებული საინვესტიციო გადაწყვეტილება და შეადარონ ფასიანი ქაღალდები სხვა საინვესტიციო პროდუქტებს.⁵¹⁰ აღნიშნული ცვლილებები შესაბამისობაშია და გამოძახილია იმ მიდგომისა, რომელიც მომდინარეობს ევროპის კომისიის მიერ წარმოდგენილი მცირე ინვესტორთათვის განკუთვნილი კომპლექსური პროდუქტების შესახებ დოკუმენტიდან (*PRIIPs KII*),⁵¹¹ თუმცა არსებობს

⁵¹⁰European Commission, Commission's Proposal for a Directive of the European Parliament and of the Council amending Directives 2003/71/EC on the prospectus to be published when securities are offered to the public or admitted to trading and 2004/109/EC on the harmonisation of transparency requirements in relation to information about issuers whose securities are admitted to trading on a regulated market, COM(2009) 491 final, Brussels, 23.09.2009, 7.

⁵¹¹2012 წლის 3 ივლისს ევროპის კომისიამ წამოაყენა წინადადება ახალი საკვანძო საინფორმაციო დოკუმენტის რეგულირების თაობაზე. წინადადება შეიცავს ერთიან ნორმებს საკვანძო ინფორმაციის დოკუმენტის ფორმატისა და შინაარსის შესახებ. მას შემოაქვს KIID-ის რეჟიმი მცირე ინვესტორთა ყველა სხვა საინვესტიციო პროდუქტისთვის. რეგულირების მიზანია, რომ ევროპელმა მცირე ინვესტორმა ყოველთვის მიიღოს მოკლე, ადვილად შედარებადი და სტანდარტიზებული ღიაობა, სახელად „საკვანძო საინფორმაციო დოკუმენტი“ (KID), მიუხედავად იმისა, თუ რომელ პროდუქტს ყიდულობს ის. Packaged Retail Investment Products (PRIIPs); Key Investor Information Document (KIID). European Commission, Commission's Proposal for a Directive of the European Parliament and of the Council amending Directives 2003/71/EC on the prospectus to be published when securities are offered to the public or admitted to trading and 2004/109/EC on the harmonisation of transparency requirements in relation to information about issuers

მოსაზრება, რომ პროსპექტის რეზიუმეს რეფორმა კვლავ გადასახედი იქნება მას შემდეგ, რაც *PRIPs KID*-ზე მუშაობა საბოლოოდ დასრულდება, რათა თავიდან იქნეს აცილებული შეუსაბამობები ამ ორ დოკუმენტს შორის. ზოგიერთი ფასიანი ქაღალდი, რომელიც ექვემდებარება პროსპექტის რევიზს, ამავედროულად მოხვდება *PRIPs*-ის რეგულირების სფეროში, შესაბამისად აუცილებელია ამ ორი ინიციატივის ერთმანეთთან კოორდინირებულად განვითარება, რათა გათანაბრებული იყოს მოთხოვნები, შეიქმნას ჰარმონიული ერთიანი მიდგომა ინვესტორთა პერსპექტივიდან და თავიდან იქნეს აცილებული დანაწესების არასასურველი დუბლირება.⁵¹²

ისმის სკეპტიციზმი იმასთან დაკავშირებით, შეუძლია თუ არა ემიტენტის ინფორმაციული ღიაობის რევიზს მცირე ინვესტორთა დაცვაში წვლილის შეტანა. არსებობს მოსაზრება, რომ ემიტენტის ინფორმაციული ღიაობის ევროპული რევიმი ორიენტირებულია და ძირითადად მიზნად ისახავს ემიტენტებისთვის კაპიტალის ბაზრის ადვილი ხელმისაწვდომობის უზრუნველყოფას, ამ მიზნის მიმართულებით მოქმედება კი ყოველთვის არ არის შესაბამისობაში ინვესტორთა დაცვასთან.⁵¹³ ევროპის კომისიას არასოდეს წარმოუდგენია მტკიცებულება, რომ ემიტენტის ღიაობის ევროპულ რევიმს წვლილი შეაქვს ნაკლებად გათვითცნობიერებული ინვესტორების დაცვის ამალგაში.⁵¹⁴ საეჭვოა ასევე პროსპექტის რეზიუმეს მიმართ განხორციელებული ცვლილებები რეალური შედეგის მიღწევის კუთხით და ის უბრალოდ სიტყვათა წყობის ცვლილების შთაბეჭდილებას ქმნის.

მნიშვნელოვანია აღინიშნოს, რომ 2010 წლის დირექტივამ სპეციფიკური უფლებამოსილებები მიანიჭა ფასიანი ქაღალდებისა და ბაზრების ახალ ევროპულ ორგანოს, *ESMA*-ს.⁵¹⁵ პროსპექტის რევიმთან მიმართებით ახალი დანაწესების მიხედვით (დირექტივის მე-7 მუხლი) *ESMA*-ს შეუძლია წამოაყენოს „მბოჭავი ტექნიკური სტანდარტების“ შექმნის წინადადება ღიაობის დეტალიზებულ მოთხოვნებთან დაკავშირებით. მოდიფიცირებული დირექტივა ითვალისწინებს ევროპის კომისიის მიერ დელეგირებული რეგულაციების მიღების გზით ახალი მარეგულირებელი ჩარჩოს იმპლემენტაციას. ახალი დირექტივის მთავარი პრინციპების ასახვა სწორედ ამ დელეგირებულ აქტებში უნდა მოხდეს. შესაბამისად, დელეგირებული აქტების შექმნის პროცესში, 2011 წლის 25 იანვარს, ევროპის კომისიამ ფორმალური მოთხოვნა გაუგზავნა *ESMA*-ს, რათა მას ემისიის პროსპექტის დირექტივასთან დაკავშირებული შესაძლო დელეგირებული აქტების შესახებ ტექნიკური რჩევა წარმოედგინა. *ESMA*-ს მიენიჭა უფლება შეიმუშავოს პროსპექტის რეზიუმეს და მასში მოცემული საკვანძო ინფორმაციის ერთიანი ფორმატი იმ მიზნით, რომ ხელი შეუწყოს მსგავსი პროდუქტების რეზიუმეებს შორის შედარებას. 2011 წელს *ESMA*-მ წარმოადგინა პირველი პროექტი პროსპექტის დირექტივის

whose securities are admitted to trading on a regulated market, COM(2009) 491 final, Brussels, 23.09.2009, 2.

⁵¹²Commission Communication, Communication from the Commission to the European Parliament and to the Council of 30 April 2009 - Packaged retail investment products, Brussels, 2009, 55.

⁵¹³Willemaers G. S., The EU Issuer Disclosure Regime: Objectives and Proposals for Reform, Kluwer Law International, Brussels, 2011, 29.

⁵¹⁴იქვე, 34.

⁵¹⁵„European Securities and Market Authority – ESMA“.

მხოლოდ ტექნიკური სტანდარტების შესახებ,⁵¹⁶ რომელიც, სხვა საკითხებთან ერთად, შეიცავს სტანდარტებს პროსპექტის რეზიუმეს განვითარების მიმართულებით, ეხება პროსპექტის რეზიუმეს ფორმატს და რეზიუმეში მოცემული საკვანძო ინფორმაციის დეტალიზებულ შინაარსსა და სპეციფიკურ ფორმას.

ESMA-ს საკონსულტაციო დოკუმენტი პროსპექტის რეზიუმესთან მიმართებით მოდულარულ მიდგომას ითვალისწინებს. პროსპექტის რეზიუმეს ფარგლებში წარმოსადგენი სავალდებულო საკვანძო ინფორმაცია დაყოფილია ხუთ კატეგორიად, სექციად (A,B,C,D,E). თითოეული პროსპექტის რეზიუმეს უნდა ჰქონდეს ეს ხუთი სექცია. აღნიშნული სექციები რეზიუმეში მოცემული უნდა იქნეს ფასიანი ქაღალდებისა და ბაზრების ევროპული ორგანოს მიერ დადგენილი თანმიმდევრობით. დაუშვებელია ახალი სექციის დამატება. რეზიუმე წაკითხული უნდა იქნეს, როგორც ძირითადი პროსპექტის შესავალი. ამასთან, ემიტენტებს უფლება აქვთ დამატებითი ინფორმაცია შეიტანონ რეზიუმეში.⁵¹⁷ რაც შეეხება დოკუმენტის მოცულობას ფასიანი ქაღალდებისა და ბაზრების ევროპული ორგანოს მიხედვით, ზოგადად რეზიუმემ არ უნდა გადააჭარბოს პროსპექტის მოცულობის 7%-ს ან 15 გვერდს – მათგან არჩეულ უნდა იქნეს ის, რომელი მათგანიც უფრო მოკლეა.⁵¹⁸

ემისიის პროსპექტის შესახებ დირექტივა საინტერესოა ასევე პროსპექტის რეზიუმეს მცდარობის შემთხვევაში პასუხისმგებლობის საკითხის კუთხითაც (რომელსაც ეფუძნება UCITS IV დირექტივის პასუხისმგებლობის რეჟიმი). ევროპის კავშირის წევრი სახელმწიფოების ვალდებულებაში შედის, რომ არავინ აგოს პასუხი მხოლოდ რეზიუმეს საფუძველზე, მისი თარგმანის ჩათვლით, გარდა იმ შემთხვევისა, როდესაც რეზიუმე არის შეცდომაში შემყვანი არასწორი ან ურთიერთგამომრიცხავი დანაწესების შემცველი პროსპექტის სხვა ნაწილებთან მიმართებით ან როდესაც პროსპექტის სხვა ნაწილებთან ერთად წაკითხვის დროს ის არ გადმოსცემს ყველა საკვანძო ინფორმაციას, რომელიც დაეხმარება ინვესტორს კონკრეტულ ფასიან ქაღალდში ინვესტიციის განხორციელების შესახებ გადაწყვეტილების მიღებაში;⁵¹⁹ ანუ ცვლილებების შედეგად პასუხისმგებლობის რეჟიმს დაემატა პასუხისმგებლობა, როდესაც პროსპექტის რეზიუმე არ შეიცავს საკვანძო ინფორმაციას. პროსპექტის დირექტივის 6(2) მუხლი პირდაპირ მოითხოვს წევრი სახელმწიფოებისგან კერძოსამართლებრივი პასუხისმგებლობის გათვალისწინებას ნაციონალურ სამართალში პასუხისმგებელი პირების მიერ პროსპექტში მოცემული ინფორმაციის სიზუსტისა და სისრულის შესახებ გაკეთებულ განცხადებებთან მიმართებით. აღნიშნული ცვლილების მნიშვნელოვანი ხარვეზია, რომ პროსპექტის დირექტივა არ აზუსტებს, ვის მიმართ არსებობს ეს ვალდებულება, ვინ არის პასუხისმგებელი პირი –

⁵¹⁶ESMA, ESMA's technical advice on possible delegated acts concerning the Prospectus Directive as amended by the Directive 2010/73/EU, Final Report, 4 October 2011.

⁵¹⁷ESMA, ESMA's technical advice on possible delegated acts concerning the Prospectus Directive as amended by the Directive 2010/73/EU, Final Report, 4 October 2011, ESMA/2011/323, 67.

⁵¹⁸ იქვე, 61.

⁵¹⁹Veil R.,Europäisches Kapitalmarktrecht,2. Auflage, Mohr Siebeck, Tübingen, 2014, 326-327.

ემიტენტი თუ პროსპექტის რეზიუმეს დისტრიბუტორი ან ვის აქვს ჩივილის უფლება არასწორი პროსპექტის რეზიუმეს შემთხვევაში.⁵²⁰

პროსპექტის რეზიუმეს, რეფორმის კრიტიკოსების აზრით, ახალი დანაწესები მნიშვნელოვან სირთულეებს გამოიწვევს. განხორციელებული ცვლილება მოითხოვს, რომ რეზიუმემ დაიცვას ის სტანდარტი, რომელიც თვითონ პროსპექტის მიმართ არის წაყენებული, კერძოდ, შესაძლებელი გახადოს ინფორმირებული საინვესტიციო გადაწყვეტილება (მუხლი 5(2)). თუ რეზიუმე არ გახდა პროსპექტი, სხვანაირად ბუნდოვანია, როგორ უნდა მოხდეს ღიაობის, რომელიც ასეულობით გვერდია, მოკლე დოკუმენტად შემცირება ისე, რომ არ დაირღვეს დადგენილი სტანდარტი.⁵²¹ უფრო მეტიც, მოთხოვნა, რომ წარმოდგენილი იქნეს საკვანძო ინფორმაცია, რომელიც „შესაძლებლობას მისცემს ინვესტორებს შეადარონ ფასიანი ქაღალდები სხვა საინვესტიციო პროდუქტებს“ არის ძალიან ბუნდოვანი, შესაბამისად, არაპრაქტიკული.⁵²² ამასთან, არ მომხდარა პროსპექტის რეზიუმეს ახალი ვარიანტის წინასწარი ტესტირება მცირე ინვესტორებზე.

ღირექტივის მე-3 მუხლის მიხედვით, წევრ სახელმწიფოებს ნაციონალურ სამართალში ცვლილებების იმპლემენტაციის ვალდებულება ჰქონდათ 2012 წლის პირველ ივლისამდე. მე-4 მუხლის მიხედვით, ევროპის კომისიამ 2016 წლის პირველ იანვრამდე უნდა შეაფასოს წევრი სახელმწიფოების მიერ ღირექტივის გამოყენება და განახორციელოს საჭირო ცვლილებები ღირექტივის რეჟიმში. 2015 წლის 18 თებერვალს ევროპის კომისიამ დაიწყო ახალი პროექტი „კაპიტალის ბაზრების კავშირი“.⁵²³ პროექტის ფარგლებში დაწყებული საჯარო კონსულტაციები ეხება ასევე ემისიის პროსპექტის შესახებ ღირექტივის შეფასებას. ევროპის კომისიას სურს საჯარო კონსულტაციის ფარგლებში შეაგროვოს მოსაზრებები და ინფორმაცია ღირექტივის ფუნქციონირების შესახებ.

IV.1.13. რეგულაცია მცირე ინვესტორთათვის განკუთვნილი კომპლექსური/შეფუთული პროდუქტებისა და დაზღვევაზე-დაფუძნებული პროდუქტების საკვანძო საინფორმაციო დოკუმენტის შესახებ (*The Regulation on Key Information Documents for Packaged Retail and Insurance-based Investment Products – PRIIPs*)

გლობალური ფინანსური კრიზისის შემდეგ განხორციელებული რეფორმების ფარგლებში რეგულაცია მცირე ინვესტორთათვის განკუთვნილი კომპლექსური/შეფუთული პროდუქტებისა და დაზღვევაზე დაფუძნებული პროდუქტების საკვანძო საინფორმაციო დოკუმენტის შესახებ არის ერთადერთი რეფორმა, რომელიც ექსკლუზიურად მცირე ინვესტორების დაცვას ეძღვნება. სამწუხაროდ, რეგულირების საზღვრები მნიშვნელოვნად

⁵²⁰Willemaers G. S.,The EU Issuer Disclosure Regime: Objectives and Proposals for Reform,Kluwer Law International, Brussels, 2011, 253.

⁵²¹Panasar R., Boeckman P.,European Securities Law,Oxford University Press, Oxford, 2010, 31.

⁵²²იქვე 32.

⁵²³European Commission, Green Paper – Building a Capital Markets Union, COM (2015) 63 final, Brussels, 18.02.2015.

შევიწროვდა ინდუსტრიის წარმატებული ლობირების შედეგად და მისი სფეროდან ამოღებულ იქნა კორპორაციული აქციები, სუვერენული ობლიგაციები, პენსიები და საბანკო დეპოზიტები. დადებითად უნდა იქნეს მიხნეული ის, რომ სიცოცხლის დაზღვევის პროდუქტები გახდა რეგულირებით გათვალისწინებული ერთიანი ღიაობის მოთხოვნის საგანი.⁵²⁴ ამასთან, რეგულაცია არ ეხება ასევე იმ საინვესტიციო ფონდებს, რომლებიც ინსტიტუციონალური ინვესტორებისთვის არის განკუთვნილი.

დღესდღეისობით წინასახელშეკრულებო პროდუქტის ღიაობა დარეგულირებულია სხვადასხვა ევროპული დირექტივით. მათ შორის არის: დირექტივა ემისიის პროსპექტის შესახებ, *UCITS* დირექტივა, *Solvency II* დირექტივა, *Insurance Mediation* დირექტივა და *MiFID*. ღიაობის მოთხოვნები განსხვავებულია პროდუქტის სამართლებრივი ფორმის მიხედვით.⁵²⁵ პროდუქტის ღიაობის სფეროში არსებული პრობლემების გადასაჭრელად და პროდუქტის ღიაობის გასაუმჯობესებლად უკვე განხორციელდა ღონისძიებები, მაგალითად, *UCITS*-ის ნორმების გასაუმჯობესებლად *KIID*-ის სახით. რეფორმის პროცესში მარეგულირებლების ამოცანას წარმოადგენდა მსგავსი გაუმჯობესების შექმნა სხვა საინვესტიციო პროდუქტებისთვისაც. *PRIIPs* რეგულაცია აფართოებს *UCITS*-ის მიდგომას „მცირე ინვესტორთა სრუქტურირებულ/შეფუთულ საინვესტიციო პროდუქტებსა და დაზღვევაზე-დაფუძნებულ პროდუქტებზე“ ე.წ. „*Key Information Document-KID*“ (საკვანძო ინფორმაციის დოკუმენტი) დოკუმენტის შემოღების გზით.

UCITS-ის ბაზარი *PRIIPs* ბაზრის მნიშვნელოვან ნაწილს წარმოადგენს. როგორც ზემოთ აღინიშნა, *KIID* არის ძალზე პრესკრიპციული და სტანდარტიზებული დოკუმენტი, რომელიც ადგენს ღიაობის ერთიან მოთხოვნებს ასეთი ფონდების ყველა ბაზრისთვის ევროპის კავშირის მასშტაბით. დღემდე მსგავსი მოთხოვნები ევროპის კავშირის დონეზე არ არსებობდა მცირე ინვესტორთა სხვა პროდუქტებისთვის. ღიაობის ევროპული და ნაციონალური დონის რეგულირების განვითარება მოხდა სექტორალურ საფუძვლებზე. შესაბამისად, ღიაობის დანაწესები განსხვავდება იმ სექტორების მიხედვით, სადაც ხდება პროდუქტის წარმოება და რომელ სექტორშიც მოქმედებს შუამავალი. ასეთი მარეგულირებელი განსხვავებები ქმნის ადმინისტრაციული ხარჯების გაზრდისა და მარეგულირებელი არბიტრაჟის საფრთხეს და აფერხებს პროდუქტების საზღვრებს გარეთ გაყიდვას.⁵²⁶ *PRIIPs* რეგულირების, ანუ პროდუქტის ტიპების მასშტაბით კოორდინირებული მიდგომის, გარეშე, *PRIIPs* ბაზრის მხოლოდ ნაწილი ისარგებლებდა *UCITS KIID* მოთხოვნებით. ევროპის კომისიის მიხედვით, *KID* არსებობს სპეციფიკური მიზნით, რომელიც განსხვავებულია ღიაობის სხვა მოთხოვნებისგან. შესაბამისად ის იარსებებს სხვა დირექტივების ღიაობის

⁵²⁴EuroFinUse, *PRIIPs – Better little than nothing*, Brussels, April 2014, 1.

⁵²⁵*Kozłowska M.*, *Consumer Protection in Financial Services – towards greater Transparency with a Key Information Document for Packaged Retail Investment Products*, Wrocław review of Law, Administration & Economics Vol 2:2, De Gruyter, 2013, 139-146, 141.

⁵²⁶European Commission, *Commission Staff Working Document Impact Assessment accompanying the document Proposal for a Regulation of the European Parliament and of the Council on key information documents for investment products*, Strasbourg 03.07.2012, SWD(2012) 187 final, 15-16.

მოთხოვნების პარალელურად. თუ შევადარებთ *KID*-ს, მაგალითად, პროსპექტის რეზიუმეს, დეფინიციის მიხედვით რეზიუმე არ ცდილობს სხვადასხვა ტიპის პროდუქტებს შორის ინფორმაციის შედარების შესაძლებლობის უზრუნველყოფას. ამასთან, *KID*-ი განიხილება, როგორც „საკომუნიკაციო დოკუმენტი“, ის მიზნად არ ისახავს გახდეს სახელშეკრულებო დოკუმენტი. ახალი დანაწესების მიზანს არ წარმოადგენს ევროპის კავშირის თუ ნაციონალურ დონეზე არსებული დანაწესების ან სახელშეკრულებო დანაწესების შეცვლა, არამედ მხოლოდ იმის უზრუნველყოფა, რომ ინვესტორებისთვის მოხდება სხვადასხვა ინვესტიციების შედარებისათვის საჭირო ინფორმაციის მიწოდება. იმ შემთხვევაში, როდესაც *KID*-ის მოთხოვნები ემთხვევა ან იმავე ფუნქციას ასრულებს, რასაც პროსპექტის რეზიუმე, დუბლირების თავიდან ასაცილებლად კომპანიის მიერ *PRIPs* რეგულირებით დადგენილი მოთხოვნების შესრულება ჩაითვლება სხვა ინსტრუმენტების მსგავსი მოთხოვნების შესრულებადაც. ცხადად უნდა მოხდეს ერთმანეთისგან *KID*-ის წინასახელშეკრულებო პროდუქტის ღიაობის განსხვავება უფრო ფორმალური სახელშეკრულებო ინფორმაციისგან.⁵²⁷

პროდუქტის ღიაობის რეგულირება, პირველ რიგში, ეხება ინვესტორთა კონკრეტული პროდუქტის თვისებების, რისკების, ხარჯებისა და სხვათა. შესახებ ინფორმაციის მიღების მოთხოვნილებას. ის აწვდის კლიენტს ინფორმაციას თითოეული შეთავაზებული პროდუქტის შესახებ. *PRIPs* რეგულაცია არის ნაწილი იმ ფართო კონტექსტისა, რომელიც შეიცავს ნორმებს დისტრიბუციისა და გაყიდვების, ანაზღაურებისა და კომპენსაციის რეგულირების შესახებ. ანუ, *PRIPs* რეგულაცია წარმოადგენს ევროპის კომისიის რეგულირების ინიციატივების უფრო ფართო პაკეტის მნიშვნელოვან ნაწილს. რეგულაცია ავსებს ინვესტორთა დამცავ ღონისძიებებს საინვესტიციო რჩევასა და გაყიდვის პრაქტიკასთან მიმართებით (*MiFID II*, *MiFIR*), რომელთა გაფართოებაც ხდება, რათა ასევე მოიცვას *PRIPs* რეგულაციის სფეროში მოხვედრილი ყველა პროდუქტი.

საინვესტიციო პროდუქტების სფეროში სწრაფად ხდება სხვადასხვა სამართლებრივი ფორმის მქონე ახალი საინვესტიციო პროდუქტების გავრცელება, მაგრამ რეალურად ეს პროდუქტები მსგავსი რისკებისა და მოგების პროფილს შეიცავენ. სამწუხაროდ, ხდება ამ პროდუქტების განსხვავებული რეგულირება მათი განსხვავებული ფორმის მიხედვით და არა მათი ეკონომიკური თვისებების მიხედვით. შედეგად, აშკარაა მცირე ინვესტორებსა და ინდუსტრიას შორის მნიშვნელოვანი ინფორმაციული ასიმეტრიულობა.

დღეისათვის არ არსებობს მცირე ინვესტორთა ევროპული ბაზრების დეფინიცია (*retail investment markets*). აღნიშნული კონცეფცია გაიგება როგორც ისეთი საინვესტიციო პროდუქტების ბაზრები, რომლებსაც შეუძლიათ (და როგორც წესი ახორციელებენ) წვდომა მცირე ინვესტორებზე. პროდუქტების ფართო წრე ხვდება ამ კატეგორიაში.⁵²⁸

⁵²⁷European Commission, Commission Staff Working Document Impact Assessment accompanying the document Proposal for a Regulation of the European Parliament and of the Council on key information documents for investment products, Strasbourg 03.07.2012, SWD(2012) 187 final, 44.
⁵²⁸European Commission, Commission Staff Working Document Impact Assessment accompanying the

ინვესტორთა მოთხოვნები საინვესტიციო პროდუქტთან მიმართებით არის ძალზე მარტივი: მაღალი მოგება, დაბალი რისკები და დაბალი ფასები, თუმცა არ არსებობს პირდაპირი კავშირი რისკსა და პროდუქტის კომპლექსურობას შორის ან ფასსა და ხარისხს შორის – კომპლექსური პროდუქტები შეიძლება ფინანსური შედეგების გამო უფრო დაბალ საინვესტიციო რისკთან იყოს დაკავშირებული და ყველაზე ძვირმა პროდუქტმა ყველაზე მცირე მოგება მოიტანოს.⁵²⁹

მცირე ინვესტორთა საინვესტიციო ბაზარზე ფართოდ დომინირებს ე.წ. „Packaged Retail and Insurance-based Investment Products“ (PRIIPs), რომლებიც ქმნიან მცირე ინვესტორებისთვის ფინანსური ბაზრების ადვილად წვდომის საშუალებას. PRIIPs მოიცავს საინვესტიციო ფონდებს (UCITS), სტრუქტურირებულ პროდუქტებს (retail structured products), სტრუქტურირებული დეპოზიტების ჩათვლით და სადაზღვევო პროდუქტების გარკვეულ კატეგორიას (unit-linked insurance contracts). ამ პროდუქტების გაყიდვებისა და რჩევის რეგულირება დომინირებულია ორი ძირითადი საკანონმდებლო აქტით: MiFID-ით და სადაზღვევო მედიაციის დირექტივით (Insurance Mediation Directive (IMD)). მიუხედავად იმისა, რომ ეს პროდუქტები აძლევს მცირე ინვესტორებს ფინანსური ბაზრების ადვილად ხელმისაწვდომობის შანსს, ისინი ხშირად მათთვის ძალზე კომპლექსურია და ასოცირდება დაფარულ ხარჯებთან. ასეთი პროდუქტების გამყიდველები ხშირად დგანან ინტერესთა კონფლიქტის წინაშე, რადგან ისინი ანაზღაურებას იღებენ პროდუქტის მწარმოებლისგან და არა პირდაპირ მცირე ინვესტორისგან. ამ რისკების, შესაბამისობებისა და არსებული ხარვეზების დასაძლევად შეიქმნა რეგულირების კომპლექსური სისტემა და ამ მარეგულირებელი რეჟიმის ეფექტიანობის (როგორც ინვესტორთა დაცვის უნარის, ისევე ბაზრის ნორმალურად ფუნქციონირების დაცვის უზრუნველყოფის მიმართულებით) მიმართ დროთა განმავლობაში წარმოიშვა საფუძვლიანი ეჭვები. აღნიშნული ეჭვები და კითხვები უფრო მეტად გაძლიერდა გლობალური ფინანსური კრიზისის შედეგად.

PRIIP არის საინვესტიციო პროდუქტი, რომელიც მიეყიდება მცირე ინვესტორს. ეს განმარტება მოიცავს სამ ძირითად კონცეფციას: პირველი, „საინვესტიციო პროდუქტი“ გულისხმობს, რომ, ინვესტიცია ინვესტორს აყენებს გარკვეული რისკის წინაშე. ინვესტორი აბანდებს კაპიტალს და ინვესტიცია პირდება მას მოგებას ამ კაპიტალზე. მეორე, როგორც პროდუქტი ის არის წარმოქმნილი ფინანსური მომსახურების შუამავლების მიერ; მესამე – პროდუქტი განკუთვნილია მცირე ინვესტორისთვის.⁵³⁰ პროდუქტის აღნიშნული კატეგორია წარმოადგენს მცირე ინვესტორთა ფინანსური პროდუქტების (როგორც არის საკრედიტო პროდუქტები (სესხი, იპოთეკა), სადაზღვევო პროდუქტები, გადახდის მომსახურება და ა.შ.) სუბ-კატეგორიას. PRIIP-თვის დამახასიათებელია, რომ ის არის „შეფუთული“ პროდუქტი, რომელიც

document Proposal for a Regulation of the European Parliament and of the Council on key information documents for investment products, Strasbourg 03.07.2012, SWD(2012) 187 final, 10.

⁵²⁹Open Hearing on Retail Investment Products -Record, Brussels, 15th July 2008, 10 ff.

⁵³⁰European Commission, Commission Staff Working Document Impact Assessment accompanying the document Proposal for a Regulation of the European Parliament and of the Council on key information documents for investment products, Strasbourg 03.07.2012, SWD(2012) 187 final, 12.

აერთიანებს ინვესტიციებს სხვადასხვა ფინანსურ ინსტრუმენტში; როგორც წესი, მისი ფლობა ხორციელდება საშუალო და გრძელი პერიოდით; მისი ძირითადი ეკონომიკური ფუნქცია არის კაპიტალის აკუმულირება; ის შექმნილია მცირე ინვესტორებისთვის,⁵³¹ ანუ ამ პროდუქტის ძირითადი მახასიათებელია ის, რომ ის არის „წარმოებული“ (*manufactured*) – კომპანია კმნის *PRIPs*-ს სხვადასხვა ელემენტების ერთად შეფუთვის ან სტრუქტურირების გზით და ეს „შეფუთვა“, როგორც წესი, ზრდის მათ კომპლექსურობას.⁵³²

PRIPs რეგულირების 4(a) მუხლში მოცემული „საინვესტიციო პროდუქტის“ ტერმინის დეფინიცია ფართოა. რეგულირების მეორე მუხლი ნეგატიური ჩამონათვალის მეთოდით ახდენს რეგულირების გამოყენების სფეროს შეზღუდვას. არჩეული მიდგომა, საინვესტიციო პროდუქტების ძალიან ფართო დეფინიციის შემოთავაზება და შემდგომ ნეგატიური კატალოგის მეშვეობით მისი შეზღუდვა, პრობლემატურია, რადგან იწვევს გაურკვევლობებსა და განმარტების პრობლემებს.⁵³³

IV.1.1.3.1. ევროპის კომისიის *PRIPs* რეგულაციის 2009 წლის ინიციატივა

გლობალურმა ფინანსურმა კრიზისმა დაასამარა ინვესტორთა ნდობა *Packaged Retail Investment Products (PRIPs)*-ის მიმართ. ინვესტორთა ნდობის დასაბრუნებლად გაწეული სამუშაოს პირველი ეტაპი იყო 2009 წლის აპრილში ევროპის კომისიის მიერ ინიცირებული დოკუმენტის მიღება ინვესტორთათვის განკუთვნილი კომპლექსური პროდუქტების შესახებ.⁵³⁴ ევროპის კომისიამ წარმოადგინა წინადადება იმისათვის, რომ მიეღწია კოორდინირებული მიდგომისთვის პროდუქტების ტიპების მასშტაბით.⁵³⁵ დოკუმენტი მიუთითებდა დამატებითი სამუშაოების განხორციელების საჭიროებას ორი სფეროს მიმართულებით: წესები, რომელიც ეხება დისტრიბუციას, გაყიდვას, და წესები, რომელიც ეხება პროდუქტის ღიაობას. ევროპის კომისიამ წამოაყენა წინადადება, რომ არსებული სექტორალური რეგულირებების ჩანაცვლება მომხდარიყო ჰორიზონტალური მიდგომით როგორც წინასახელშეკრულებო ღიაობის მიმართ, ასევე გაყიდვების მიმართ, რომელიც დაეფუძნებოდა *UCITS* *KIID*-სა (ღიაობა) და *MiFID*-ს (დისტრიბუცია), რათა, დისტრიბუციის წყაროს მიუხედავად, ერთი და იგივე სამართლებრივი მოთხოვნები გავრცელდებოდა *PRIPs*-ის გაყიდვის პროცესში.

⁵³¹European Commission, Commission Staff Working Document Impact Assessment accompanying the document Proposal for a Regulation of the European Parliament and of the Council on key information documents for investment products, Strasbourg 03.07.2012, SWD(2012) 187 final, 57.

⁵³²Working Document of the Commission Services (DG Internal Market): Consultation by Commission Services on legislative steps for the Packaged Retail Investment Products initiative (26 November 2010), 5.

⁵³³Seitz J., Juhnke A., Seibold A., PIBS, KIIDs und nun KIDs – Vorschlag der Europäischen Kommission für eine Verordnung über Basisinformationsblätter für Anlageprodukte im Rahmen der PRIPs Initiative, BKR 2013, Heft 1, 18-25, 21.

⁵³⁴Commission Communication from the Commission to the European Parliament and to the Council of 30 April 2009 –Packaged retail investment products.

⁵³⁵Commission Communication, Communication from the Commission to the European Parliament and to the Council of 30 April 2009 - Packaged retail investment products, Brussels, 2009, 24.

2009 წლის 30 აპრილის დოკუმენტი კონცენტრირებას ახდენს ორ ძირითად სფეროზე: წინასახელშეკრულებო ინფორმაციაზე და რეალიზაციის პრაქტიკაზე.

მცირე ინვესტორთა ბაზრების ღიაობის ევროპული სისტემა ძალზე ფრაგმენტირებულია. ევროპის კომისიის მიხედვით, მცირე ინვესტორთა ღიაობის ევროპული რეგულირებები განსხვავდება პროდუქტის სამართლებრივი ფორმის მიხედვით და არ არის დამოკიდებული პროდუქტის ეკონომიკურ ხასიათსა ან იმ რისკზე, რომელსაც ის ქმნის მცირე ინვესტორისთვის. შესაბამისად, ინვესტორს მნიშვნელოვანი პრობლემები ექმნება მოახდინოს სათანადო შედარება პროდუქტებს შორის. მაგალითად, UCITS-ის ღიაობა დარეგულირებულია UCITS დირექტივით, მაშინ როდესაც MiFID-ის პროდუქტების ღიაობას არეგულირებს MiFID და პროსპექტის დირექტივა. როგორც ეს აღნიშნულია ევროპის კომისიის მიერ გავლენის შეფასებაში (*impact assessment*),⁵³⁶ ის ფაქტი, რომ ევროპის კავშირის დონისა და ნაციონალური დონის მექანიზმები მცირე ინვესტორთა ინფორმაციული ღიაობისათვის არ არის კოორდინირებული და ერთგვაროვანი, ინვესტორებისთვის ართულებს პროდუქტების შედარებას და პროდუქტების მახასიათებლების აღქმას. ამასთან, მარეგულირებელ არაერთგვაროვნებას შეუძლია გამოიწვიოს მარეგულირებელი არბიტრაჟი, რადგან მარეგულირებელი მოთხოვნების სხვადასხვა დონემ შეიძლება შექმნას სტიმული, რომლის მიხედვითაც პროდუქტების სტრუქტურირებისა და რეალიზების დროს გამოყენებული იქნეს ყველაზე ნაკლებად მკაცრი სისტემა.⁵³⁷

ევროპის კომისიის 2009 წლის დოკუმენტის მიხედვით, არსებობს მოკლე და გასაგები ინფორმაციის მოთხოვნილება, რომელიც წარმოაჩენს საინვესტიციო პროდუქტის მნიშვნელოვან მახასიათებლებს და მის რისკებს.⁵³⁸ ინვესტორთა მცირე ნაწილმა იცის, თუ რა საინვესტიციო პროდუქტს იძენს კონკრეტულ შემთხვევაში, რა რისკი არის ამასთან დაკავშირებული და საერთოდ როგორ ფუნქციონირებს ის. შესაბამისად არსებობს საფრთხე, რომ ინვესტორები შეცდომით იგრძნობენ თავს დაცულად და გაჩნდება ყიდვის მცდარი სტიმული.⁵³⁹ ინვესტორთა საბაზისო ინფორმაციების რეგულირებისას არსებული სისუსტეების დაძლევისა და მცირე ინვესტორთა პროდუქტების მთელი ბაზრისთვის საინფორმაციო ვალდებულებების გაუმჯობესების მიზნით, უნდა შეიქმნას მოკლე, გასაგები და ინვესტორზე ორიენტირებული დოკუმენტი, „საკვანძო ინფორმაციის დოკუმენტი“.⁵⁴⁰ „keep it simple“ (სიმარტივის უზრუნველყოფა) უნდა იყოს წამყვანი პრინციპი.⁵⁴¹ მცირე ინვესტორის

⁵³⁶ Commission Communication, Communication from the Commission to the European Parliament and to the Council of 30 April 2009 - Packaged retail investment products, Brussels, 2009, 5.

⁵³⁷ იქვე 16.

⁵³⁸ Lang V., Kühne A.O., Anlegerschutz und Finanzkrise – noch mehr Regel ?, WM 2009, 1301-1308, 1303.

⁵³⁹ Oehler A., Kohlert D., Jungermann H., Zur Qualität der Finanzberatung von Privatanlegern: Probleme des Beratungsprozesses und Lösungsansätze – Stellungnahme des Wissenschaftlichen Beirates für Verbraucher und Ernährungspolitik beim BMELV, November 2009, 13.

⁵⁴⁰ „Key Information Document (KID)“.

⁵⁴¹ Open Hearing on Retail Investments Products -Record, Brussels, 15th July 2008, 4.

პროდუქტის ყველა მწარმოებელმა უნდა მოამზადოს ეს ინფორმაცია და ასეთი პროდუქტის ყველა გამყიდველმა უნდა მიაწოდოს ის ინვესტორებს. აღიარებულია, რომ წინა სახელშეკრულებო ინფორმაციის მომზადების მოთხოვნა უნდა წაეყენოს პროდუქტის მწარმოებლებს, რადგან მათ საუკეთესოდ ესმით ეს პროდუქტი და მისი თავისებურებები. მაგრამ, ამავდროულად, გამყიდველისთვისაც უნდა არსებობდეს ამ ინფორმაციის ინვესტორებისთვის რეალურად მიწოდების ვალდებულება. დაუშვებელი უნდა იყოს, რომ მცირე ინვესტორის პროდუქტი გაიყიდოს პროდუქტის მწარმოებლის მიერ მომზადებული „საკვანძო ინფორმაციის დოკუმენტის“ გარეშე. ასეთი მიდგომა მწარმოებელს მისცემს შესაძლებლობას უკეთ მოახდინოს გავლენა იმაზე, მიეყიდება თუ არა პროდუქტი საერთოდ მცირე ინვესტორს და გახდება თუ არა იმის გარანტი, რომ მცირე ინვესტორებს მხოლოდ მათთვის განკუთვნილი პროდუქტები მიეყიდოს.⁵⁴² მწარმოებლის მიერ ასევე უნდა იქნეს გარანტირებული, რომ დისტრიბუტორებმა მიიღონ საკმარისი ინფორმაცია, რათა ესმოდეთ გასაყიდი პროდუქტის არსი.⁵⁴³

ინფორმაციის ხარისხის გაუმჯობესებას რა თქმა უნდა არ შეუძლია ინვესტორთა ფინანსური უნარის დაბალი დონის ამადლება და ვერ გახდება გარანტი იმისა, რომ ინვესტორები ყოველთვის ინფორმირებულ გადაწყვეტილებას მიიღებენ, განსაკუთრებით თუ გავითვალისწინებთ იმას, რომ ისინი ხშირად არც კი კითხულობენ საინვესტიციო დოკუმენტებს. მაგრამ, მიუხედავად ამისა, ასეთი გაუმჯობესება არის აუცილებელი ნაბიჯი მცირე ინვესტორთა ბაზრის მიმართ ნდობის დასაბრუნებლად, რადგან ინფორმაციის მაღალი ხარისხის გარეშე ინფორმირებული გადაწყვეტილების მიღება საერთოდ შეუძლებელია.⁵⁴⁴ შედეგად უნდა შეიქმნას სისტემა, რომელიც ინფორმაციის არსებობას არც ემიტენტებზე, არც პროდუქტზე და არც ინვესტორის სურვილზე არ ხდის დამოკიდებულს.

არსებობს სხვადასხვა მოხსენებები იმის შესახებ, თუ რა სახით არის ბანკის საინვესტიციო კონსულტანტი „მიჩენილი“ კლიენტზე, რათა ის მიზანმიმართულად „მოიგოს“, „მიიზიდოს“. არ ტარდება დამოუკიდებელი, კლიენტზე ორიენტირებული კონსულტაცია. ინვესტორთა მრჩეველები სწავლობენ თუ რა არგუმენტებით უნდა დაძლიონ კლიენტების წინააღმდეგობა და როგორ უნდა გადააქციონ მათი უარი თანხმობად.⁵⁴⁵

ევროპის კომისიის რეკომენდაციით, ჰორიზონტალური მიდგომა რეალიზაციის პრაქტიკის სფეროშიც უნდა იქნეს გამოყენებული. რეალიზაციის გზის მიუხედავად, კერძო ინვესტორებისთვის განკუთვნილი სტანდარტული პროდუქტების რეალიზაციის მიმართ ერთი და იგივე მოთხოვნები უნდა მოქმედებდეს. გათვალისწინებული უნდა იქნეს MIFID-ის დანაწესები „სწორი ქცევისა“ და ინტერესთა კონფლიქტის შესახებ, ეს დანაწესები უნდა გავრცელდეს მცირე ინვესტორთა ყველა პროდუქტზე და ყველა კომპანიაზე, რომლებიც ახდენენ ასეთი პროდუქტების რეალიზაციას.⁵⁴⁶

⁵⁴²Packaged Retail Investment Products (PRIPIs) Workshop, Brussel, 22nd October 2009, 8.

⁵⁴³Open Hearing on Retail Investment Products -Record, Brussels, 15th July 2008, 15.

⁵⁴⁴Packaged Retail Investment Products (PRIPIs) Workshop, Brussel, 22nd October 2009, 4.

⁵⁴⁵Märker K., Hillesheim R., Brennpunkt Finanzkrise: Anlegerschutz in Deutschland, ZRP 2009, 65-69, 67.

⁵⁴⁶Packaged Retail Investment Products (PRIPIs) Workshop, Brussel, 22nd October 2009, 13.

მნიშვნელოვანია ასევე დისტრიბუტორთა პროფესიონალიზმისა და კომპეტენციის სათანადო დონის გარანტირება. მაგალითად, აშშ-ში ინვესტორთა მრჩეველები ექვემდებარებიან პროფესიონალიზმისა და შესაბამისობის მკაცრ სტანდარტებს, რომლებიც ემსახურება იმ მიზნის გარანტირებას, რომ მრჩეველებს ესმოდეთ გასაყიდი პროდუქტები.⁵⁴⁷ გარანტირებული უნდა იყოს, რომ კარგმა შემთავაზებელმა მიიღოს შესაბამისი ჰონორარი, ხოლო ცუდმა – შესაბამისი სანქცია.⁵⁴⁸

IV.1.1.3.2. ევროპის კომისიის 2012 წლის PRIPs რეგულაცია

ევროპის კომისიის PRIPs-ის ინიციატივამ მომდევნო განვითარება ძალიან ნელა განიცადა და ევროპის კომისიას სამი წელი დასჭირდა, რომ თავდაპირველი დოკუმენტიდან კონკრეტულ წინადადებად მისულიყო.

2012 წლის 3 ივლისს ევროპის კომისიამ გამოსცა წინადადება ახალი საკვანძო საინფორმაციო დოკუმენტის რეგულაციის თაობაზე.⁵⁴⁹ წინადადება შეიცავს ერთიან ნორმებს საკვანძო ინფორმაციის დოკუმენტის ფორმატისა და შინაარსის შესახებ. მას შემოაქვს UCITS KIID-ის რეჟიმი მცირე ინვესტორთა ყველა სხვა საინვესტიციო პროდუქტისთვის. რეგულაციის მიზანია, რომ ევროპელმა მცირე ინვესტორმა ყოველთვის მიიღოს მოკლე, ადვილად შედარებადი და სტანდარტიზებული დიაობა, სახელად „საკვანძო საინფორმაციო დოკუმენტი“ (KID), მიუხედავად იმისა, თუ რომელ პროდუქტს ეიდულობს იგი.⁵⁵⁰

შემთავაზებული რეგულაციის 6(1) მუხლი შეიცავს კარგად ნაცნობ ფორმულას: „საკვანძო ინფორმაციის დოკუმენტი უნდა იყოს ზუსტი, სწორი, სამართლიანი, ცხადი და არა შეცდომაში შემყვანი“⁵⁵¹ რომელიც მომდინარეობს MiFID დირექტივიდან. ევროპის კომისიის მიერ შემოტანილი წინადადების მიხედვით, KID უნდა იყოს მოკლე დოკუმენტი, დაწერილი ლაკონურად, არატექნიკური ენით, რომელიც ერიდება პროფესიულ ჟარგონს და გასაგებია საშუალო ან ტიპური მცირე ინვესტორისთვის; აქვს საერთო ფორმატი, რათა ინვესტორებს ჰქონდეთ შესაძლებლობა, ადვილად შეადარონ ერთმანეთს სხვადასხვა საინვესტიციო პროდუქტი. KID უნდა იყოს დამოუკიდებელი დოკუმენტი იმ გაგებით, რომ ინვესტორს არ უნდა დასჭირდეს სხვა დოკუმენტების წაკითხვა საინვესტიციო პროდუქტის ძირითადი მახასიათებლების გაგებისა და ინფორმირებული საინვესტიციო გადაწყვეტილების მიღებისთვის, ამასთან ის ნათლად უნდა იყოს გამიჯნული

⁵⁴⁷Open Hearing on Retail Investment Products -Record, Brussels, 15th July 2008, 11.

⁵⁴⁸Oehler A., Kohlert D., Jungermann H., Zur Qualität der Finanzberatung von Privatanlegern: Probleme des Beratungsprozesses und Lösungsansätze – Stellungnahme des Wissenschaftlichen Beirates für Verbraucher und Ernährungspolitik beim BMELV, November 2009, 19.

⁵⁴⁹European Commission, Proposal for a Regulation of the European Parliament and of the Council on key information documents for investment products, Strasbourg 03.07.2012, Com (2012) 352 final.

⁵⁵⁰Commission Proposal for a regulation on a new Key Information Document for investment products (03.07.2012), Brussels, COM (2012) 352/3, 2.

⁵⁵¹„The key information document shall be accurate, fair, clear and not misleading“.

სარეკლამო მასალებისგან.⁵⁵² რეგულაცია *KID*-ის მომზადების ვალდებულებას პირდაპირ აკისრებს საინვესტიციო პროდუქტის მწარმოებელს, რადგან პროდუქტის მწარმოებელს აქვს ამ პროდუქტთან დაკავშირებით ყველაზე მეტი ინფორმაცია (მუხლი 5). ამასთანავე, ასეთი მიდგომა შესაძლებლობას აძლევს პროდუქტის მწარმოებელს უკეთ მოახდინოს გავლენა, საერთოდ მიეყიდება თუ არა კონკრეტული პროდუქტი მცირე ინვესტორს და უზრუნველყოს, რომ მცირე ინვესტორებს მხოლოდ ის პროდუქტი მიეყიდებათ, რომელიც მათთვის სათანადოა.⁵⁵³ პროდუქტის მწარმოებელმა უნდა მოამზადოს და გამოაქვეყნოს *PRIPs KID* და აიღოს პასუხისმგებლობა მის შინაარსზე. მაშინ, როდესაც პროდუქტის გამყიდველს აქვს ვალდებულება, რომ უზრუნველყოს *PRIPs KID*-ის დროული და უფასოდ მიწოდება მცირე ინვესტორებისთვის (მუხლი 12, 13).

მიუხედავად ევროპის კომისიის მცდელობისა, რომ შემოთავაზებულ რეგულაციაში გაეფართოებინა პროდუქტის მწარმოებლის პასუხისმგებლობა (ემისიის პროსპექტის შესახებ ღირებულებისა და *UCITS*-სთან შედარებით), მცდელობა არ აღმოჩნდა წარმატებული. დიდი ვნებათა ღელვა გამოიწვია რეგულაციის 2012 წლის ინიციატივის მე-11 მუხლმა, რომელიც არეგულირებს პროდუქტის მწარმოებლის პასუხისმგებლობას. *PRIPs*-ის რეგულაციის ინიციატივის მე-11 მუხლის მე-2 აბზაცი შეიცავდა მტკიცების ტვირთის შემობრუნებას საინვესტიციო პროდუქტის შემთავაზებლის საზიანოდ. ანუ, საინვესტიციო პროდუქტის შემთავაზებელს უნდა დაემტკიცებინა, რომ მის მიერ შექმნილი *KID PRIPs*-ის რეგულაციის მოთხოვნებს შეესაბამებოდა. სამეცნიერო ლიტერატურაში ევროპის კომისიის მიერ არჩეული ეს მიდგომა გაკრიტიკებულ იქნა. მანამ, სანამ ევროპის კავშირში არ არსებობს სამოქალაქო სამართლის უნიფიკაცია, სტანდარტიზება, ეს მიდგომა პრობლემურია, რადგან ფაქტობრივად ევროპის კავშირის პირდაპირ გამოსაყენებელი რეგულაცია ითვალისწინებს სამოქალაქო სამართლებრივ პასუხისმგებლობას წევრ სახელმწიფოებში საინვესტიციო პროდუქტის შემთავაზებლებისთვის. საინვესტიციო პროდუქტის შემთავაზებლის საზიანოდ მტკიცების ტვირთის შემობრუნება ძალიან შორს მიდის, რადგან ის ვრცელდება არა მხოლოდ საინვესტიციო პროდუქტის შემთავაზებლის ბრალზე *KID*-ის შედგენის დროს, არამედ მოიცავს *KID*-ის ზოგად შესაბამისობას *PRIPs*-ის რეგულაციასთან. რეგულაციის აღნიშნული მუხლი შეიცავდა პასუხისმგებლობის დიდ რისკს საინვესტიციო პროდუქტის შემთავაზებლისთვის, რადგან მე-11 მუხლის მე-2 აბზაცის მიხედვით გაურკვეველია, ინვესტორის ზიანი კაუზალური უნდა იყოს იმ ფაქტისა, რომ მან არასწორი საინვესტიციო გადაწყვეტილება *KID*-ზე დაყრდნობით მიიღო, თუ შეცდომის შემცველი *KID*-ის გამოყენება, როგორც ასეთი, საკმარისია კაუზალურობის არსებობის აღიარებისთვის.⁵⁵⁴ არ უნდა დავივიწყოთ, რომ *KID*-ი არ წარმოადგენს საინვესტიციო გადაწყვეტილების ერთადერთ

⁵⁵²Commission Proposal for a regulation on a new Key Information Document for investment products (03.07.2012), Brussels, COM (2012) 352/3, 8.

⁵⁵³Packaged Retail Investment Products (PRIPs) Workshop, Brussel, 22nd October 2009, 8.

⁵⁵⁴Seitz J., Juhnke A., Seibold A., PIBS, KIIDs und nun KIDs – Vorschlag der Europäischen Kommission für eine Verordnung über Basisinformationsblätter für Anlageprodukte im Rahmen der PRIPs Initiative, BKR 2013, Heft 1, 18-25, 23-24.

ინფორმაციულ საფუძველს. ის ფასიანი ქაღალდების შემთხვევაში წაკითხული უნდა იქნეს ფასიანი ქაღალდების პროსპექტთან ერთად, ხოლო UCITS-ის შემთხვევაში – გაყიდვის პროსპექტთან ერთიანობაში. ამ ურთიერთკავშირის გათვალისწინებით მნიშვნელობა ეკარგება KID-სთვის დამოუკიდებელი პასუხისმგებლობის წესების შექმნას, რომლებიც, თუნდაც ნაწილობრივ, წევრი სახელმწიფოების პასუხისმგებლობის სამართლის სისტემატიკას ეწინააღმდეგება.⁵⁵⁵ არსებობს საფრთხე, რომ გამკაცრებული პასუხისმგებლობის დანაწესები გამოიწვევს საინფორმაციო დოკუმენტში ინფორმაციის „just in case“ (ყოველი შემთხვევისთვის) საფუძველზე ჩაწერას, პასუხისმგებლობის თავიდან აცილების მიზნით, რაც, თავის მხრივ, შეუძლებელს გახდის მოკლე, გამარტივებული ინფორმაციის მიწოდების იდეის განხორციელებას (აღნიშნულის პრეცედენტი უკვე არსებობს UCITS III-ის გამარტივებულ პროსპექტთან მიმართებით). საბოლოოდ, ინდუსტრიის აქტიური ლობირების საფუძველზე, განხორციელდა აღნიშნული მუხლის ცვლილება და ის შეცვლილი სახით იქნა მიღებული ევროპის პარლამენტის მიერ 2014 წელს. ახალი ფორმულირებით, PRIIPs-ის მწარმოებელს არ შეიძლება დაეკისროს კერძოსამართლებრივი პასუხისმგებლობა მხოლოდ საკვანძო საინფორმაციო დოკუმენტის საფუძველზე, მისი თარგმანის ჩათვლით, თუ ის არ არის შეცდომაში შემყვანი, არასწორი ან შეუსაბამო სამართლებრივად მბოჭავი წინასახელშეკრულებო ან სახელშეკრულებო დოკუმენტების შესაბამის ნაწილებთან მიმართებით ან რეგულაციის მე-8 მუხლში დადგენილ მოთხოვებთან მიმართებით (ანუ პასუხისმგებლობის ნორმა, რომელიც მსგავსია ემისიის პროსპექტისა და UCITS დირექტივების).⁵⁵⁶

KID-ი არის ღიაობის ახალი დოკუმენტი, რომელიც ისე იქნება შედგენილი, რომ მისი დიზაინის და შინაარსის კუთხით მოერგოს მცირე ინვესტორის მოთხოვნებს ინვესტიციის განხორციელებამდე სხვადასხვა საინვესტიციო პროდუქტის განხილვისა და შედარების პროცესში. ევროპის კომისია მომავალში არ გამორიცხავს KID-ის შემდგომ განვითარებას ისე, რომ ჩაანაცვლოს ევროპის კავშირის სამართლით დაწესებული ღიაობის ზოგი მოთხოვნა.⁵⁵⁷ რაც შეეხება UCITS KIID-ს, ევროპის კომისიის ინიციატივით PRIIPs KID-ი ჩაანაცვლებს UCITS ფონდებისთვის UCITS KIID-ს PRIIPs KID-ის რეგულაციის ძალაში შესვლიდან ხუთი წლის განმავლობაში. PRIIPs-ის რეგულაციის გარდამავალი დებულების მიხედვით (24-ე მუხლი), PRIIPs-ის რეგულაციის საბოლოო ვარიანტის ძალაში შესვლის დღიდან ხუთი წლის განმავლობაში UCITS დირექტივით გათვალისწინებული საზოგადოებები, ასევე პირები, რომლებიც UCITS წილს ყიდიან, PRIIPs-ის რეგულიაციით დადგენილი ვალდებულებებისგან თავისუფლდებიან. კრიტიკულად უნდა იქნეს

⁵⁵⁵Seitz J., Juhnke A., Seibold A.,PIBS, KIIDs und nun KIDs – Vorschlag der Europäischen Kommission für eine Verordnung über Basisinformationsblätter für Anlageprodukte im Rahmen der PRIIPs Initiative,BKR 2013, Heft 1, 18-25, 24.

⁵⁵⁶Godwin A., Ramsay I., Financial Products and Short-form Disclosure Documents – Challenges and Trends, Centre for International Finance and Regulation, Research Report, October 2014, ხელმისაწვდომია: www.ssrn.com, 36.

⁵⁵⁷Commission Proposal for a regulation on a new Key Information Document for investment products (03.07.2012), Brussels, COM (2012) 352/3, 11.

შეფასებული ის გარემოება, რომ იმ ფასიან ქაღალდებთან დაკავშირებით, რომლებიც ემისიის პროსპექტის დირექტივის და შესაბამისი მაიმპლემენტირებელი კანონმდებლობის საგანს წარმოადგენენ, არ არის გათვალისწინებული ასეთი გარდამავალი დაბულებები, მიუხედავად საკვანძო ინფორმაციის რეზიუმეში ასახვის მოთხოვნების შემოღებისა.⁵⁵⁸

ევროპის კავშირის ზემოთ განხილული წინადადება არ დარჩენილა კრიტიკის გარეშე. ევროპელი ინვესტორების სამუშაო ჯგუფის⁵⁵⁹ მიერ წარმოდგენილი ანგარიშის მიხედვით, *PRIPs* უნდა მოიცავდეს ყველა „ჩანაცვლებად“ საინვესტიციო პროდუქტს და არა მხოლოდ სტრუქტურირებულ/შეფუთულ პროდუქტებს, რადგან მცირე ინვესტორებს არ აქვთ საკმარისი სტიმული ან უნარი იმისათვის, რომ შეაფასონ მათი პროდუქტები „სტრუქტურირებულია/შეფუთულია“ თუ არა, თუ ისინი არის ჩანაცვლებადი საინვესტიციო პროდუქტები.⁵⁶⁰ ზოგიერთი კომენტატორი საეჭვოს ხდის ასევე *MiFID*-ის დირექტივის მიზანშეწონილობას ევროპის კომისიის შემოთავაზებაში აღნიშნული მიზნებისთვის.⁵⁶¹ *MiFID* საკმარისად ვერ ითვალისწინებს ინდივიდუალური მცირე ინვესტორების მოთხოვნებს ევროპის კავშირის სხვადასხვა წევრ ქვეყანაში და წარმატებით ვერ ახორციელებს დასახულ მიზნებს. აქედან გამომდინარე, ძალიან საეჭვოა, რამდენად გაზრდის ბიზნესის წარმოების შესახებ *MiFID*-ის დანაწესების მცირე ინვესტორთა ყველა სტრუქტურირებულ/შეფუთულ საინვესტიციო პროდუქტზე გავრცელება ინვესტორთა დაცვას რეალურად და რამდენად შეძლებს ადაღინოს მცირე ინვესტორების ნდობა ფინანსური ბაზრების მიმართ.⁵⁶²

იმისათვის, რომ მოხდეს წევრ სახელმწიფოებში ბაზრის მონაწილეთათვის არსებული არაერთგვაროვანი სათამაშო მოედნის⁵⁶³ საკითხისა და ინვესტორთა დაცვის არაერთგვაროვანი დონის პრობლემის გადაწყვეტა, ევროპის კომისიის წინადადება მიზნად ისახავს ღიაობის დეტალური შინაარსისა და ფორმის სტანდარტიზებას და არა მხოლოდ უბრალოდ მიზნების ჰარმონიზებას. კითხვა, რომელსაც ეს მიდგომა ბადებს, არის შეიძლება თუ არა სტანდარტიზება განხილული იქნეს, როგორც სათანადო მიდგომა ამ ეტაპზე. მცდელობა, რომ შეიქმნას სტანდარტიზებული ღიაობის რეგულაცია, მიუღწევად მიზნად ჩანს, როდესაც მცირე ინვესტორთა ბაზრები ძალზე ფრაგმენტირებულია *PRIPs*-ები კი ჰეტეროგენული. ევროპის კომისიის მიერ შემოთავაზებული რეგულაციის გავლენის შეფასების დოკუმენტიც კი აღიარებს, რომ სრული სტანდარტიზების მიღწევა რთული იქნება პრაქტიკაში

⁵⁵⁸ *Seitz J., Juhnke A., Seibold A.,* PIBS, KIIDs und nun KIDs – Vorschlag der Europäischen Kommission für eine Verordnung über Basisinformationsblätter für Anlageprodukte im Rahmen der PRIPs Initiative, BKR 2013, Heft 1, 18-25, 24.

⁵⁵⁹ „European Investors’ Working Group“.

⁵⁶⁰ European Investors’ Working Group, Restoring Investor Confidence in European Capital Markets, Final Report of the European Investors’ Working Group, March 2010, 6.

⁵⁶¹ *Cherednychenko O.,* The Regulation of Retail Investment Services in the EU: Towards the Improvement of Investor Rights?, 33 Journal of Consumer Policy (2010), 403–424, 406.

⁵⁶² იქვე, 423.

⁵⁶³ „Level playing field“.

UCITS-გან განსხვავებით PRIIPs-ების ჰეტეროგენულობის გამო.⁵⁶⁴ არსებობს რისკი, რომ სტანდარტიზებამ გამოიწვიოს შეცდომაში შემყვანი ინფორმაციის შექმნა და დაასამაროს გაგების გაუმჯობესებისა და პროდუქტების შედარების შესაძლებლობის შექმნის მიზნები.⁵⁶⁵

IV.1.1.3.3. 2014 წლის PRIIPs რეგულაცია

2014 წლის 15 აპრილს ევროპის პარლამენტმა, ევროპის კომისიის მიერ შემოთავაზებულ დოკუმენტში გარკვეული ცვლილებების განხორციელების შემდეგ, მიიღო რეგულაცია: „*The Regulation on Key Information Documents for Packaged Retail and Insurance-based Investment Products*“ (PRIIPs) (რეგულაცია მცირე ინვესტორთათვის განკუთვნილი კომპლექსური/ შეფუთული პროდუქტებისა და დაზღვევაზე დაფუძნებული პროდუქტების საკვანძო საინფორმაციო დოკუმენტის შესახებ),⁵⁶⁶ რომელსაც შემოაქვს ევროპის კავშირის მასშტაბით წინასახელშეკრულებო ღიაობის დოკუმენტი. *Regulation (EU) No 1286/2014* (2014 წლის 26 ნოემბერი)⁵⁶⁷ გამოქვეყნდა ევროპის კავშირის ოფიციალურ ჟურნალში 2014 წლის 9 დეკემბერს და ძალაში შევა 2016 წლის 31 დეკემბრიდან.

იმის გათვალისწინებით, რომ აღნიშნული რეგულაცია მხოლოდ ახლახან იქნა მიღებული და განხორციელებული ცვლილებები სიახლეს წარმოადგენს ევროპულ მარეგულირებელ რეჟიმში, ნაადრევია ბაზარზე მისი გავლენის შეფასება, თუმცა ევროპის კომისიის მოლოდინის მიხედვით, რეგულირებით გათვალისწინებული ღონისძიებები გააუმჯობესებს ინვესტორთა გადაწყვეტილებებს და შეამცირებს საინვესტიციო პროდუქტების არასწორი გაყიდვის პრაქტიკას.⁵⁶⁸ შემდეგ ეტაპზე ESMA-მ უნდა შეიმუშავოს რეგულაციის მეორე დონის დეტალები.

რეგულაცია მცირე ინვესტორის განმარტებისას მიუთითებს *MiFID* დირექტივაზე (მუხლი 4(6)), რომლის მიხედვითაც მცირე ინვესტორი არის: „კლიენტი, რომელიც არ არის პროფესიონალი კლიენტი“ (მუხლი 4(1)). *KIID*-სგან განსხვავებით, რომელიც *UCITS*-ის ყველა პოტენციურ ინვესტორს უნდა მიეწოდოს, *KID* მხოლოდ მცირე ინვესტორებისთვის არის განკუთვნილი და უნდა მიეწოდოს მათ დროულად და უფასოდ საინვესტიციო პროდუქტების მიყიდვამდე. შესაბამისად, როდესაც პროდუქტის მიყიდვა არ ხდება მცირე

⁵⁶⁴European Commission, Commission Staff Working Document Impact Assessment accompanying the document Proposal for a Regulation of the European Parliament and of the Council on key information documents for investment products, Strasbourg 3.7.2012, SWD(2012) 187 final, 53.

⁵⁶⁵Commission Communication, Communication from the Commission to the European Parliament and to the Council of 30 April 2009 - Packaged retail investment products, Brussels, 2009, 39.

⁵⁶⁶Regulation of the European Parliament and of the Council on key information documents for packaged retail and insurance based investment products (PRIIPs), COM (2012) 352 final.

⁵⁶⁷Regulation (EU) No 1286/2014 of the European Parliament and of the Council of 26 November 2014 on key information documents for packaged retail and insurance-based investment products (PRIIPs).

⁵⁶⁸European Commission, Commission staff working document: Economic review of the Financial Regulation Agenda, accompanying the document Communication from the Commission to the European Parliament, the Council, the European Economic and Social Committee and the Committee of the Regions: a reformed financial sector for Europe, Brussels, 15.05.2014, SWD (2014) 158 final, 158.

ინვესტორზე, არ არსებობს ამ დოკუმენტის შედგენის ვალდებულება.⁵⁶⁹ 2(1) მუხლის მიხედვით, რეგულაცია ეხება *PRIIPs*-ის მწარმოებლებს,⁵⁷⁰ მრჩეველებსა და გამყიდველებს. მე-5 მუხლის მიხედვით, რეგულაციით გათვალისწინებული მოთხოვნების შესაბამისად, დოკუმენტის შედგენასა და გამოქვეყნებაზე პასუხისმგებელი პირი არის საინვესტიციო პროდუქტის მწარმოებელი. 4(4) მუხლი განმარტავს პროდუქტის მწარმოებელს, როგორც *PRIIPs*-ის მწარმოებელი ერთეული ან *PRIIPs*-ში ისეთი ცვლილებების განმახორციელებელი ერთეული, რომელიც ცვლის ამ პროდუქტში ინვესტიციის რისკების, მოგებისა და ხარჯების პროფილს.

ახალი, გაზრდილი პროდუქტის ღიაობის მოთხოვნები მნიშვნელოვანი გამოწვევა იქნება ინდუსტრიისთვის და აიძულებს ასევე პროდუქტის მწარმოებლებს უზრუნველყონ *KID*-ის შინაარსის სიზუსტე. მიღებული რეგულაცია განიხილავს ინფორმაციის სტანდარტიზებას, როგორც მომხმარებლების განათლების ამალგების ხელშემწყობ მნიშვნელოვან ფაქტორს.

რეგულაციის მე-11 მუხლი შეიცავს რეგულირებას საინვესტიციო პროდუქტების მწარმოებლებს პასუხისმგებლობის შესახებ *PRIIPs*-ის რეგულირებით გათვალისწინებული ვალდებულებების შეუსრულებლობის შემთხვევაში. მიზანს წარმოადგენს ევროპის კავშირის მასშტაბით მწარმოებელთა პასუხისმგებლობის დანაწესების ჰარმონიზება. მცირე ინვესტორს უნდა ჰქონდეს მექანიზმი, რათა პასუხისმგებლობა დააკისროს პროდუქტის მწარმოებელს რეგულირების დანაწესების დარღვევისთვის, როდესაც ზიანი დადგა საკვანძო ინფორმაციის დოკუმენტის გამოყენების გამო. როგორც ზემოთ უკვე აღინიშნა, თავდაპირველი ფორმულირების შეცვლის შემდეგ, რეგულირების მე-11 მუხლის მიხედვით, პროდუქტის მწარმოებელს არ უნდა დაეკისროს სამოქალაქო სამართლებრივი პასუხისმგებლობა მხოლოდ *KID*-ის საფუძველზე, მისი თარგმანის ჩათვლით, თუ *KID*-ი არ არის შეცდომაში შემყვანი ან არასწორი, ან სამართლებრივად მბოჭავი წინასახელშეკრულებო და სახელშეკრულებო დოკუმენტების სათანადო ნაწილების შეუსაბამო, ან შეესაბამება რეგულაციის მე-8 მუხლით დადგენილ მოთხოვნებს. თუ მცირე ინვესტორი დაამტკიცებს, რომ ზიანი წარმოიშვა *KID*-ზე დაყრდნობის გამო, მას შეუძლია მოითხოვოს *PRIIPs*-ის მწარმოებლისგან ზიანის ანაზღაურება ნაციონალური სამართლის

⁵⁶⁹ *Seitz J., Juhnke A., Seibold A., PIBS, KIIDs und nun KIDs – Vorschlag der Europäischen Kommission für eine Verordnung über Basisinformationsblätter für Anlageprodukte im Rahmen der PRIPs Initiative*, BKR 2013, Heft 1, 18-25, 22.

⁵⁷⁰ კომპანიების, რომლებიც ახდენენ მცირე ინვესტორებისთვის საინვესტიციო პროდუქტების მიწოდებას, დაკვალიფიცირება შეიძლება ზოგადად ორ ჯგუფად: 1. მწარმოებლები (manufacturers) და 2. დისტრიბუტორები. მწარმოებლები არიან ის კომპანიები, რომლებიც ქმნიან საინვესტიციო პროდუქტს, მაგალითად, აქტივების მმართველები (asset managers), სადაზღვევო კომპანიები, სავსისო ფონდების მენეჯერები და ბანკები. დისტრიბუტორები ხელს უწყობენ საინვესტიციო პროდუქტის მიყიდვას მცირე ინვესტორებზე და ამით აკავშირებენ მწარმოებლებსა და მომხმარებლებს. ზოგიერთ დიდ მწარმოებელს აქვს პირდაპირი დისტრიბუციის შესაძლებლობაც გაყიდვების შიდა, საკუთარი ჯგუფებით. მაგრამ გაყიდვების უმრავლესობა ხორციელდება ბანკების, ფინანსური მრჩეველების ან შუამავლების მეშვეობით. გაყიდვების არხს წარმოადგენს ასევე ონლაინ პლატფორმები.

მიხედვით,⁵⁷¹ ანუ მწარმოებლის *KID*-თან დაკავშირებული სამოქალაქო სამართლებრივი პასუხისმგებლობა რჩება ნაციონალური სამართლის საკითხი.

დოკუმენტის მცირე ინვესტორებისთვის მიწოდების ვალდებულება აკისრია *PRIPs*-ის მრჩეველს და გამყიდველს, რომლებიც დროულად და უფასოდ უნდა მიაწოდონ ინვესტორებს აღნიშნული დოკუმენტი (მუხლი 13,14). მე-19 მუხლი მოითხოვს მცირე ინვესტორებისთვის ეფექტიანი გასაჩივრებისა და ანაზღაურების/კომპენსაციის სისტემის შექმნას.

რეგულირების 22-ე მუხლს შემოაქვს წევრ სახელმწიფოებში ადმინისტრაციული სანქციების ჰარმონიზების მოთხოვნა. რეგულაცია ადგენს ასევე ჯარიმების მინიმუმ ოდენობებს, რომლებიც გამოყენებული უნდა იქნეს წევრი სახელმწიფოების უფლებამოსილი ორგანოების მიერ. სანქციების გამოყენება მოხდება მაშინ, როდესაც *KID* არ არის წარმოდგენილი დამოუკიდებელი დოკუმენტის სახით, არის შეცდომაში შემყვანი, შეიცავს უზუსტობებს, გამოტოვებულია არსებითი ინფორმაცია პროდუქტის შესახებ და როდესაც მარკეტინგის ინფორმაცია ეწინააღმდეგება *KID*-ის შინაარსს. სანქციების გამოყენება მოხდება ასევე მაშინ, როდესაც დოკუმენტის მიწოდება არ მოხდა უფასოდ და სათანადო დროს.⁵⁷² რეგულაცია მოითხოვს, რომ შექმნილი იქნეს ადმინისტრაციული სანქციები და ღონისძიებები კონკრეტული დანაწესების დარღვევის შემთხვევებისთვის, რაც მოიცავს *PRIPs* მარკეტინგის აკრძალვას/შეზღუდვას, საჯარო გაფრთხილებას, მინიმუმ ადმინისტრაციულ ფულად სანქციებს, მოთხოვნების შეუსაბამო *KID*-ის მიწოდების აკრძალვას.⁵⁷³

როგორც ზემოთ უკვე აღინიშნა, *PRIPs* რეგულაცია არ არის ევროპელი კანონმდებლის მიერ მცირე ინვესტორებისთვის მოკლე საინფორმაციო დოკუმენტის შემოღების პირველი მცდელობა. ევროპის დონეზე უკვე არსებობს დანაწესები, რომლებიც მოითხოვს ასეთი დოკუმენტების შედგენას და ინვესტორებისთვის მის ხელმისაწვდომობას. ასეთია *UCITS IV KIID* (ამოქმედდა 2011 წლის პირველი ივლისიდან) და ემისიის პროსპექტის შესახებ დირექტივის პროსპექტის რეზიუმე (ამოქმედდა 2012 წლის პირველი ივლისიდან), თუმცა ახალი დანაწესების რეგულაციის ფორმით მიღების საფუძველზე, ნაციონალ კანონმდებელს არ რჩება ადგილი *KID*-ის განსხვავებული შინაარსის შემუშავებისთვის. აღნიშნულით მიღწეული უნდა იქნეს საინვესტიციო პროდუქტების შესახებ ინვესტორთა ინფორმაციის ევროპის კავშირის მასშტაბით ჰარმონიზების მიზანი. საეჭვოა, ხომ არ გამოიწვევს ერთმანეთის გვერდით მდგომი რეგულირებების გაორმაგება, საწინააღმდეგოს, ვიდრე მომხმარებელთა დაცვის გაუმჯობესება და ჰარმონიზება. აღნიშნულთან დაკავშირებით, ევროპის კომისია მიუთითებს, რომ *PRIPs* – რეგულაცია მხოლოდ პროდუქტის ინფორმაციის

⁵⁷¹ *Philipp O.*, Bankrecht: Informationsblätter für „verpackte“ Anlageprodukte, WuZW 2014, 364-365, 364.

⁵⁷² *Kozłowska M.*, Consumer Protection in Financial Services – towards greater Transparency with a Key Information Document for Packaged Retail Investment Products, Wrocław review of Law, Administration & Economics Vol 2:2, De Gruyter, 2013, 139-146, 144-145.

⁵⁷³ *Willemaers G. S.*, Client protection on European Financial Markets – from Inform Your Client to Know Your Product and beyond: an assessment of the PRIPs Regulation, MiFID II/MiFIR and IMD2, ხელმისაწვდომია: www.ssrn.com, 7.

უნიფიცირებასთან დაკავშირებულ საკითხებს ეხება და არა პირდაპირ პროდუქტის გაყიდვის რეგულირებებს, რომელიც მოცულია *MiFID*-ის დირექტივის მიერ.⁵⁷⁴

დრო არის საჭირო იმისთვის, რომ ვნახოთ როგორ მოხდება *KID*-ის უკვე არსებულ საინფორმაციო ვალდებულებებთან შეთავსება ნაციონალურ და ევროპულ დონეზე. მიუხედავად იმისა, რომ ზოგადად, ევროპის კომისიის სწრაფვა მცირე ინვესტორებისთვის განკუთვნილი სხვადასხვა საინვესტიციო პროდუქტების შესახებ ხელმისაწვდომი მოკლე ინფორმაციის სტანდარტიზებისკენ მისასაღებელია, შემოთავაზებული *PRIIPs* რეგულაცია მაინც შეიცავს პრობლემურ პუნქტებს: რეგულაციით მოცული საინვესტიციო პროდუქტების დეფინიცია იძლევა ინტერპრეტაციის საშუალებას, რაც ქმნის საფრთხეს, რომ ვერ მიიღწევა დაგეგმილი უნიფიკაცია და გათანაბრება სხვადასხვა საინვესტიციო პროდუქტებს შორის. ამასთან, არსებობს ასევე ეჭვი – საერთოდ დადებითი ეფექტის მომტანი არის თუ არა ასეთი სრული სტანდარტიზება, როდესაც თითოეულ საინვესტიციო პროდუქტს აქვს თავისი უნიკალური განმასხვავებელი ელემენტები. რამდენად შესაძლებელია პროდუქტის ყველა კატეგორიისთვის ერთგვაროვნად ფორმულირებული საბაზისო ინფორმაციის დოკუმენტის შექმნა მაშინ, როდესაც პარალელურ მიზანს წარმოადგენს თითოეული პროდუქტის ინდივიდუალური მახასიათებლების ზუსტად გადმოცემა? მცირე ინვესტორთა საინვესტიციო პროდუქტების რაოდენობისა და მრავალფეროვნების გათვალისწინებით, დიდი გამოწვევაა სტანდარტიზებული ჩარჩოს შექმნა, რომელიც იძლევა პროდუქტების გონივრული შედარების საშუალებას. მნიშვნელოვანია, თავიდან იქნეს აცილებული „one-size-fits-all“ რეგულირების შექმნა. საჭიროა, მოხდეს თითოეული საინფორმაციო პროდუქტის თავისებურებების გათვალისწინება. ასევე არ უნდა იქნეს დავიწყებული, რომ *KID* არ არის საინვესტიციო გადაწყვეტილების ერთადერთი ინფორმაციული საფუძველი.⁵⁷⁵ ამას გარდა, როგორ უნდა მოიცვას პროდუქტის ინფორმაციის სამკვერდიანმა ფურცელმა საინვესტიციო გადაწყვეტილებისთვის საჭირო ყველა ინფორმაცია? რეალურად, რაც უფრო მოკლეა ინფორმაცია, მით უფრო ძნელია მისი მეშვეობით სრულყოფილად ინფორმირება. შესაბამისად, მარეგულირებელი მოთხოვნა არაპრაქტიკულია. არსებობს საფრთხე, რომ კანონმდებლის მიერ ინვესტორთა დაცვის მიზნით განხორციელებული ეს ცვლილება, მხოლოდ პასუხისმგებლობის მომტან ბუმერანგად გადაიქცევა შემთავაზებული მხარისთვის.⁵⁷⁶ ამასთან, რეგულაცია ვრცელდება ე.წ. „სტრუქტურირებულ/შეფუთულ“ საინვესტიციო პროდუქტებზე. ევროპელი მარეგულირებელი ასეთ პროდუქტებს განსაკუთრებული რისკის მატარებლად განიხილავს, რაც ზრდის ინფორმაციისა და განმარტების საჭიროებას. მნიშვნელოვანია აღინიშნოს, რომ ინვესტორთა დანაკარგების საფრთხის

⁵⁷⁴ *Seitz J., Juhnke A., Seibold A.,* PIBS, KIIDs und nun KIDs – Vorschlag der Europäischen Kommission für eine Verordnung über Basisinformationsblätter für Anlageprodukte im Rahmen der PRIIPs Initiative, BKR 2013, Heft 1, 18-25, 19.

⁵⁷⁵ იქვე 24.

⁵⁷⁶ *Loritz K.G.,* Produktsinformativblätter nach dem neuen EU-Verordnungsvorschlag („PRIIPs-Initiative“) – Gedanken zur Konkretisierung von Zielsetzung und Inhalt, WM 2014 Heft 32, 1513 -1520, 1514.

განსაზღვრა პროდუქტის სამართლებრივი ფორმის მიხედვით შეუძლებელია. ინფორმაციის მიწოდებისა და განმარტების საჭიროება არსებობს ყველგან, სადაც არსებობს ინვესტიციის რეალური რისკები, ეს შეიძლება იყოს როგორც კომპლექსური ფინანსური პროდუქტი, ასევე მარტივი ფინანსური პროდუქტი.⁵⁷⁷

ევროპის კომისიის მიერ შემოთავაზებული რეგულაცია რეგულირების ობიექტიდან გამორიცხავს აქციებს, ობლიგაციებსა და საბანკო დეპოზიტებს. აღნიშნული პროდუქტები არ განიხილება შეფუთულად ან სტრუქტურირებულად. ასეთი მიდგომა გაკრიტიკებულია. ჰარმონიზებული, გამარტივებული და ადვილად შესადარებელი ინფორმაციის მოთხოვნის დანაწესები უნდა გავრცელდეს აქციებსა და ობლიგაციებზე და ასევე უნდა მოიცავს საპენსიო დანაზოგების პროდუქტები.⁵⁷⁸ სტრუქტურირებული პროდუქტების გაყიდვა, პირველ რიგში, ფინანსური შუამავლების ინტერესში შედის, რადგან ისინი ამისთვის იღებენ ბევრად მაღალ საკომისიოებს. შესაბამისად, თუ მარტივი საინვესტიციო პროდუქტების შესახებ ინფორმაცია არ არის ცხადად მიწოდებული, მცირე ინვესტორები საინვესტიციო რჩევის მიღების დროს მიდრეკილნი იქნებიან სტრუქტურირებული ან შეფუთული პროდუქტებისკენ, რაც ყოველთვის არ წარმოადგენს მათთვის ყველაზე მომგებიან და შესაბამის ინვესტიციას.⁵⁷⁹ მიუხედავად იმისა, რომ ემისიის პროსპექტის შესახებ დირექტივის გადახედვამ საფუძველი დაუდო პროსპექტის რეზიუმეს ახალ ფორმატს ფასიანი ქაღალდებისთვის (აქციები და ობლიგაციები), ეს ახალი რეზიუმე არის უფრო გრძელი, რადგან ის შეიძლება შეადგენდეს 15 გვერდს ან პროსპექტის დირექტივის გვერდების რაოდენობის 7%-ს. შესაბამისად, ემისიის პროსპექტის დირექტივის ცვლილებები ვერ აუმჯობესებს მცირე ინვესტორებისთვის მიწოდებული ინფორმაციის ხარისხსა და წაკითხვადობას.⁵⁸⁰

ყოველივე ზემოთ აღნიშნულიდან გამომდინარე, შეიძლება დავასკვნათ, რომ ახალი რეგულაცია კვლავ ტოვებს გადაუჭრელ პრობლემებს. ინვესტორების უმრავლესობისთვის კვლავ ბუნდოვანი რჩება კონკრეტულ შემთხვევაში შერჩეული საინვესტიციო პროდუქტი, განსაკუთრებით კომპლექსურ პროდუქტებთან მიმართებით. შედეგად იგი კვლავ მიიღებს მისთვის არასასარგებლო საინვესტიციო გადაწყვეტილებას.⁵⁸¹ შესაბამისად, საეჭვოა საერთოდ მოაქვს თუ არა რაიმე სარგებელი ამ ახალ დოკუმენტს მცირე ინვესტორთა დაცვის გაუმჯობესების კუთხით. ინვესტორთა დაცვის მექანიზმები მნიშვნელოვნად არის გადაჯაჭვული ერთმანეთზე, ეს კი განსაკუთრებით ჩანს საკვანძო ინფორმაციის დოკუმენტთან მიმართებით, რომელიც საჭიროებს სათანადო კონსულტაციას ინვესტორთა დაცვის გაუმჯობესების მიზნის რეალურად მიღწევისთვის.

⁵⁷⁷ Loritz K.G., Produktsinformationsblätter nach dem neuen EU-Verordnungsvorschlag („PRIPs-Initiative“) – Gedanken zur Konkretisierung von Zielsetzung und Inhalt, WM 2014 Heft 32, 1513 -1520, 1517.

⁵⁷⁸ EuroFinUse, EuroFinUse’s position on the proposal for a regulation on Key Information Documents for Investment Products (PRIPs Regulation), Brussels, 17 November 2012, 2.

⁵⁷⁹ იქვე 4.

⁵⁸⁰ იქვე 5.

⁵⁸¹ Loritz K.G., Produktsinformationsblätter nach dem neuen EU-Verordnungsvorschlag („PRIPs-Initiative“) – Gedanken zur Konkretisierung von Zielsetzung und Inhalt, WM 2014 Heft 32, 1513 -1520 , 1516.

IV.12. საინვესტიციო მომსახურების ღიაობის რეჟიმი, დისტრიბუცია და პროდუქტის ინტერვენცია - დირექტივა ფინანსური ინსტრუმენტების ბაზრების შესახებ და რეგულაცია ფინანსური ინსტრუმენტების ბაზრების შესახებ (MiFID II და MiFIR)

საინვესტიციო რჩევა ევროპის კავშირში ცხარე დებატების საგანს წარმოადგენს, განსაკუთრებით იმ სკანდალების შემდეგ, რომლებმაც შეძრა ფინანსური ბაზრები რამდენიმე წლის წინ (მაგალითად *Parmalat*) და საერთოდ გლობალური ფინანსური კრიზისის შედეგად. ამ პროცესებმა დრამატულად შეამცირა ინვესტორთა ნდობა. *MiFID* შეიცავს დანაწესების მთელ ერთობლიობას, რომლებიც დაცული უნდა იქნეს ინდივიდუალურ ინვესტორსა და საინვესტიციო კომპანიას შორის ურთიერთობის დამყარების დროს.

MiFID-ის შექმნა და შემდგომ მისი იმპლემენტაცია საკმაოდ განსხვავებულ გარემოში განხორციელდა და გლობალურმა ფინანსურმა კრიზისმა აუცილებელი გახადა დირექტივის გადაფასება.⁵⁸² 2011 წლის 20 ოქტომბერს, ევროპის კომისიამ წარმოადგინა წინადადება ფინანსური ბაზრების შესახებ დირექტივის გადახედვის თაობაზე. კანონპროექტი, რომელიც ეხება ჩარჩო დირექტივის რეფორმირებას, დაყოფილია ორ ნაწილად: ჩარჩო დირექტივა ნაწილობრივ გადაკეთდა ახალ დირექტივად (*MiFID II*)⁵⁸³ და ნაწილობრივ შეიცვალა ახალი რეგულაციით (*MiFIR*).⁵⁸⁴ ცვლილებები მიზნად ისახავს, გახადოს ფინანსური ბაზრები უფრო მეტად ეფექტიანი, მდგრადი და გამჭვირვალე და ამასთან გააძლიეროს ინვესტორთა დაცვა. ახალი მარეგულირებელი ჩარჩო ასევე ზრდის მარეგულირებლების საზედამხედველო უფლებამოსილებებს და აწესებს ცხად სამოქმედო წესებს ყველა სავაჭრო საქმიანობისთვის. ფინანსური სისტემა უნდა ფუნქციონირებდეს ეკონომიკისა და მთლიანად საზოგადოებისთვის. ამასთან, ახალმა ნორმებმა უნდა უზრუნველყოს უფრო მეტად ინტეგრირებული, ეფექტიანი და კონკურენტუნარიანი ევროპული ფინანსური ბაზრების არსებობა.⁵⁸⁵

2011 წლის ცვლილებების ახალი (კომპრომისული), უმნიშვნელოდ გადაიშვავებული ვარიანტი⁵⁸⁶ ევროპის კომისიამ წარმოადგინა 2013 წლის 18 ივნისს და გადაუგზავნა ევროპის კავშირის წევრ სახელმწიფოებს განსახილველად. შემოთავაზებული ცვლილებები ეხება უფრო უსაფრთხო, ჯანსაღი, გამჭვირვალე და პასუხისმგებლობის მქონე ფინანსური სისტემის შექმნას.

დირექტივის გადახედვა დღის წესრიგში შეტანილი იყო ფინანსურ კრიზისამდე, მაგრამ ფინანსურმა კრიზისმა შეცვალა გადახედვის ხასიათი,

⁵⁸² *Snowdon P, Lovegrove S., MiFID review, Compliance Officer Bulletin, Sweet & Maxwell, 2012, 1.*

⁵⁸³ „Directive 2014/65/EU“.

⁵⁸⁴ *Prentice A., Legislative Comment : The Markets in Financial Instruments Directive, International Trade Law & Regulation, 2012, 1.*

⁵⁸⁵ *Mellenbergh R., MiFID II: New Governance Rules in Relation to Investment Firms, European Company law 11, no. 3 (2014), 172-177, 172.*

⁵⁸⁶ ცვლილებები ეხება მხოლოდ საკორპორაციო მართვის მიმართულებით არსებულ დანაწესებს.

მისი მოცულობა და მარეგულირებელი სტილი. შემუშავებული პროექტების შინაარსზე შეინიშნება მიმდინარე საბაზრო მოვლენებისა და ბაზარზე არსებული მდგომარეობის პირდაპირი გავლენა. ეჭვს გარეშეა, რომ ფინანსურმა კრიზისმა უფრო აუცილებელი გახადა ყოველსომომცველი წინადადების შემუშავება, ვიდრე ეს მანამდე შეიძლება ყოფილიყო მოსალოდნელი. მცირე ინვესტორთა პერსპექტივიდან *MiFID*-ის გადახედვის პროცესში ყველაზე მნიშვნელოვან ასპექტს მცირე ინვესტორთა ბაზრების მიმართ გაზრდილი ფოკუსი წარმოადგენს. *MiFID*-ის პროექტი ითვალისწინებს მუდმივი ანგარიშგების ვალდებულებას ინვესტორების მიმართ და უფრო დეტალიზებულ ღიაობას კონსულტანტების სტიმულირების სისტემასთან დაკავშირებით (*inducements*). ცვლილებები ზრდის ღიაობას იმ გაგებით, რომ ითხოვს პერიოდულ კომუნიკაციას კლიენტებთან და ასევე ავალდებულებს კომპანიებს დააკონკრეტონ, თუ როგორ შეესაბამება მიცემული რჩევა კლიენტის ინდივიდუალურ მახასიათებლებს. რეფორმას ასევე შემოაქვს ე.წ. „დამოუკიდებელი რჩევის“ ინსტიტუტი (*independent advice*).

აღსანიშნავია, რომ *MiFID II* და *MiFIR* არ შეიცავს დირექტივის მანამდე არსებული მარეგულირებელი საფუძვლების ტრანსფორმაციას. ის წარმოადგენს მხოლოდ ცალკეული სფეროების გაუმჯობესებას, მაგრამ არა სრულიად ახალი კონცეფციის შემოტანას.⁵⁸⁷

MiFID II დირექტივის 4(4) მუხლი განმარტავს „საინვესტიციო რჩევას“, როგორც კლიენტისთვის მოთხოვნის საფუძველზე ან საინვესტიციო კომპანიის ინიციატივით პერსონალური რეკომენდაციების მიწოდებას, რომელიც შეეხება ფინანსურ ინსტრუმენტებთან დაკავშირებულ ერთ ან რამდენიმე ტრანზაქციას. მუხლი 4(1)(11) განმარტავს მცირე ინვესტორებს, როგორც კლიენტებს, რომლებიც არ არიან პროფესიონალები.

ევროპის კომისიის ინიციატივით გადამუშავებული დირექტივა უნდა გავრცელდეს ასევე მცირე ინვესტორთათვის განკუთვნილ კომპლექსურ/შეფუთულ პროდუქტებზე (*packaged retail investment products*). ევროპის კომისია აცხადებს, რომ მას სურს შექმნას თანმიმდევრული მარეგულირებელი მიდგომა კომპანიების მიერ მომხმარებლებისთვის იმ საინვესტიციო პროდუქტების დისტრიბუციის მიმართ, რომლებიც ინვესტორთა მსგავს მოთხოვნილებებს აკმაყოფილებს და ინვესტორთა დაცვის კუთხით მსგავს გამოწვევებს წარმოშობს. ცვლილებები, რომლებიც გადამუშავებულ დირექტივაშია ასახეული, მიუთითებს *MiFID*-ის მოთხოვნების გაფართოებას, განსაკუთრებით ბიზნესის წარმოებისა და ინტერესთა კონფლიქტის შესახებ სტრუქტურირებული დეპოზიტების, როგორც კონსულტაციით, ასევე კონსულტაციის გარეშე გაყიდვის მიმართ.⁵⁸⁸ ამასთან, დირექტივის ახალი ვერსია მოითხოვს წევრი სახელმწიფოებისგან, რომ მათ ადგილობრივი დაწესებულებების მიმართ, რომლებიც არ ხვდებიან დირექტივის მოქმედების სფეროში, გამოსაყენებელ ნაციონალურ სამართალში გაითვალისწინონ

⁵⁸⁷ *Forschner J.*, Wechselwirkungen von Aufsichtsrecht und Zivilrecht, Schriften zum Unternehmens- und Kapitalmarktrecht, Mohr Siebeck, Tübingen, 2013, 61-62.
⁵⁸⁸ *Snowdon P., Lovegrove S.*, MiFID review, Compliance Officer Bulletin, Sweet & Maxwell, 2012, 4.

ავტორიზაციისა და საქმიანობის განხორციელების შესახებ *MiFID*-ის ანალოგიური მოთხოვნები (*MiFID recital 42*).

სტრუქტურირებული ინვესტიციების გაყიდვისა და მათთან დაკავშირებული რჩევის მიწოდების რეგულირების შემოღებით მიღებული, ცვლილებები ავსებს ევროპის სამართალში აქამდე არსებულ მარეგულირებელ ხარვეზს. მანამდე ბაზარზე სტრუქტურირებული ინვესტიციები განხილული იყო როგორც კაპიტალის ინვესტირების პროდუქტი და არ ექვემდებარებოდა რაიმე სპეციალურ დანაწესებს მომხმარებელთა დაცვისთვის.⁵⁸⁹ 2010 წლის ნოემბრის კონსულტაციაში ევროპის კომისიამ მიუთითა, რომ საჭირო იქნებოდა *MiFID I*-ის ცვლილებები, რათა დირექტივას მოეცვა *PRIPs* გაყიდვების დანაწესების კუთხით. მიზანს წარმოადგენდა მცირე ინვესტორთა სტრუქტურირებული/შეფუთული საინვესტიციო პროდუქტების დისტრიბუციის მიმართ ერთიანი, უნიფიცირებული მარეგულირებელი მოპყრობის შემუშავება ევროპის კავშირში ინვესტორთა დაცვის ადეკვატური დონის გარანტირებისთვის. ცვლილებებმა დირექტივის სფეროში შემოიტანა სტრუქტურირებული დეპოზიტები.

აღსანიშნავია, რომ *MiFID II* დირექტივა ორგანიზებულია ფუნქციურ საწყისებზე, ანუ ის ვრცელდება „საინვესტიციო მომსახურებისა და საქმიანობის“ განხორციელებაზე და არ არის დამოკიდებული პროვაიდერის ორგანიზაციულ თუ სამართლებრივ სტატუსზე. დირექტივის გამოყენება არ არის დამოკიდებული იმაზე, მაგალითად, პროვაიდერი არის საკრედიტო დაწესებულება, მრავალფუნქციური საინვესტიციო კომპანია, სპეციალიზებული საინვესტიციო კომპანია და სხვა.⁵⁹⁰

მოკლედ რომ შევაჯამოთ, *MiFID*-ის გამოვლენილი ნაკლოვანებების საფუძველზე შემუშავებული დირექტივის გადახედვის წინადადების მთავარ მიზნებს წარმოადგენს: ინვესტორთა ნდობის გაძლიერება, საბაზრო რისკისა და სისტემური რისკის შემცირება, ფინანსური ბაზრების ეფექტიანობის გაზრდა ბაზრის მონაწილეთათვის არასაჭირო ხარჯების შემცირებასთან ერთად.⁵⁹¹ რეფორმების შედეგად: 1.*MiFID II*-ის მასშტაბი გაფართოვდა, რათა მან მოიცვას ფინანსური პროდუქტები, მომსახურება და ერთეულები, რომლებიც არ იყო დაფარული დირექტივის მიერ (მაგალითად სტრუქტურირებული დეპოზიტები); 2.შემოღებული იქნა უფრო მკაცრი მოთხოვნები პორტფოლიოს მართვის, საინვესტიციო რჩევისა და კომპლექსური ფინანსური პროდუქტების, როგორც არის სტრუქტურირებული პროდუქტები, შეთავაზების დროს და ასევე მენეჯერების პასუხისმგებლობა ყველა საინვესტიციო კომპანიებისთვის. ამასთან, მრჩეველები, რომლებიც აცხადებენ, რომ დამოუკიდებლები არიან, ვალდებული იქნებიან შეაფასონ ბაზარზე არსებული პროდუქტების უფრო ფართო სპექტრი, რათა დაადგინონ, რომელი

⁵⁸⁹Geier B.M., Schmitt C., MiFID-Reform: der neue Anwendungsbereich der MiFID II und MiFIR, WM 2013 Heft 20, 915 - 920, 916.

⁵⁹⁰Moloney N., EU Securities and Financial Markets Regulation, Third Edition, EU Law Library, Oxford University Press, Oxford, 2014, 341.

⁵⁹¹European Commission, Commission Staff working paper, Executive Summary of the Impact Assessment Accompanying the document Proposal for a Directive of the European Parliament and of the Council Markets in financial instruments (Recast) and the Proposal for a Regulation of the European Parliament and of the Council Markets in financial instruments, SEC (2011) 1227 final, Brussels, 20.10.2011, 5-6.

მათგანი შეესაბამება კლიენტის პროფილს და ინტერესებს. დამოუკიდებელ მრჩეველებსა და პორტფოლიოს მმართველებსაც ეკრძალებათ მესამე პირისთვის ან მესამე პირისგან ანაზღაურების აღება/მიცემა ან სხვა მონეტარული სარგებლის მიღება; 3. ცვლილებებს ასევე შემოაქვს ESMA-ს უფლებამოსილება განსაზღვრული პირობების არსებობის შემთხვევაში, აკრძალოს კონკრეტული ფინანსური პროდუქტის მარკეტინგი და დისტრიბუცია.⁵⁹²

IV.12.1. საინვესტიციო მომსახურების ღიაობის რეჟიმი

ახალი დირექტივის მეორე თავის მეორე განყოფილება ეთმობა ინვესტორის დაცვის დანაწესებს. *MiFID II* ითვალისწინებს ინვესტორების მიმართ ინფორმაციული ვალდებულებების გაზრდას. დირექტივა ცდილობს ღიაობის რეჟიმის გაუმჯობესებას გაფართოებული პერიოდული ანგარიშგების ვალდებულებებისა და შესაბამისობის ანგარიშის, რომელშიც მოცემული უნდა იყოს, როგორ შეესაბამება შეთავაზებული რჩევა ინვესტორის პერსონალურ მახასიათებლებს, შემოღების გზით.⁵⁹³ განსაკუთრებით მნიშვნელოვან დანაწესებს შეიცავს 24(4) მუხლი, რომლის მიხედვითაც ინვესტორებს უნდა მიეწოდოთ სათანადო ინფორმაცია საინვესტიციო კომპანიისა და მისი მომსახურების, ფინანსური ინსტრუმენტებისა და შეთავაზებული საინვესტიციო სტრატეგიების, შესრულების ადგილის, ხარჯებისა და გადასახდელების შესახებ. ინფორმაცია უნდა შეიცავდეს: ა) საინვესტიციო რჩევის განხორციელებამდე კლიენტისათვის მისაწოდებელ ინფორმაციას: 1) ხდება თუ არა რჩევის მიწოდება დამოუკიდებელ საწყისებზე; 2) რჩევა დაფუძნებულია ფინანსური ინსტრუმენტების სხვადასხვა ტიპების ფართო თუ უფრო შეზღუდულ ანალიზზე; 3) მიაწოდებს თუ არა საინვესტიციო კომპანია კლიენტს პერიოდულ შეფასებას მისთვის რეკომენდებული ფინანსური ინსტრუმენტის სათანადოობის შესახებ; ბ) ფინანსური ინსტრუმენტებისა და შეთავაზებული საინვესტიციო სტრატეგიების შესახებ ინფორმაცია, რომელიც უნდა შეიცავდეს შესაბამის კონსულტაციასა და გაფრთხილებას ამ ინსტრუმენტებში განხორციელებული ინვესტიციების რისკების თაობაზე ან კონკრეტული საინვესტიციო სტრატეგიის რისკების შესახებ; ასევე იმის შესახებ, განკუთვნილია ეს ფინანსური ინსტრუმენტი მცირე ინვესტორებისთვის თუ პროფესიონალი ინვესტორებისთვის; გ) ინფორმაცია ყველა ხარჯებისა და გადასახდელების შესახებ. აღნიშნული მოიცავს ინფორმაციას როგორც საინვესტიციო ინსტრუმენტთან, ასევე საინვესტიციო

⁵⁹²European Commission, Commission staff working document: Economic review of the Financial Regulation Agenda, accompanying the document Communication from the Commission to the European Parliament, the Council, the European Economic and Social Committee and the Committee of the Regions: a reformed financial sector for Europe, Brussels, 15.05.2014, SWD (2014) 158 final, 154.

⁵⁹³MiFID II Directive Proposal, Art. 25(5). Directive 2014/65/EU recital 82- საინვესტიციო რჩევის მიწოდებისას, საინვესტიციო კომპანიამ შესაბამისობის წერილობითი ფორმით უნდა დააკონკრეტოს, თუ როგორ შეესაბამება მიცემული რჩევა მცირე ინვესტორის მოთხოვნებს, მის მიერ დადგენილ პრიორიტეტებს და ა.შ.

მომსახურებასთან დაკავშირებული ხარჯებისა და გადასახდელების შესახებ.⁵⁹⁴

ლიაობის დანაწესების მიხედვით, საინვესტიციო კომპანიებმა უნდა მიაწოდონ კლიენტებსა და პოტენციურ კლიენტებს სამართლიანი, ცხადი და არა შეცდომაში შემყვანი (*fair, clear and not misleading*) ინფორმაცია (მუხლი 24(3)).⁵⁹⁵

ლიაობის მოთხოვნების დეტალები წარმოდგენილი იქნება ევროპის კომისიის დელეგირებულ აქტებში. ამასთან, წინასახელშეკრულებო ინფორმაციის სფეროში ცვლილებების განხორციელებისას საჭიროა *MiFID*-ის შეთანხმება ევროპის დონეზე სხვა მარეგულირებელ ინიციატივებთან (როგორც არის *PRIPs, IMD, Prospectus Directive*). *MiFID II* პირდაპირ მიუთითებს, რომ გათვალისწინებული უნდა იქნეს: „ყველა სათანადო სტანდარტიზებული ინფორმაცია, რომელიც მოთხოვნილია ევროპის კავშირის სამართლის მიხედვით“ ფინანსური ინსტრუმენტების შესახებ ინფორმაციული მოთხოვნების ფორმულირების დროს, პროდუქტის სტრუქტურის შესახებ ინფორმაციის ჩათვლით. აღნიშნული მისასაღებელია, რადგან არ მოხდეს წინასახელშეკრულებო სტანდარტული ღიაობის დოკუმენტების დუბლირება. მიუხედავად ამისა, კომპანიები მაინც დადგებიან ახალი დანაწესების იმპლემენტაციის მნიშვნელოვანი გამოწვევების წინაშე სხვადასხვა წესების ერთმანეთთან შეთანხმების კუთხით. მაგალითად, როდესაც ხდება სტრუქტურირებული დეპოზიტების გაყიდვა, გამოყენებულ უნდა იქნეს *MiFID II*-ის ღიაობის დანაწესები, რადგან სტრუქტურირებული დეპოზიტები არ არის მოცული *PRIPs* რეგულირების მიერ; *MiFID II*-ის ღიაობის დანაწესების გამოყენება მოხდება მაშინ, როდესაც ნებისმიერი „ფინანსური ინსტრუმენტი“ მიეყიდება ნებისმიერი ტიპის კლიენტს; *PRIPs* რეგულირების ღიაობა კი სავალდებულოა მხოლოდ, „საინვესტიციო პროდუქტების“ მცირე ინვესტორებზე გაყიდვის დროს.

ინფორმაცია უნდა მიეწოდოს კლიენტებსა და პოტენციურ კლიენტებს ადვილად გასაგები ფორმით, რათა მათ რეალურად ჰქონდეთ შესაძლებლობა, გაიგონ შეთავაზებული საინვესტიციო მომსახურებისა და კონკრეტული ტიპის საინვესტიციო ინსტრუმენტის ხასიათი და რისკი და შესაბამისად მიიღონ ინფორმირებული საინვესტიციო გადაწყვეტილება (მუხლი 24(5)).

⁵⁹⁴ *MiFID II Directive 2014/65/EU (recital 72; 74)*-ის მიხედვით იმისათვის, რომ შესაძლებელი გახდეს ინვესტორებისათვის ყველა სათანადო ინფორმაციის მიწოდება, საინვესტიციო რჩევის მიმწოდებელ კომპანიებს უნდა დაევალოთ, რომ ღია გახადონ რჩევის ხარჯები, დააკონკრეტონ მიწოდებული რჩევის საფუძვლები, განსაკუთრებით პროდუქტების წრე, რომლებსაც ისინი განიხილავენ კლიენტებისთვის პერსონალური რეკომენდაციების მიცემის დროს, ახორციელებენ თუ არა ისინი რჩევის მიცემას დამოუკიდებელ საწყისებზე და აწვდიან თუ არა ისინი კლიენტებს მათთვის რეკომენდებული ფინანსური ინსტრუმენტის სათანადოობის პერიოდულ შეფასებას. კლიენტს ზუსტად და საჭიროების შემთხვევაში პერიოდულად უნდა მიეწოდოს ინფორმაცია ყველა ჰონორარის, საკომისიოს და სარგებლის შესახებ, რომელიც მიიღო კომპანიამ კლიენტისთვის გაწეულ საინვესტიციო მომსახურებასთან დაკავშირებით და მიღებული სარგებელი უნდა გადაეცეს კლიენტს.

⁵⁹⁵ *Willemaers G. S., Client protection on European Financial Markets – from Inform Your Client to Know Your Product and beyond: an assessment of the PRIPs Regulation, MiFID II/MiFIR and IMD 2*, ხელმისაწვდომია: www.ssrn.com, 9.

მისასაღმებელია და პოზიტიურად უნდა იქნეს შეფასებული ის გარემოება, რომ *MiFID II*-ის მიხედვით მომხმარებელთა ინფორმაციის სტანდარტიზება კვლავ წვერი სახელმწიფოების დისპოზიციაში მოექცა. განსხვავებით *PRIPs* რეგულირებისა, დირექტივა არ ავალდებულებს წვერ სახელმწიფოებს ინფორმაციის სტანდარტიზირებული ფორმით მიწოდებას და შეიცავს მხოლოდ ასეთ შესაძლებლობას (მუხლი 24(5)).⁵⁹⁶ ამ საკითხთან დაკავშირებით სხვადასხვა რეფორმის ფარგლებში განსხვავებული მიდგომის არჩევა, არ წარმოადგენს სისტემურ და თანმიმდევრულ გადაწყვეტას მარეგულირებლების მხრიდან.

გლობალური ფინანსური კრიზისის შემდგომი პერიოდი ნელ-ნელა, დაგვიანებით ამჟღავნებს ღიაობის საშუალების საზღვრების აღიარებას. საინფორმაციო მოდელის ეფექტიანობამ თავისი თავი ამოწურა. ინვესტორთა დაცვის სფეროში გამოვლენილი დეფიციტი არის არა მხოლოდ არასაკმარისი ინფორმაციული მოდელის ან ფასიანი ქაღალდების კომპანიების მიერ ამ მოდელის არასაკმარისი აღსრულების შედეგი, არამედ საინფორმაციო ეფექტიანობა ბუნებრივ საზღვრებს ექვემდებარება.⁵⁹⁷ შესაბამისად, კრიზისის შემდგომი პერიოდის დირექტივის რეფორმის მთავარი მიზანია საინვესტიციო კომპანიის პასუხისმგებლობის გაძლიერება, პროდუქტის ინტერვენციის შესაძლებლობების შემოღება და არა ღიაობის მეშვეობით ინვესტორის პასუხისმგებლობის კიდევ უფრო მეტად გაზრდა. *MiFID II*-ის სანქციონების ახალი რეჟიმი⁵⁹⁸ და მასთან დაკავშირებული გაძლიერებული აღსრულებაც ამის მაგალითია. ცვლილებების მიხედვით, ინფორმაციისა და ანგარიშების კლიენტისთვის მიწოდებლობის შემთხვევაში ამოქმედდება სპეციალური სანქციები, რომლებიც ცვლილებების შედეგად არის შემოთავაზებული, მათ შორის ჯარიმები.⁵⁹⁹ *MiFID II* აძლიერებს სანქციონების არსებულ რეჟიმს, რათა უზრუნველყოს ეფექტიანი და ჰარმონიზებული ადმინისტრაციული სანქციები ევროპის კავშირის მასშტაბით. 70-ე მუხლის მიხედვით, წვერმა სახელმწიფოებმა უნდა უზრუნველყონ სათანადო ადმინისტრაციული სანქციებისა და ღონისძიებების გამოყენება (მაგალითად: ავტორიზაციის გამოთხოვა, მენეჯმენტის დათხოვნა, ადმინისტრაციული ფულადი სანქციები და ა.შ.) *MiFID*-ის დარღვევის შემთხვევაში. ცვლილებები ადგენს ადმინისტრაციული ფულადი სანქციების მინიმალურ ოდენობას. ცვლილებები არ ეხება სისხლისსამართლებრივ სანქციებს.

ამას გარდა, *MiFID II* დირექტივის 75-ე მუხლი მოითხოვს, რომ წვერმა სახელმწიფოებმა შექმნან გასაჩივრებისა და კომპენსაციის ეფექტიანი პროცედურა მომხმარებელთა იმ დავების სასამართლოს გარეთ განხილვისთვის, რომლებიც ეხება საინვესტიციო კომპანიის მიერ საინვესტიციო და დამხმარე მომსახურების მიწოდებას.

ფინანსური მომსახურების სფეროში ევროპის სამართალში დომინირებს საჯარო ზედამხედველობა და აღსრულება. აღნიშნული კიდევ ერთხელ

⁵⁹⁶Möllers T. M.J., Poppele M.C., Paradigmenwechsel durch MiFID: II divergierende Anlegerleitbilder und neue Instrumentarien wie Qualitätskontrolle und Verbote, ZGR 2013, 437-481, 480.

⁵⁹⁷ იქვე 480.

⁵⁹⁸ Directive 2014/65/EU - Articles 70-75.

⁵⁹⁹ MiFID II Directive Proposal, Art. 75.

დადასტურდა გლობალური ფინანსური კრიზისის შემდგომ გატარებულ რეფორმებში და განსაკუთრებით *MiFID*-ის რეფორმაში. *MiFID* მიზნად არ ისახავს წვერი სახელმწიფოების ნაციონალური კერძო სამართლის ჰარმონიზაციას. *MiFID* არ ავალდებულებს წვერ სახელმწიფოებს, ღირექტივის დანაწესების დარღვევის შემთხვევების სამოქალაქოსამართლებრივი სანქციებით სანქცირებას. წვერი სახელმწიფოების კომპეტენციაა გადაწყვიტონ, სურთ თუ არა ასეთ შემთხვევებში სამოქალაქოსამართლებრივი სანქციების გამოყენება.⁶⁰⁰ მიუხედავად მოლოდინისა, რომ ევროპის კომისიას შეიძლება ცვლილებების შედეგად გადაეღა მნიშვნელოვანი ნაბიჯი ინვესტორთა დაცვის ეფექტიანი გარანტირების მიმართულებით და *MiFID II*-ში შემოედო სამოქალაქოსამართლებრივი პასუხისმგებლობის პრინციპი (*principle of civil liability*), ეს არ გაკეთდა, თუმცა *MiFID II*-ის თავდაპირველი საკონსულტაციო დოკუმენტი შეიცავდა ევროპის კომისიის წინადადებას სამოქალაქოსამართლებრივი პასუხისმგებლობის პრინციპის შემოღების შესახებ. *MiFID*-ის დანაწესების დარღვევის შემთხვევაში სამოქალაქოსამართლებრივი პასუხისმგებლობის საკითხი წვერი სახელმწიფოების უფლებამოსილებად დარჩა. აღნიშნული, რა თქმა უნდა, ასახავს სამოქალაქო სამართლის ევროპული ჰარმონიზაციის მიმართ წვერი სახელმწიფოების მგრძობიარობის მაღალ დონეს. ეს ფაქტი სამწუხაროა როგორც სამართლებრივი უსაფრთხოების, ისე ევროპაში ინვესტორთა დაცვისათვის თანაბარი დანაწესების შექმნის მიმართულებით.⁶⁰¹ *MiFID II*-ის ერთადერთი დანაწესი, რომელიც არაპირდაპირ აღიარებს კერძოსამართლებრივი ურთიერთობის არსებობას საინვესტიციო მომსახურების მიმწოდებელსა და კლიენტს შორის, არის 75-ე მუხლი, ის ეხება დავის სასამართლოს გარეთ გადაწყვეტას.⁶⁰²

საჯარო ზედამხედველობასა და აღსრულებასთან ერთად, ევროპის კავშირში ფინანსური მომსახურების სფეროში მომხმარებელთა დაცვის საზედამხედველო სტანდარტები მნიშვნელოვნად არის დამოკიდებული ნაციონალურ კერძოსამართლებრივ სისტემებზე და აღნიშნული საკითხი არ არის დარეგულირებული ევროპის კავშირის დონეზე.⁶⁰³ შესაბამისად წვერი სახელმწიფოების დისკრეციის ქვეშ რჩება მიანიჭებენ თუ არა ისინი ღირექტივის დანაწესების დარღვევის შემთხვევაში ინვესტორებს საინვესტიციო მომსახურების პროვაიდერებისთვის სამოქალაქოსამართლებრივი პასუხისმგებლობის დაკისრების უფლებას. შესაბამისად, ევროპელი კანონმდებლის მიერ გაკეთებულ აქცენტს საჯარო ზედამხედველობასა და აღსრულებაზე, შეიძლება შემზღუდველი ეფექტი მოჰყვეს ამ დანაწესების კერძო აღსრულებაზე ნაციონალურ სამოქალაქო სასამართლოებში და ამით ნეგატიური გავლენა იქონიოს ფინანსური

⁶⁰⁰EuGH, Urt. v. 30. 5. 2013, Rs. C-604/11 – Genil.Möllers T. M.J., Poppele M.C., Paradigmenwechsel durch MiFID: II divergierende Anlegerleitbilder und neue Instrumentarien wie Qualitätskontrolle und Verbote, ZGR 2013, 437-481, 468-469.

⁶⁰¹Busch D., Why MiFID matters to Private Law – the Example of MiFID’s impact on an Asset Manager’s Civil Liability, Capital Markets Law Journal, Vol. 7, No. 4, 2012, 386-413, 387.

⁶⁰²Cherednychenko O.O., Financial Consumer Protection in the EU: Towards a Self-Sufficient European Contract Law for Consumer Financial Services?, ERCL 2014, 10 (4), 476-495, De Gruyter, 481.

⁶⁰³იქვე, 486.

მომხმარებლების დაცვაზე პრაქტიკაში (ასეთი მაგალითი უკვე არსებობს ლუქსემბურგში, სადაც სამოქალაქო სასამართლოები ფინანსური ზედამხედველობის კანონმდებლობაში მოცემულ ვალდებულებებს არ განიხილავენ, როგორც კერძოსამართლებრივი ვალდებულებების წარმოშობის საფუძველს და მათ დარღვევას არ მიიჩნევენ სამოქალაქოსამართლებრივი პასუხისმგებლობის საფუძველად).⁶⁰⁴ ყოველივე ზემოთ აღნიშნული იწვევს გაურკვევლობას იმასთან დაკავშირებით, წარმოშობს თუ არა დირექტივის კონკრეტული დანაწესის დარღვევა პასუხისმგებლობას ნაციონალურ სამართალში და თუ წარმოშობს, რა საშუალებები აქვს ინვესტორს საკუთარი უფლებების დაცვისთვის.⁶⁰⁵ ევროპის კავშირის ფინანსური მარეგულირებელი ორიენტირებულია საჯარო მიდგომაზე და არ იძლევა კერძოსამართლებრივ მექანიზმებს ინვესტორებისთვის საინვესტიციო კომპანიების პირისპირ.⁶⁰⁶ ევროპული ფინანსური რეგულირება არ შეიცავს „სახელშეკრულებო რეგულირებას“ და არ აფუძნებს კერძო აღსრულებაზე დაფუძნებულ „ჰორიზონტალური პასუხისმგებლობის“ რეჟიმს. ტიპური წინასახელშეკრულებო და სახელშეკრულებო საინფორმაციო ვალდებულებები გადაქცეულია მარეგულირებელ სტანდარტებად, რომელთა აღსრულებაც ხდება საზედამხედველო ორგანოების მიერ,⁶⁰⁷ თუმცა MiFID-ის დანაწესები არის „უფლების მიმნიჭებელი“ ინვესტორებისთვის. ევროპული მარეგულირებელი უშვებს მარეგულირებელი დანაწესების გამოყენების შესაძლებლობას ინვესტორების მიერ საინვესტიციო კომპანიის წინააღმდეგ სარჩელის შესატანად და ამით ანიჭებს მათ ინდივიდუალური უფლებების წარმოშობის შესაძლებლობას. დირექტივის ქცევით დანაწესებს (*conduct of business rules*) აქვს „ჰიბრიდული“ (საჯარო-კერძო) ხასიათი და შესაბამისად შეიძლება გავლენა იქონიოს კომპანია-კლიენტის ჰორიზონტალურ ურთიერთობაზე.⁶⁰⁸ დირექტივის ახალი ვერსიის შემდეგ არ არის სრულად ცხადი, რამდენად მკაცრი შეიძლება იყოს ნაციონალური სასამართლო დირექტივასთან შედარებით სამოქალაქო სამართლის პრინციპებისა და სტანდარტების გამოყენების დროს, თუმცა აშკარაა ის, რომ დირექტივის საფუძველზე შექმნილი ნაციონალური დანაწესების დარღვევის სამოქალაქოსამართლებრივი შედეგი კვლავ ნაციონალური სამართლის მიერ იქნება განსაზღვრული. აღნიშნულ პრინციპს ხაზი გაესვა ევროპის კავშირის სასამართლოს (*Court of Justice of the European Union - CJEU*) „Bankinter“ გადაწყვეტილებაში,⁶⁰⁹ რომელიც MiFID-ის ინვესტორთა დაცვის დანაწესებთან მიმართებით ევროპის კავშირის სასამართლოს პირველ გადაწყვეტილებას წარმოადგენს. აღნიშნულ გადაწყვეტილებაში სასამართლომ დაადასტურა, რომ საინვესტიციო მომსახურების პროვაიდერის მიერ დირექტივის

⁶⁰⁴ Cherednychenko O.O., Financial Consumer Protection in the EU: Towards a Self-Sufficient European Contract Law for Consumer Financial Services?, ERCL 2014, 10 (4), 476-495, De Gruyter, 488.

⁶⁰⁵ იქვე 488.

⁶⁰⁶ Della Negra F., The private enforcement of the MiFID Conduct of Business Rules. An overview of the Italian and Spanish experiences, ERCL 2014, 10(4), 571-595, 571.

⁶⁰⁷ იქვე 575-576.

⁶⁰⁸ იქვე 577-578.

⁶⁰⁹ Case 604/11, Genil 48, S L and Comercial Hosteleria de Grandes Vinos, S L v Bankinter S A and Banco Bilbao Vizcaya Argentaria, S A [2013] (CJEU).

დანაწესების დარღვევის სახელშეკრულებო შედეგები ყოველი წვერი სახელმწიფოს შიდა სამართლებრივმა სისტემამ უნდა დაადგინოს.⁶¹⁰

IV.12.2. დისტრიბუცია

ფინანსური პროდუქტების დისტრიბუციასთან დაკავშირებული რეგულირება რჩება ინვესტორთა დაცვის ევროპული რეგულირების საკვანძო ელემენტად. ამ საკითხთან დაკავშირებით *MiFID II* დირექტივა მოიცავს უფრო მეტად ინტერვენციულ მიდგომას რამდენიმე ახალი სტრატეგიის მეშვეობით. ცვლილებები ითვალისწინებს გამკაცრებულ მოთხოვნებს პორტფოლიოს მართვის, ინვესტორთა კონსულტაციისა და ისეთი კომპლექსური ფინანსური პროდუქტების შეთავაზების დროს, როგორც არის სტრუქტურირებული პროდუქტები.⁶¹¹ ცვლილებები აძლიერებს მარეგულირებელ ჩარჩოს საინვესტიციო რჩევის მიწოდებასთან, პორტფოლიოს მართვასთან და საინვესტიციო კომპანიების მიერ მესამე პირებისგან ანაზღაურების მიღების საკითხთან დაკავშირებით. ის ზრდის ინვესტორთა დაცვას მცირე ინვესტორებისთვის საინვესტიციო მომსახურების მიწოდების დროს.⁶¹² ცვლილებები ითვალისწინებს, რომ ინფორმაციის თაობაზე „გულწრფელი, სამართლიანი, პროფესიული“ მოქმედების პრინციპი და ვალდებულება უნდა იყოს ცხადი და არა შეცდომაში შემყვანი და უნდა გავრცელდეს ყველა კატეგორიის კლიენტზე (მუხლი 24(1)).

MiFID II დირექტივის 25-ე მუხლი ეხება შესაბამისობისა და სათანადოობის შეფასების საკითხს. როგორც ზემოთ უკვე იყო აღნიშნული, შესაბამისობისა და სათანადოობის ტესტი *MiFID*-ის ინვესტორთა დაცვის რეჟიმის ერთ-ერთ მნიშვნელოვან ელემენტს წარმოადგენს. შესაბამისობის ტესტი არის ინვესტორთა დაცვის მექანიზმი, რომელიც გამოყენებული უნდა იქნეს ინვესტორსა და საინვესტიციო კომპანიას შორის ნებისმიერი ურთიერთობის მიმართ, თუ ეს ურთიერთობა შეიცავს რჩევა/კონსულტაციის ელემენტს. პორტფოლიოს მართვის ან საინვესტიციო რჩევის მომსახურების გაწევამდე საინვესტიციო კომპანია უნდა დარწმუნდეს, რომ რეკომენდებული პროდუქტები შესაბამისია კლიენტისთვის და ემსახურება მის მიერ დასახულ მიზნებს. ინფორმაცია, რომელიც საჭიროდ არის მიჩნეული შესაბამისობის შეფასების ეფექტიანობისთვის, მოიცავს სხვადასხვა ასპექტებს, რომლებმაც შეიძლება გავლენა იქონიონ კლიენტის საინვესტიციო მიზნებზე ან ფინანსურ სიტუაციაზე. ეს არის ინფორმაცია: კლიენტის ოჯახური მდგომარეობის, განათლების, რისკის მაღის შესახებ და ა.შ. რაც შეეხება სათანადოობის ტესტს, მისი მიზანია ინვესტორთა დაცვის გაზრდა არასაკონსულტაციო მომსახურების დროს. სათანადოობის ტესტის დროს მოწმდება აქვს თუ არა კლიენტს სათანადო ცოდნა და გამოცდილება შეთავაზებული მომსახურებისა და პროდუქტის მიმართ, რათა გაიგოს ტრანზაქციასა თუ მომსახურებასთან დაკავშირებული რისკები.

⁶¹⁰Marjosola H., What Role for Courts in Protecting Investors in Europe – A View from Finland, ERCL 2014, 10 (4), 545-570, 547.

⁶¹¹Directive 2014/65/EU Articles 13, 24, 25, 27, 29, Annex I – Section A.

⁶¹²Article 30, Annex II.

გლობალურმა ფინანსურმა კრიზისმა აჩვენა, რომ შესაბამისობის ტესტით დადგენილი მოთხოვნები პრაქტიკაში სათანადოდ არ სრულდებოდა. ძირითად პრობლემებს წარმოადგენდა შემდეგი: 1.კლიენტებს უსვამდნენ არასწორ კითხვებს; 2.არ ხდებოდა საჭირო და არსებითი ინფორმაციის შეგროვება. ხშირად უყურადღებოდ რჩებოდა კლიენტის განათლების დონე და პროფესია; 3.არასწორად ხდებოდა კლიენტის მიერ მოწოდებული ინფორმაციის ინტერპრეტირება. არსებობდა ტენდენცია, რომ კომპანიები ეყრდნობოდნენ კლიენტების მიერ თავიანთი გამოცდილების, ცოდნის და ფინანსური სიტუაციის თვითშეფასებას; 4.მაშინაც კი, როდესაც სწორი ინფორმაცია იყო შეგროვებული, მის საფუძველზე არ ხდებოდა შესაბამისი ინვესტიციის შეთავაზება.⁶¹³

ევროპის კომისიამ *MiFID*-ის გადამუშავების პროცესში გააძლიერა შესაბამისობის შეფასება. დამატებული მოთხოვნების მიხედვით, ფინანსურმა მრჩეველებმა უნდა მიაწოდონ ინფორმაცია კლიენტებს იმის შესახებ, თუ რატომ აწვდიან ისინი კონკრეტულ რჩევას და როგორ შეესაბამება ის კლიენტის ინდივიდუალურ პირობებს, სიტუაციას (მუხლი 25(6)).⁶¹⁴

ღირექტივის ახალი ვერსიის მიხედვით, 2016 წლის 3 იანვრამდე *ESMA*-მ უნდა მიიღოს გაიდლაინები, რომლებიც დააკონკრეტებენ შესაბამისობისა და სათანადობის ტესტის ფარგლებში ცოდნისა და გამოცდილების შეფასების კრიტერიუმებს და გააუმჯობესებენ ამ მექანიზმის ფუნქციონირებას (მუხლი 25(9)). 2011 წლის 22 დეკემბერს, *ESMA*-მ გამოაქვეყნა სარეკომენდაციო დოკუმენტი *MiFID*-ის შესაბამისობის ტესტის ზოგიერთ ასპექტთან დაკავშირებით.⁶¹⁵ მიზანს წარმოადგენს, სიცხადის ამაღლება და იმპლემენტაციის გაადვილება, რათა დაეხმაროს საინვესტიციო კომპანიებს დადგენილი მოთხოვნების იმპლემენტაციის გაუმჯობესებასა და ინვესტორთა დაცვის გაძლიერებაში.⁶¹⁶ *ESMA*-ს რჩევით, გარანტირებული უნდა იქნეს, რომ საინვესტიციო კომპანია პასუხისმგებელი დარჩება შესაბამისობის განხორციელებული შეფასებისთვის და ეს პასუხისმგებლობა არ გადავა ინვესტორზე, მაგალითად, შესაბამისობის კომპლექსური კითხვარის ხელმოწერის გზით ან ონლაინ შეფასების მექანიზმების მეშვეობით.⁶¹⁷

⁶¹³ESMA, Consultation Paper: Guidelines on certain aspects of the MiFID suitability requirements, December 2011, ESMA/2011/445, 7.

⁶¹⁴Cronin C., Wish and PRIPs: European Commission seeks better Investor Protections for Packaged Retail Investment Products, CFA Magazine, May-June 2011, 26-27, 26.

⁶¹⁵ESMA, Consultation Paper: Guidelines on certain aspects of the MiFID Suitability Requirements, December 2011, ESMA/2011/445.

⁶¹⁶ESMA, Consultation Paper: Guidelines on certain aspects of the MiFID Suitability Requirements, December 2011, ESMA/2011/445, 5.

⁶¹⁷ESMA-ს საკონსულტაციო დოკუმენტის მიხედვით, საინვესტიციო კომპანიებმა მარტივად და ცხადად უნდა განუმარტონ კლიენტებს, რომ შესაბამისობის შეფასების მიზანია, შესაძლებლობა მიეცეს კომპანიას იმოქმედოს კლიენტის ინტერესებიდან გამომდინარე. აღნიშნული შესაძლებლობას მისცემს კლიენტს, გაიგოს ამ მოთხოვნის მიზანი და წახალისებს მას მიაწოდოს საინვესტიციო კომპანიას სწორი და საკმარისი ინფორმაცია საკუთარი ცოდნის, გამოცდილების, ფინანსური სიტუაციისა და საინვესტიციო მიზნების შესახებ. ამასთან, შესაბამისობის შეფასება წარმოადგენს საინვესტიციო კომპანიის კომპეტენციას. დაუშვებელია საინვესტიციო კომპანიამ შექმნას შთაბეჭდილება, რომ კლიენტი თვითონ წყვეტს ინვესტიციის შესაბამისობას, კლიენტი ადგენს საკუთარ რისკის

გლობალურმა ფინანსურმა კრიზისმა მცირე ინვესტორებზე მისი უპრეცედენტო გავლენის გამო, ინვესტორთა რჩევასთან დაკავშირებული სამართლებრივი ნორმები მნიშვნელოვანი დისკუსიის საგნად აქცია. ამ მიმართულებით ერთ-ერთ მთავარ თემას ინვესტორთა მრჩეველების სტიმულირების სისტემის საკითხი წარმოადგენს. საკომისიოზე დაფუძნებული ანაზღაურება, მასთან დაკავშირებული ინტერესთა კონფლიქტების გამო, სულ უფრო მეტად პრობლემატურად მიიჩნევა და როგორც ნაციონალურ, ასევე ევროპის კავშირის დონეზე დაიწყო მცდელობა ახალი მარეგულირებელი საშუალებებით პრობლემის მოგვარების მიმართულებით.⁶¹⁸ ამ მცდელობების საფუძველია *MiFID*-ის მიერ ჰონორარზე დამყარებული რჩევის შემოღება. დირექტივის გადამუშავებული ვერსია შეიცავს ახალ დანაწესებს იმ პირების ანაზღაურებასთან დაკავშირებით, რომლებიც ახორციელებენ ფასიანი ქაღალდების ან მასთან დაკავშირებულ მომსახურებას. ანაზღაურებასთან დაკავშირებულმა დანაწესებმა უნდა უზრუნველყოს მომხმარებელთა სამართლიანი მოპყრობა და ინტერესთა კონფლიქტის თავიდან აცილება. აღნიშნული მოთხოვნების დეტალები დადგენილი იქნება დირექტივის იმპლემენტაციის დანაწესებში.⁶¹⁹

დღესდღეობით, განსაკუთრებით ინტერესთა კონფლიქტის არსებობის რეალობის გათვალისწინებით, კონსულტაციას ხშირად ინვესტორებისთვის უკუეფექტი აქვს. საკომისიოზე დაფუძნებული ანაზღაურების სისტემა უბიძგებს მრჩეველს, ინვესტორისთვის ყველაზე უფრო შესაფერისი პროდუქტის ნაცვლად ის პროდუქტი ურჩიოს მას, რომელსაც ყველაზე მაღალი გაყიდვის საკომისიო აქვს. *MiFID II* ცდილობს ამ პრობლემის

პროფილს; საინვესტიციო კომპანიებს უნდა ჰქონდეთ ადეკვატური პოლიტიკა და პროცედურები, რათა შესაძლებელი იყოს კლიენტებისთვის ხელმისაწვდომი ფინანსური ინსტრუმენტების მახასიათებლების შესახებ არსებითი ფაქტების მიწოდება. აღნიშნული მოთხოვნა მოიცავს ორ სუბკატეგორიას: „know your clients“ და „know your products“; საინვესტიციო კომპანიებმა უნდა უზრუნველყონ, რომ შესაბამისობის დადგენის პროცესში მონაწილე თანამშრომლებს ჰქონდეთ ცოდნისა და გამოცდილების ადეკვატური დონე; საინვესტიციო კომპანიებმა უნდა განსაზღვრონ კლიენტისაგან მოსაპოვებელი ინფორმაციის მოცულობა. ინფორმაციის მოცულობის დადგენისას, კომპანიებმა უნდა გაითვალისწინონ: 1.ფინანსური ინსტრუმენტის ტიპი (მისი კომპლექსურობა და რისკის დონე) ან ტრანზაქცია, რომლის რეკომენდაცა ხდება; 2.მომსახურების სახე და მოცულობა; 3.კლიენტის სახე, მოთხოვნილებები და გარემოებები. ამასთან, კომპლექსური ან რისკის მატარებელი ფინანსური პროდუქტების რეკომენდირების დროს, საინვესტიციო კომპანიებმა უფრო ღრმა ინფორმაცია უნდა შეაგროვონ ინვესტორის შესახებ, რათა შეძლონ შეაფასონ კლიენტის უნარი გაიგოს და ატაროს ამ ფინანსურ ინსტრუმენტთან დაკავშირებული რისკი; საინვესტიციო კომპანიებმა უნდა უზრუნველყონ კლიენტის შესახებ მოპოვებული ინფორმაციის სანდოობა. მაგალითად, კომპანიები არ უნდა დაეყრდნონ კლიენტების თვითშეფასებას; საინვესტიციო კომპანიისა და კლიენტის გრძელვადიანი ურთიერთობის დროს, კომპანიამ უნდა შექმნას სათანადო პროცედურა, რათა შეინარჩუნოს კლიენტის შესახებ ადეკვატური და განახლებული ინფორმაცია; საინვესტიციო კომპანიებმა უნდა შეინახონ ჩანაწერები შესაბამისობის დადგენის პროცესის ყველა ეტაპის, მიწოდებული საინვესტიციო რჩევისა და განხორციელებული ინვესტიციების შესახებ. აღნიშნული მნიშვნელოვანია კლიენტსა და ფირმას შორის დავის წარმოშობის შემთხვევაში.

⁶¹⁸Bankrechtstag 2013, Bankregulierung, Insolvenzrecht, Kapitalanlage-Gesetzbuch, Honorarberatung, De Gruyter, Band 35, Berlin, 2014, 157-158.

⁶¹⁹Becker T., ESMA Leitlinien „Vergütungsgrundsätze und –verfahren (MiFID)“ und BT 8 der MaCOMp – neue Vergütungsvorgaben für Wertpapierdienstleistungsunternehmen, BKR 2014 Heft 4, 151-158, 158.

გადაჭრას და მოითხოვს, რომ ანაზღაურების სისტემა ხელს არ უნდა უშლიდეს ობიექტური რჩევებისა და გასაგები ინფორმაციის მიწოდებას. მრჩევლის, კონსულტანტის ანაზღაურება პირდაპირ არ უნდა იყოს დამოკიდებული პროდუქტის გაყიდვაზე.⁶²⁰ ზოგიერთი ავტორის მითითებით, ალტერნატივად უნდა იქნეს განხილული კონსულტანტების წინასწარ შეთანხმებული ფიქსირებული ანაზღაურება ან/და საათობრივი ანაზღაურება. ასეთ შემთხვევაში, ინვესტორთა კონსულტაცია აღარ იქნება აღქმული მათ მიერ, როგორც „უფასო“.⁶²¹

ღირექტივის შესაბამისად, ინვესტორთა რჩევის დროს ნათელი უნდა იყოს ის, რომ რჩევის მიწოდება ხდება დამოუკიდებელ საწყისებზე და ეფუძნება ბაზრის ფართო თუ შედარებით შეზღუდულ ანალიზს. ინვესტორთა რჩევის დამოუკიდებელ საწყისებზე მიწოდების დროს, 24(7) მუხლის მიხედვით: 1.საინვესტიციო კომპანიამ უნდა შეაფასოს ბაზარზე არსებული ფინანსური ინსტრუმენტების ფართო სპექტრი. ეს ფინანსური ინსტრუმენტები დივერსიფიცირებული უნდა იყოს მათი ტიპის, ემიტენტის ან პროდუქტის პროვაიდერის კუთხით და არ უნდა შემოიფარგლოს მხოლოდ ინსტრუმენტებით, რომლებიც გამოშვებულია ან დისტრიბუციონირებულია საინვესტიციო კომპანიასთან ახლო კავშირის მქონე ერთეულების მიერ; 2.საინვესტიციო კომპანიას არ შეუძლია მიიღოს ჰონორარი, საკომისიო ან სხვა მონეტარული სარგებელი, რომელიც გადაიხადა ან წარმოადგინა მესამე პირმა კლიენტის მომსახურების გაწევასთან დაკავშირებით,⁶²² ანუ პოტენციური ინტერესთა კონფლიქტების თავიდან ასაცილებლად, დამოუკიდებელ მრჩევლებს და პორტფოლიოს მმართველებს ეკრძალებათ მესამე პირისაგან გადასახდელის ან სხვა მონეტარული მოგების მიღება. ეს მოთხოვნა წარმოადგენს მცდელობას, რომ დაარეგულიროს პროდუქტის დისტრიბუციის ევროპულ ბაზრებზე არსებული ინტერესთა კონფლიქტის რისკები.⁶²³ დამოუკიდებელი საინვესტიციო რჩევის შემოღება და პორტფოლიოს მმართველებისა და დამოუკიდებელი მრჩევლებისთვის ანაზღაურების მიღების აკრძალვა მოხსნის ინტერესთა კონფლიქტის საფრთხეს, რასაც შედეგად მოჰყვება ინვესტორებისთვის საინვესტიციო რჩევის ხარისხის გაუმჯობესება.⁶²⁴ დამოუკიდებელი რჩევის შემოღება და საკომისიო აკრძალვა წარმოადგენს თვითონ სერვისის მიწოდების

⁶²⁰Möllers T. M.J., Poppele M.C., Paradigmenwechsel durch MiFID: II divergierende Anlegerleitbilder und neue Instrumentarien wie Qualitätskontrolle und Verbote, ZGR 2013, 437-481, 472-473.

⁶²¹Balling M., Lierman F., Van den Spiegel F., Ayadi R., Llewellyn D.T., New Paradigms in Banking, Financial Markets and Regulation?, SUEF Study 2012/2, Vienna 2012, 212-213.

⁶²²როდესაც საქმე ეხება ძალიან მცირე მოცულობის მონეტარულ სარგებელს, რომელიც არ განიხილება, როგორც საინვესტიციო კომპანიის კლიენტის მიმართ არსებული ვალდებულებების შეუსაბამო, უნდა მოხდეს კლიენტისთვის მათ შესახებ ინფორმაციის მიწოდება.

⁶²³Moloney N., The Investor Model Underlying the EU's Investor Protection Regime: Consumers or Investors?, European Business Organization Law Review, Volume 13, Issue 02, June 2012, 169-193, 179.

⁶²⁴European Commission, Commission Staff working paper, Executive Summary of the Impact Assessment Accompanying the document Proposal for a Directive of the European Parliament and of the Council Markets in financial instruments (Recast) and the Proposal for a Regulation of the European Parliament and of the Council Markets in financial instruments, SEC (2011) 1227 final, Brussels, 20.10.2011, 7.

კონტროლის მექანიზმს და არა ღიაობის ტრადიციულ მაკონტროლებელ მექანიზმს, რომელიც დომინირებს დისტრიბუციის რეგულირების სფეროში.⁶²⁵

MiFID II პირველად ახდენს ევროპის დონეზე „დამოუკიდებელ“ და „დამოუკიდებელ“ საინვესტიციო რჩევას შორის განსხვავების შემოტანას.⁶²⁶ კონცეფცია მისასაღმებელია, მაგრამ ის ჯერჯერობით რეგულირების მხოლოდ აბსტრაქტულ კონცეფციას წარმოადგენს და უნდა დაველოდოთ ამ მიმართულებით უფრო დეტალური შემოთავაზებების შემუშავებას. ფინანსური ინდუსტრია საჭიროებს სისტემურ ცვლილებას, რათა გაზრდილი და გაძლიერებული იქნეს მომხმარებელთა დაცვა და აღდგენილი იქნეს ფინანსური ინდუსტრიის მიმართ ნდობა. ამისათვის, არსებითია მრჩეველთა ინტერესთა კონფლიქტის აღმოფხვრა ფინანსური პროდუქტების გაყიდვის დროს. აღნიშნულში ჰონორარზე დამყარებულ რჩევას მნიშვნელოვანი წვლილის შეტანა შეუძლია. საკომისიოს აკრძალვა გაზრდის ფინანსური პროდუქტებისა და საინვესტიციო რჩევის ხარისხს. ამასთან, თუ ჰონორარზე დამყარებული რჩევის ეფექტიან რეგულირებასთან ერთად მოხდება მომხმარებელთა სასარგებლოდ ასევე პასუხისმგებლობის საფუძვლების გაუმჯობესება, ეს საკმარისი იქნება ინვესტორთა დანაკარგებისგან დაცვისა და ფინანსური სექტორის მიმართ ნდობის დაბრუნებისთვის.⁶²⁷ შეიძლება კარგი საინვესტიციო რჩევა იყოს უფასო? პასუხი არის – არა. კარგი რჩევა ძვირია, თუნდაც ის ამბობდეს მხოლოდ: „თავი შორს დაიჭირეთ ამ ინვესტიციისგან“. შესაბამისად, უკეთესია, რომ კლიენტმა ღია მოსაკრებელი, ტარიფი გადაიხადოს, ვიდრე დამალული საკომისიოები. ინვესტორმა პირდაპირ უნდა გადაუხადოს საინვესტიციო მრჩეველს და ამით მისცეს მას სტიმული, რომ რჩევა გაწიოს ინვესტორის ინტერესების სასარგებლოდ.⁶²⁸

მიუხედავად არსებული სარგებელისა, ჰონორარზე დამყარებულ რჩევას მაინც ჰყავს სკეპტიკოსები. დამოუკიდებელი რჩევის ეს ტრანსპლანტანტი უცხოა კონტინენტალური ბაზრისთვის და სავარაუდოა, რომ მას რთულად შეეგუება ბაზარი. ჰონორარზე დამყარებული საინვესტიციო რჩევის გავრცელების დაბალი მაჩვენებელი გამომდინარეობს ზოგადად ინვესტორთა მტრული განწყობიდან მომსახურება „საინვესტიციო რჩევისთვის“ ფულის გადახდის მიმართ მაშინ, როდესაც, მაგალითად, ადვოკატის დაქირავება ინვესტორისთვის ჰონორარის გადახდასთან ასოცირდება, საინვესტიციო რჩევა მოსახლეობის არსებით ნაწილში აღქმულია უფასო მომსახურებად.⁶²⁹ შესაბამისად, ჰონორარზე დამყარებული რჩევა აჩენს კითხვას, ხომ არ შეექმნებათ ინვესტორებს ფსიქოლოგიური ბარიერები ასეთი ფასიანი რჩევის წინააღმდეგ. დამოუკიდებელი რჩევის შემოღებამ შეიძლება კონტინენტალურ ბაზარზე გამოიწვიოს ნაციონალური „დამოუკიდებელი“ მრჩეველების ისედაც

⁶²⁵ Moloney N., The Investor Model Underlying the EU's Investor Protection Regime: Consumers or Investors?, European Business Organization Law Review, Volume 13, Issue 02, June 2012, 169-193, 180.

⁶²⁶ Möllers T. M.J., Poppele M.C., Paradigmenwechsel durch MiFID: II divergierende Anlegerleitbilder und neue Instrumentarien wie Qualitätskontrolle und Verbote, ZGR 2013, 437-481, 472-473.

⁶²⁷ Reiter J., Methner O., Die Interessenkollision beim Anlageberater – Unterschiede zwischen Honorar- und Provisionsberatung, WM 2013 Heft 44, 2053-2059, 2059.

⁶²⁸ Eberius R., Regulierung der Anlageberatung und Behavioural Finance – Anlegerleitbild: Homo Economicus vs. Realität, Kölner Wissenschaftsverlag, Köln, 2013, 124.

⁶²⁹ იქვე, 124.

მცირე რაოდენობის კიდევ უფრო შემცირება.⁶³⁰ არსებობს საფრთხე, რომ განსაკუთრებით მცირე ინვესტორები ჰონორარს ძალიან ძვირად მიიჩნევენ და უარს იტყვიან რჩევაზე.⁶³¹ მაგრამ, არ უნდა დავივიწყოთ, რომ საინვესტიციო რჩევა საკომისიოზე დამყარებული რჩევის დროსაც ფასიანი იყო ინვესტორებისთვის, ამჯერად მოხდება მხოლოდ ამ ხარჯების გამჭვირვალობა.⁶³²

ჰონორარზე დამყარებული რჩევის მოწინააღმდეგეები მიუთითებენ, რომ საკომისიო ქმნის პოზიტიურ სტიმულს, რადგან ის, ერთი მხრივ, მრჩეველს გარიგების დადებისა და, მეორე მხრივ, ინვესტორს ქონების დაგროვებისკენ უბიძგებს.⁶³³ პრობლემურად განიხილება ასევე საკომისიოს აკრძალვის შემოღება მხოლოდ დამოუკიდებელი მრჩეველების კატეგორიისთვის. ასეთ აკრძალვას მხოლოდ მაშინ აქვს აზრი, როდესაც ის ვრცელდება ყველა მრჩეველზე და არა რომელიმე კონკრეტულ ჯგუფზე, რასაც, სამწუხაროდ, არ ითვალისწინებს *MiFID II* დირექტივა. საკომისიოს აკრძალვა მხოლოდ დამოუკიდებელი მრჩეველისთვის არაპრაქტიკულია, რადგან ისინი შეეცდებიან, რომ არ დაკვალიფიცირდნენ დამოუკიდებელ მრჩეველებად. უფრო პრაქტიკული გადაწყვეტაა, მოხდეს საკომისიოს მთლიანად გასაჯაროება და საკომისიოსგან თავისუფალი რჩევის გაძლიერება.⁶³⁴ *MiFID II*-ის მიხედვით ჰონორარზე დამყარებული ინვესტორის რჩევა წარმოადგენს კონსულტაციის განსაკუთრებულ ტიპს, რომლისთვისაც, ინვესტორთათვის განკუთვნილი კონსულტაციის ზოგადი დანაწესების გარდა, განსაკუთრებული ქცევითი და ორგანიზაციული დანაწესები მოქმედებს. სადავოა, შესაძლებელი იქნება თუ არა აღნიშნული ფორმით ანაზღაურების ფორმებს შორის კონკურენციის მიზნის მიღწევა. ბანკებისთვის ჯერჯერობით არ არსებობს სტიმული საკომისიოზე დამყარებული კონსულტაციის პარალელურად ჰონორარზე დამყარებული ინვესტორთა კონსულტაციის შემოღებისთვის.⁶³⁵ ამასთან, *MiFID II*-ის ახალი მარეგულირებელი რეჟიმი დამაბნეველი ჩანს, რადგან ის შეიცავს განსხვავებას ჰონორარზე დამყარებულ „დამოუკიდებელ საფუძველზე განხორციელებულ რჩევას“ და „უფრო ფართო ან უფრო შეზღუდულ ანალიზზე დამყარებულ რჩევას“ შორის, რომელიც ასევე დამოუკიდებელ რჩევად განიხილება. ლოგიკურად, *MiFID II*-ის ავტორების სურვილს წარმოადგენდა, განესხვავებინა დამოუკიდებელი ჰონორარზე დამყარებული რჩევა და ყველა სხვა სახის არადამოუკიდებელი რჩევა, მაგრამ დირექტივის ტექსტი ვერ აღწევს ამ მიზანს დაბნეულობის შექმნის გარეშე. ცხადია, რომ საკომისიოების აკრძალვა გამოიყენება მხოლოდ მაშინ, როდესაც ინვესტორისთვის დამოუკიდებელი რჩევის მიწოდება ხორციელდება. მიუხედავად ამისა, დამოუკიდებელი რჩევა შეიძლება ეფუძნებოდეს ბაზრის

⁶³⁰ Moloney N., The Investor Model Underlying the EU's Investor Protection Regime: Consumers or Investors?, European Business Organization Law Review, Volume 13, Issue 02, June 2012, 169-193, 190.

⁶³¹ Reiter J., Methner O., Die Interessenkollision beim Anlageberater – Unterschiede zwischen Honorar- und Provisionsberatung, WM 2013 Heft 44, 2053-2059, 2058-2059.

⁶³² იქვე, 2055.

⁶³³ იქვე, 2058-2059.

⁶³⁴ იქვე, 2054.

⁶³⁵ Mühler H., Trafkowski U., Honoraranlageberatung: Regulierungsvorhaben im deutschen und europäischen Recht, Zeitschrift für Bankrecht und Bankwirtschaft (ZBB), Heft 4, August 2014, 101-114, 106.

შეზღუდულ ან ფართო ანალიზს. აღნიშნული დანაწესი საჭიროებს ESMA-ს განმარტებას.⁶³⁶ MiFID II დირექტივის მიხედვით, საკომისიოზე დაფუძნებული რჩევა განაგრძობს არსებობას.⁶³⁷

რეფორმები შეეხო ასევე „execution-only“ რეჟიმსაც (ახალი დირექტივის 25(4) მუხლი), რომელიც დღემდე ხელმისაწვდომი იყო „არაკომპლექსური“ პროდუქტების ფართო სპექტრისთვის. პროდუქტების გარკვეული კატეგორია არ შეიძლება გაიყიდოს რჩევის გარეშე. რეფორმის შედეგად მოხდა „execution-only“ რეჟიმის („არაკომპლექსური“ პროდუქტების გაყიდვა შეიძლება მოხდეს შესაბამისობისა და სათანადოობის შეფასების გარეშე) არეალის შეზღუდვა. MiFID-ის რეფორმის დროს თავდაპირველად დაისვა საკითხი „execution-only“ რეჟიმის საერთოდ გაუქმების შესახებ, თუმცა ეს იდეა უარყოფილ იქნა, როგორც ზედმეტად ინტერვენციული და კარგი ფინანსური განათლების მქონე კლიენტთა კატეგორიისთვის ძალიან ძვირი.⁶³⁸ შესაბამისად, განხორციელებულ ცვლილებებში ევროპის კომისიამ უფრო შეზღუდული მიდგომა აირჩია და მხოლოდ სტრუქტურირებული UCITS გამოირიცხა „execution-only“ რეჟიმიდან (მუხლი 25(4)(a)(iv)). აღნიშნული ხაზს უსვამს მცირე ინვესტორთა პროდუქტების ბაზრის მიმართ უფრო მკაცრი მიდგომის არჩევას⁶³⁹ მაშინ, როდესაც MiFID I ყველა UCITS-ს „არაკომპლექსური“ პროდუქტების კატეგორიაში განიხილავდა, რაც დასაშვებს ხდიდა მათ რეალიზაციას შესაბამისობისა და სათანადოობის ტესტის გარეშე, MiFID II-ი ყველა სტრუქტურირებულ UCITS⁶⁴⁰-ის „კომპლექსურ“ პროდუქტად მიიჩნევს.⁶⁴¹ შესაბამისად, სამომავლოდ, როგორც „კომპლექსურად“ კლასიფიცირებული დერივატები და ფიზიკური გარიგებები მხოლოდ საინვესტიციო რჩევის საფუძველზე იქნება ხელმისაწვდომი.

აღსანიშნავია ასევე, რომ MiFID II-ით საინვესტიციო პროდუქტების შექმნა პირველად დაექვემდებარა ხარისხის კონტროლს. 24(2) მუხლის მიხედვით, ფასიანი ქაღალდების კომპანიებმა სამომავლოდ ფინანსური პროდუქტი ისე უნდა შექმნან, რომ ის შეესაბამებოდეს მომხმარებელთა სამიზნე ჯგუფის, კატეგორიის მოთხოვნილებებსა და თავისებურებებს. ინფორმაცია გამიზნული სამიზნე ჯგუფის შესახებ უნდა მიეწოდოს ასევე პროდუქტის შემდგომ შემთავაზებლებს. პროდუქტები მხოლოდ მას შემდეგ შეიძლება ბრუნვაში

⁶³⁶Cizek B., Hradil D., Retail Distribution Review: New Paradigm for investment services regulation?, ხელმისაწვდომია: www.ssrn.com, 17.

⁶³⁷ იქვე, 22.

⁶³⁸European Commission, Commission Staff working paper, Executive Summary of the Impact Assessment Accompanying the document Proposal for a Directive of the European Parliament and of the Council Markets in financial instruments (Recast) and the Proposal for a Regulation of the European Parliament and of the Council Markets in financial instruments, SEC (2011) 1227 final, Brussels, 20.10.2011, 7.

⁶³⁹Moloney N., The Investor Model Underlying the EU's Investor Protection Regime: Consumers or Investors?, European Business Organization Law Review, Volume 13, Issue 02, June 2012, 169-193, 182-183.

⁶⁴⁰„Structured UCTIS“ განმარტება, როგორც: „UCITS which provide investors, at certain predetermined dates, with algorithm-based payoffs that are linked to the performance, or to the realization of price changes or other conditions of financial assets, indices or reference portfolios or UCITS with similar features.“, იხ. Official Journal of the European Union (2010), Article 36, Paragraph 1, Subparagraph 2.

⁶⁴¹European Commission 2011, Article 25. Vandenbroucke J., (Non-)complexity through the eyes of MIFID, Eur J Law Econ (2014) 37: 477-488, 477-478.

იქნეს ჩაშვებული, როდესაც ისინი მომხმარებელთა სამიზნე ჯგუფის ინტერესებს შეესაბამება. მომხმარებელთა ინტერესებთან შესაბამისობა ბაზარზე შემოტანის შემდეგაც რეგულარულად უნდა შემოწმდეს, ამასთან უნდა შემოწმდეს ბრუნვაში არსებული პროდუქტებიც.⁶⁴²

კრიტიკოსების აზრით, დირექტივის ახალი რედაქცია ძალიან ცოტა ღონისძიებას შეიცავს უშუალოდ მცირე ინვესტორთა დაცვის გაუმჯობესების მიმართულებით და დირექტივის რეფორმა ძირითად აქცენტს აკეთებს ბაზრის სტრუქტურის სფეროსა და ფასიანი ქაღალდებით ვაჭრობაზე.⁶⁴³

IV.1.2.3. პროდუქტის ინტერვენცია

რეფორმების ყველაზე უფრო თვალშისაცემ ელემენტს პროდუქტის ინტერვენციის რეჟიმის წარმოშობა წარმოადგენს. გლობალურ ფინანსურ კრიზისამდე არსებული ჰარმონიზებული ევროპული რეგულირება (ასევე წევრი სახელმწიფოების დანაწესები) ცდილობდა პროდუქტის ინტერვენციის თავიდან აცილებას ღიაობისა და დისტრიბუციის დანაწესების სასარგებლოდ. აღნიშნულის მიზეზს წარმოადგენს ის რისკი, რომელიც პროდუქტის დისტრიბუციასთან არის დაკავშირებული. ეს მოიცავს არბიტრაჟს, საფრთხეს ინოვაციასა და ინვესტორის არჩევანისთვის, და ე.წ. „moral hazard“-ს. მნიშვნელოვანია ასევე, კავშირი პროდუქტის ინტერვენციასა და ზედმეტ რეგულირებას შორის.

პროდუქტის ინტერვენციის უფლებამოსილებები გათვალისწინებულია დირექტივაში, მაგრამ არსებითი რეგულირება მოცემულია *MiFIR*-ში. *MiFID II*-ს შემოაქვს პროდუქტის მართვის ახალი რეჟიმი, რომელიც მოიცავს პროდუქტის შექმნის პროცესის მარეგულირებელ ზედამხედველობას და მიზნად ისახავს საინვესტიციო კომპანიების მიერ რისკიანი საინვესტიციო პროდუქტების შექმნისთვის ხელის შეშლას. ამასთან, დირექტივა შეიცავს პროდუქტის ინტერვენციის სხვადასხვა მექანიზმს, რომელიც მიმართულია თვითონ პოტენციური საფრთხის შემცველი პროდუქტებისკენ (მუხლი 9(3); 16(3); 71(2)).⁶⁴⁴ ანუ, დირექტივა ახდენს არაპირდაპირი პროდუქტის კონტროლის მექანიზმის, საინვესტიციო კომპანიებისთვის პროცესზე დამყარებული ორგანიზაციული მოთხოვნების დადგენისა და პროდუქტის პირდაპირი კონტროლისა და პროდუქტის აკრძალვის მექანიზმის კომბინირებას. ეს ახალი რეჟიმი მნიშვნელოვნად განსხვავდება გლობალურ ფინანსურ კრიზისამდე არსებული ინფორმაციული პარადიგმისგან და არსებით სიახლეს წარმოადგენს წევრი სახელმწიფოების კერძო სამართლის სისტემისთვის.⁶⁴⁵ კრიზისის წინა პერიოდის ინფორმაციულ პარადიგმაზე დაფუძნებული საინვესტიციო მომსახურების მარეგულირებელი ევროპული რეჟიმი მნიშვნელოვნად არ ერეოდა თვითონ გადაწყვეტილების მიღებაში და არც

⁶⁴²Möllers T. M.J., Poppele M.C., Paradigmenwechsel durch MiFID: II divergierende Anlegerleitbilder und neue Instrumentarien wie Qualitätskontrolle und Verbote, ZGR 2013, 437-481, 453.

⁶⁴³Balling M., Lierman F., Van den Spiegel F., Ayadi R., Llewellyn D.T., New Paradigms in Banking, Financial Markets and Regulation?, SUERF Study 2012/2, Vienna 2012, 212-214.

⁶⁴⁴Cherednychenko O.O., Financial Consumer Protection in the EU: Towards a Self-Sufficient European Contract Law for Consumer Financial Services?, ERCL 2014, 10 (4), 476-495, De Gruyter, 484.

⁶⁴⁵იქვე, 485.

მცირე ინვესტორებისთვის მიწოდებულ პროდუქტებს განიხილავდა. ის ფართოდ ეფუძნებოდა საინფორმაციო და შესაბამისობის დანაწესებს, რათა უზრუნველყო მცირე ინვესტორების კარგად ინფორმირება და აღჭურვა, რომლებიც შეიძლებდნენ კარგი საინვესტიციო გადაწყვეტილებების მიღებას საკუთარი თავისთვის.⁶⁴⁶

რაც შეეხება რეგულაციას, *MiFIR*-ის პირველი მუხლის პირველი პუნქტის „ე“ ქვეპუნქტის მიხედვით, ის ეხება კომპეტენტური ორგანოების პროდუქტის ინტერვენციის უფლებამოსილებებს. პროდუქტის ინტერვენციის უფლებამოსილებები ემსახურება ინვესტორთა დაცვას, ფინანსური ბაზრების სათანადო ფუნქციონირების, ინტეგრირებულობის უზრუნველყოფასა და ფინანსური სისტემის სტაბილურობას. რეგულირების VII კარის პირველი თავის (მუხლები 39-43) მიხედვით, *ESMA*-სთან კოორდინაციის შედეგად, ნაციონალურ ზედამხედველებს უფლება ექნებათ აკრძალონ კონკრეტული პროდუქტები, მომსახურება ან პრაქტიკა, აკრძალონ ან შეზღუდონ ფინანსური ინსტრუმენტის მარკეტინგი ან გაყიდვა, თუ საფრთხე ექმნება ინვესტორთა დაცვას, ფინანსურ სტაბილურობას ან ბაზრების ნორმალურ ფუნქციონირებას (მუხლი 42). აღნიშნული უფლებამოსილებები შეიძლება გამოყენებულ იქნეს, როდესაც არსებული ევროპული დანაწესები არ არის საკმარისი იმ რისკების თავიდან ასაცილებლად, რომლებიც საფრთხეს უქმნის ინვესტორთა დაცვას, ფინანსურ სტაბილურობას ან ბაზრების ნორმალურ ფუნქციონირებას და ეს რისკები ვერ იქნება თავიდან აცილებული ზედამხედველობის თუ აღსრულების გაუმჯობესებით. აღნიშნული მიზნით განხორციელებული ქმედებები პროპორციული უნდა იყოს აღმოჩენილი რისკების, ინვესტორთა ან ბაზრის მონაწილეთა გათვითცნობიერებულობის დონის და ინვესტორებსა და ბაზრის მონაწილეებზე ამ ქმედებების შედეგების მიმართ. განხორციელებულ ღონისძიებებს არ უნდა ჰქონდეს დისკრიმინაციული გავლენა სხვა წევრი სახელმწიფოს ფინანსურ მომსახურებებსა და საქმიანობაზე. ცვლილებები ასევე უფლებამოსილებას ანიჭებს *ESMA*-ს მსგავს შემთხვევებში ჩაერიოს ნაციონალურ ბაზრებზე, ფინანსური ინსტრუმენტის მარკეტინგის ან გაყიდვის დროებით აკრძალვის გზით და ამასთან ანიჭებს *ESMA*-ს კოორდინაციის უფლებამოსილებას ნაციონალური ორგანოების აკრძალვის უფლებამოსილებებთან დაკავშირებით (მუხლი 40).⁶⁴⁷

ზემოთ განხილული ცვლილებები პროდუქტის რეგულირების მიმართულებით ინვესტორთა დაცვის სამართლის ახალ მარეგულირებელ აქცენტს წარმოადგენს.

თუ *MiFID II* საჭიროებს ნაციონალურ სამართალში იმპლემენტაციას, *MiFIR* პირდაპირ, სავალდებულოდ გამოსაყენებელი იქნება ევროპის კავშირის წევრ ქვეყნებში და არ საჭიროებს იმპლემენტაციას ნაციონალურ სამართალში.

⁶⁴⁶Cherednychenko O.O., Freedom of Contract in the Post-Crisis Era: Quo Vadis?, ERCL 2014, 10(3), 390-421, De Gruyter, 396.

⁶⁴⁷MiFID II Regulation Proposal, art 31, 33. Moloney N., The Investor Model Underlying the EU's Investor Protection Regime: Consumers or Investors?, European Business Organization Law Review, Volume 13, Issue 02, June 2012, 169-193, 181-182.

აღნიშნული ამცირებს დანაწესების განსხვავებული ინტერპრეტაციის საფრთხეს მათი გამოყენებისა და აღსრულების დროს.⁶⁴⁸

MiFIR-ის მიერ პროდუქტის ინტერვენციის უფლებამოსილებების შემოღების გამომწვევ მიზეზს წარმოადგენს გლობალური ფინანსური კრიზისის შედეგად გამოვლენილი ფაქტი, რომ ფინანსური პროდუქტების რეგულირება ევროპულ დონეზე, რომელიც აქამდე ძირითადად მიმართული იყო ფართო გამჭვირვალობის დანაწესების შექმნისკენ, ზოგიერთ სიტუაციაში არ არის საკმარისი, რათა თავიდან აიცილოს ინვესტორთა დაცვისთვის, ფინანსური ბაზრებისა და ფინანსური სტაბილურობისთვის შექმნილი საფრთხეები. შესაბამისად, დაიწყო ე.წ. „*Point of Sale*“ (გაყიდვის მომენტის) პროდუქტის რეგულირებასთან ერთად (მაგალითად, განმარტებისა და ღიაობის ვალდებულებების მეშვეობით), მარეგულირებელი აქცენტის პროდუქტის დისტრიბუციის ჯაჭვის დონეზე (მწარმოებლების პასუხისმგებლობა პროდუქტის დიზაინის პროცესში, საბაზრო ტესტირება, სტრეს-ტესტირება, თანამშრომელთა ტრენინგი, დისტრიბუციის არხის არჩევა) გადატანა⁶⁴⁹ პროდუქტის პირდაპირი კონტროლის შემოღების გზით. ასეთი მიდგომა უკვე ხორციელდება ზოგიერთი წევრი სახელმწიფოს მიერ ნაციონალურ დონეზე, განსაკუთრებით დიდ ბრიტანეთში.⁶⁵⁰

მიუხედავად ზემოთ აღნიშნულისა, პროდუქტის ინტერვენციის სტრატეგიაც შეიცავს პოტენციურ პრობლემებს. ამ ახალი უფლებამოსილების შემოღებამ შეიძლება გამოიწვიოს წევრი სახელმწიფოების მხრიდან მის მიმართ ამბიციური მიდგომა. ახალი მექანიზმი შეიძლება უფრო მიმზიდველად იქნეს მიჩნეული და მაშინ, როდესაც ეს უფლებამოსილება შექმნილია როგორც „*last resort*“ (უკიდურესი საშუალება) უფლებამოსილება, რეალურად მოხდეს მისი გადამეტებული გამოყენება.⁶⁵¹ მარეგულირებელმა სიფრთხილე უნდა გამოიჩინონ პროდუქტის ინტერვენციის განხორციელებამდე, რადგან ამან შეიძლება მნიშვნელოვანწილად შეაფერხოს ფინანსური ინოვაცია და პროდუქტის განვითარება. ინვესტიცია აუცილებლად შეიცავს რისკს. პროდუქტის კომპლექსურობა და სტრუქტურირებული პროდუქტების ინდიკატორები აუცილებლად არ არის ზიანის გამომწვევი. თუ პროდუქტი ერთნაირად ესმით მწარმოებლებსა და დისტრიბუტორებს, პროდუქტი ფუნქციონირებს სამიზნე ბაზრის საუკეთესო ინტერესში და ინვესტორი სრულად ეთანხმება რისკებს, რომელიც ზუსტად არის მისთვის ახსნილი, კომპლექსურობა არ უნდა აიკრძალოს.⁶⁵² კომპლექსურობა მხოლოდ მაშინ

⁶⁴⁸ *Clausen N.J., Sorensen K.A.*, Reforming the Regulation of Trading Venues in the EU under the Proposed MiFID II – Levelling the Playing Field and Overcoming Market Fragmentation, ECFR 2012, 275-306, 280-281.

⁶⁴⁹ *Willemaers G. S.*, Client protection on European Financial Markets – from Inform Your Client to Know Your Product and beyond: an assessment of the PRIPs Regulation, MiFID II/MiFIR and IMD 2, ხელმისაწვდომია: www.ssrn.com, 19.

⁶⁵⁰ *Cahn A., Muehler H.*, Produktintervention nach MiFID II Eingriffsvoraussetzungen und Auswirkungen auf die Pflichten des Vorstands von Wertpapierdienstleistungsunternehmen, BKR 2013 Heft 2, 45-55, 45.

⁶⁵¹ *Moloney N.*, The Investor Model Underlying the EU’s Investor Protection Regime: Consumers or Investors?, European Business Organization Law Review, Volume 13, Issue 02, June 2012, 169-193, 191.

⁶⁵² *Willemaers G. S.*, Client protection on European Financial Markets – from Inform Your Client to Know Your Product and beyond: an assessment of the PRIPs Regulation, MiFID II/MiFIR and IMD 2,

შეიძლება იქნეს სათანადოდ რეგულირებული, როდესაც ფინანსური პროდუქტების კომპლექსურობის თანმიმდევრული და ობიექტური დეფინიცია არსებობს. ასეთი დეფინიცია არ არსებობს, რადგან კომპლექსურობა არ არის ფინანსური პროდუქტის ნამდვილი, ობიექტური მახასიათებელი, არამედ ის დამოკიდებულია ინვესტორის განათლებასა და აღქმებზე, შესაბამისად არის სუბიექტური. მარეგულირებელი ჩარჩოს ფარგლებში განსხვავება კომპლექსურ და არაკომპლექსურ პროდუქტებს შორის ხდება მხოლოდ პირდაპირი ჩამონათვალის საფუძველზე.⁶⁵³ შესაბამისად, პროდუქტის კლასიფიკაცია, როგორც (ძალიან) კომპლექსური ან არაკომპლექსური, განსხვავდება სხვადასხვა რეგულირებების მიხედვით და ყოველთვის არ არის ეკონომიკურად გასაგები.⁶⁵⁴ აღიქვამს თუ არა ინვესტორი კონკრეტულ ფინანსურ პროდუქტს კომპლექსურად, დამოკიდებულია მხოლოდ მის ცოდნასა და გამოცდილებაზე. მცირე ინვესტორის გადმოსახედიდან თითქმის ყველა საინვესტიციო პროდუქტი შეიძლება კომპლექსურად იქნეს მიჩნეული და, პირიქით, პროფესიონალი ინვესტორები საინვესტიციო პროდუქტების უმრავლესობას კვალიფიკაციის მიხედვით არაკომპლექსურთან აიგივებენ. შესაბამისად, შეუძლებელია მარეგულირებლებს, ემიტენტებსა და ინვესტორებს შორის კომპლექსურობის ერთი და თანმიმდევრული დეფინიციის პოვნა.⁶⁵⁵ ნებისმიერმა ცვლილებამ უნდა გაითვალისწინოს ის ფაქტი, რომ კომპლექსურობა აუცილებლად არ ნიშნავს უფრო მეტ რისკს. მიზანს უნდა წარმოადგენდეს იმის კონტროლი, შეესაბამება თუ არა პროდუქტი ინვესტორის მაქსიმალური რისკის, რისკის ზღვარის დონის გაგებას, რომელიც საბოლოოდ მათ უნდა ატარონ. დაუშვებელია, რეგულირება ჩაერიოს ინვესტირების ყველა ასპექტში და დაადგინოს თუ რისკის რა დონის ტარება სურთ ინვესტორებს.⁶⁵⁶

პრობლემას წარმოადგენს ასევე ის, რომ გაურკვეველია როგორ განიმარტება ინვესტორთა დაცვა პროდუქტის ინტერვენციის უფლებამოსილების წარმოშობის კონტექსტში. ინვესტორთა დაცვისთვის საფრთხე შეიძლება უკავშირდებოდეს პროდუქტის სპეციფიკურ თავისებურებებს, მაგალითად მის კომპლექსურობას ან დანაკარგების რისკს. ინვესტორთა დაცვისთვის საფრთხე შეიძლება ასევე გამომდინარეობდეს იქიდან, რომ პროდუქტის გაყიდვის პროცესში მოქმედი ქცევის

ხელმისაწვდომია: www.ssrn.com, 20.

⁶⁵³ მაშინ, როდესაც მაგალითად ზოგიერთი კომპლექსური UCITS ფონდების სტრუქტურები, (ჰიჯ-ფონდები (Newcits) ან სტრუქტურირებული ფონდები) განიხილებოდა MiFID-ის მიერ როგორც არაკომპლექსური, მარტივი სტრუქტურირებული პროდუქტები კლასიფიცირებულია, როგორც აუცილებლად კომპლექსური. თუმცა, პროდუქტის ამ ორივე კატეგორიას აქვს მსგავსი მოგებისა და სარგებელის პროფილი ინვესტორებისთვის, მიუხედავად სამართლებრივ სტრუქტურაში, აგებულიაში არსებული განსხვავებებისა, ეს პროდუქტები ძალიან მსგავსია ერთმანეთის საინვესტიციო სტრატეგიისა და კომპლექსურობის მიმართულებით (Becker M., Döhrer B., Johanning L., Considerations to improve Investor Protection: Transparency versus Complexity of Financial Products, Discussion Paper, WHU, May 2012, 1-20, 4-5).

⁶⁵⁴ Becker M., Döhrer B., Johanning L., Considerations to improve Investor Protection: Transparency versus Complexity of Financial Products, Discussion Paper, WHU, May 2012, 1-20, 4-5.

⁶⁵⁵ იქვე 6.

⁶⁵⁶ Centre for European Policy Studies, *MiFID 2.0: Casting new light on Europe's Capital Markets*, Report of the ECMI-CEPS Task Force on the MiFID Review, Brussels, 2011, 10.

ვალდებულებები (მაგალითად მომხმარებელთა ინფორმაციასთან მიმართებით) ან არ იცავენ, ან არასაკმარისად იცავენ ინვესტორებს. ასევე არ არის ცხადი, ჩარევის, ინტერვენციის უფლებამოსილება მხოლოდ მაშინ წარმოიშობა, როდესაც ინვესტორთათვის საფრთხის შემქმნელმა ქცევამ ან პრაქტიკამ მნიშვნელოვან დონეს მიაღწია, თუ ერთეული შემთხვევა უკვე საკმარისია ჩარევის დასასაბუთებლად. თუ ჩარევის ამ საფუძველს შევადარებთ ჩარევის სხვა წინაპირობებს, მაშინ ჩარევის უფლებამოსილებას უნდა ჰქონდეს მაღალი წინაპირობები და, სავარაუდოდ, ინვესტორთა დაცვისთვის მხოლოდ ისეთი საფრთხე უნდა იყოს უფლებამოსილების დამასაბუთებელი, რომელიც ინვესტორთა ნდობის დაკარგვას იწვევს და ამ გზით საფრთხეს ქმნის ფინანსური ბაზრების ფუნქციონირებისთვის. როდესაც მხოლოდ ინვესტორთა ძალიან პატარა ჯგუფს ადგება ზიანი და არ იქმნება ზიანი ინვესტორთა ფართო პუბლიკისთვის, ეს არ ქმნის ჩარევის უფლებამოსილების წინაპირობას. ასეთი ინსტიტუციურ ინვესტორთა დაცვაზე დამყარებული გაგება გამართლებულია იმითაც, რომ დანაწესები მოითხოვს არა საფრთხეს ინვესტორებისთვის, არამედ საფრთხეს ინვესტორთა დაცვისთვის. ლოგიკურად ასეთი მიდგომის აღიარება საჭიროა, რათა არ მოხდეს ინოვაციისა და ბაზრის ფუნქციონირების „ჩახუთვა“ რეგულირებით, მაგრამ გარკვეულწილად ეს კომპრომისია ძლიერი ინვესტორთა დაცვის მიმართ, რადგან ეს დანაწესი ვერ უზრუნველყოფს მცირე ინვესტორთა დაცვას. ჩარევის უფლებამოსილების წარმოშობისთვის უფრო დიდი საფრთხე არის საჭირო, ვიდრე საფრთხე მათი კონკრეტული ინტერესებისთვის. ამ მიმართულებით ძალიან ძნელია სწორი ბალანსის პოვნა.⁶⁵⁷

2014 წლის 12 ივნისს, ფინანსური ინსტრუმენტების ბაზრების შესახებ დირექტივა (*Directive 2014/65/EU-MiFID II*), რომელიც აუქმებს 2004/39/EC დირექტივას, და ფინანსური ინსტრუმენტების ბაზრების რეგულაცია (*Regulation (EU) No 600/2014- MiFIR*) გამოქვეყნებული იქნა ევროპის კავშირის ოფიციალურ ჟურნალში. *MiFID II* და *MiFIR* ძალაში შევიდა 2014 წლის 2 ივლისს. წევრ სახელმწიფოებს ეძლევათ ორწლიანი ვადა ახალი დანაწესების იმპლემენტაციისთვის, რომლებიც ძალაში შევა 2017 წლის იანვრიდან.⁶⁵⁸ *MiFID II* დირექტივის 93-ე მუხლის მიხედვით, წევრმა სახელმწიფოებმა იმპლემენტაციის მიზნით ნაციონალური საკანონმდებლო აქტების მიღება და გამოქვეყნება უნდა განახორციელონ 2016 წლის 2 ივლისამდე, რომელთა გამოყენებაც უნდა მოხდეს 2017 წლის 3 იანვრიდან. *MiFIR*-ის 55-ე მუხლის მიხედვით, რეგულაცია გამოსაყენებლად სავალდებულოა 2017 წლის 3 იანვრიდან.

უნდა აღინიშნოს, რომ *MiFID*-ის რეფორმის შედეგადაც მრავალი კითხვა პასუხგაუცემელი დარჩა. მიუხედავად იმისა, რომ ინვესტორთა კონსულტაციასთან დაკავშირებული ზოგიერთი დანაწესი უკვე

⁶⁵⁷ Cahn A., Mächler H., Produktintervention nach MiFID II Eingriffsvoraussetzungen und Auswirkungen auf die Pflichten des Vorstands von Wertpapierdienstleistungsunternehmen, BKR 2013 Heft 2, 45-55, 48-49.

⁶⁵⁸ European Commission, Commission staff working document: Economic review of the Financial Regulation Agenda, accompanying the document Communication from the Commission to the European Parliament, the Council, the European Economic and Social Committee and the Committee of the Regions: a reformed financial sector for Europe, Brussels, 15.05.2014, SWD (2014) 158 final, 154.

ინტეგრირებულია წვერი სახელწიფოების ნაციონალურ სამართალში, *MiFID II*-ის იმპლემენტირება მაინც მნიშვნელოვან ხარჯებს გამოიწვევს კომპანიებისთვის. რამდენად ღრმა იქნება *MiFID II*-ის გავლენა პრაქტიკაში ფინანსური ინსტრუმენტების გაყიდვაზე, მხოლოდ დირექტივის ნაციონალურ სამართალში იმპლემენტაციისა და დელეგირებული სამართლებრივი აქტებისა და ტექნიკური სტანდარტების შემუშავების შემდეგ გახდება ცხადი. მიუხედავად იმისა, რომ *MiFID II*-ი შეიძლება განხილულ იქნეს, როგორც კიდევ ერთი ნაბიჯი ინვესტორთა დაცვის მიმართულებით, ის მაინც შორს არის ოპტიმალური რეგულირებისგან.⁶⁵⁹

IV.2. რეფორმის შეფასება მიმდინარე ეტაპზე

Keep Calm Europe!

ყოველივე ზემოთ აღნიშნულის შემდეგ ლოგიკურად ისმის შემდეგი კითხვები: მიგვიყვანა თუ არა ფინანსურმა კრიზისმა და იმის აღიარებამ, რომ ინვესტორებს შეზღუდული რაციონალურობა ახასიათებთ, მცირე ინვესტორთა დაცვის სფეროში ახალი მიდგომების ჩამოყალიბებამდე? უკეთ არიან თუ არა მცირე ინვესტორები დაცულნი ახლა? ამჟამად, ევროპაში მიმდინარე დისკუსიაში მთავარია იმის დადგენა: შეუძლიათ თუ არა განხორციელებულ რეფორმებსა და ახალ დანაწესებს სრულად მოაგვარონ, დაძლიონ ის ნაკლოვანებები, რომლებიც გამოვლინდა გლობალური ფინანსური კრიზისის შედეგად. ძალიან დიდი განსხვავებაა იმას შორის, თუ რა ვარაუდი დევს ფინანსური მოდელში ინდივიდუალური ინვესტორების ქცევის შესახებ და როგორია ეს ქცევა რეალურად.⁶⁶⁰

რთულია რეფორმების წარმატების პოტენციალის წინასწარ პროგნოზირება. არ არსებობს ერთმნიშვნელოვანი პასუხი კითხვაზე: შეუძლიათ თუ არა ამ რეფორმებს მიაღწიონ დასახულ მიზნებს და უფრო რადიკალური მიდგომა შემოგვთავაზონ ინვესტორთა დაცვის გაუმჯობესების მიმართულებით? გატარებული რეფორმების ეფექტიანობა და შესაბამისობა დრომ და პრაქტიკულმა გამოყენებამ უნდა შეამოწმოს, გამოსცადოს და დაასაბუთოს, მით უმეტეს, რომ რეფორმირების პროცესი ჯერ კიდევ არ დამთავრებულია. მთლიანობაში შეიძლება ითქვას, რომ რეფორმები ნამდვილად წარმოადგენს ნაბიჯს სწორი მიმართულებით და ევროპის კავშირი ეტაპობრივად ახდენს გლობალური ფინანსური კრიზისის მნიშვნელოვანი გაკვეთილების გათვალისწინებას.

გლობალური ფინანსური კრიზისის შემდგომ ევროპის კავშირმა განახორციელა რამდენიმე მნიშვნელოვანი რეფორმა მცირე ინვესტორთა ბაზრების სფეროში: *MiFID II*-ის გაძლიერებული ღიაობა; *MiFID II*-ისა და *MiFIR*-ის მიერ პროდუქტის ინტერვენციის მექანიზმის შემოღება; 2010 წლის ემისიის პროსპექტის დირექტივის პროსპექტის რეზიუმე; *PRIIPs*-ის

⁶⁵⁹ *Buck-Heeb P.*, Anlageberatung nach der MiFID II, Zeitschrift für Bankrecht und Bankwirtschaft (ZBB), Heft 4, August 2014, 221-232, 232.

⁶⁶⁰ *Merkle C., Weber M.*, Do Investors put their Money where their Mouth is? Stock Market Expectations and Investing Behavior, Journal of Banking and Finance 46 (2014), 372-386, 372.

პორიზონტალური რეფორმა, თუმცა რეფორმები კვლავ შეიცავს რამდენიმე პრობლემას რომელთა გადაჭრა აუცილებელია ინვესტორთა დაცვის უფრო სამიედო დონის მისაღწევად. მომდევნო ქვეთავებში განხილულია რეფორმების შემდეგ დარჩენილი პრობლემური საკითხები.

IV.2.1. „საშუალო მცირე ინვესტორის“, როგორც ინფორმაციული დიაობის მექანიზმის სუბიექტის ბუნდოვანი გაგების პრობლემა

რეფორმების პროცესში ევროპელი მარეგულირებელი საუბრობს „საშუალო მცირე ინვესტორის“ ბუნდოვან ცნებაზე ისე, რომ არ გეთავაზობს ახსნას თუ ვინ არის ეს ინვესტორი და რა უნარებით არის იგი აღჭურვილი. *BME* კვლევის მიერ წარმოდგენილ მტკიცებულებებზე დაყრდნობით, რომელიც ადგენს ევროპის კავშირის წევრ ქვეყნებში მცირე ინვესტორთა ბაზრების ფრაგმენტირებულ ხასიათსა და საინვესტიციო ქცევის ერთმანეთისაგან განსხვავებულ მაგალითებს, შეიძლება ითქვას, რომ ამ ეტაპზე საერთოდ არ არის გამართლებული „საშუალო მცირე ინვესტორზე“ საუბარი. ინვესტორებს, რომლებსაც ძალიან მწირი ფინანსური განათლება აქვთ, უჭირთ გაიგონ და გამოიყენონ ინფორმაცია, რომელსაც ისინი იღებენ ფინანსური მომსახურების შესყიდვის დროს, რადგან, როგორც წესი, ეს ინფორმაცია მომზადებულია „საშუალო მომხმარებლის“ ცნებაზე დაყრდნობით და არა დაბალი ფინანსური განათლების მქონე ინვესტორის პროფილის გათვალისწინებით.⁶⁶¹ პრობლემას ვერ გადაჭრის გამარტივებული საკვანძო ინფორმაციის არსებობაც. ე.წ. **საბაზისო, საკვანძო ინფორმაციის** კომპლექსურობა მრავალი ინვესტორისთვის ინფორმაციულ გადატვირთვას უტოლდება. მიუხედავად იმისა, რომ არსებობს გაგების, სიცხადის მოთხოვნა. სიცხადე განიმარტება „საშუალო ინვესტორის“ უნარების შესაბამისად და არ არის დამოკიდებული ყოველი ინვესტორის ცოდნის ინდივიდუალურ დონეზე. ანუ ინვესტორები, რომლებსაც ამ საშუალო ინვესტორზე დაბალი უნარები აქვთ დაუცველნი რჩებიან. ამასთან, სიცხადის მოთხოვნის დარღვევა კვლავ არასანქცირებული რჩება. იმის დასამტკიცებლად, რომ მიწოდებული ინფორმაცია გაუგებარი იყო საშუალო ინვესტორისთვის, საჭიროა, პირველ რიგში, ამ საშუალო ინვესტორის დეფინიცია, რაც პრაქტიკულად შეუძლებელია.⁶⁶² **სადისერტაციო ნაშრომში ჩამოყალიბებული პოზიციით, გამართლებულია ფასიანი ქაღალდების დიაობის ევროპული რეგულირების მიზანი, რომელიც ცდილობს შექმნას სტრატეგია მცირე ინვესტორების საინვესტიციო გადაწყვეტილებების გაუმჯობესებისთვის, მაგრამ ამ მიზნის მიღწევისთვის მარეგულირებელი პოლიტიკა პირდაპირ უნდა იყოს მიმართული ინვესტორთა გადაწყვეტილებების გაუმჯობესებაზე ფინანსური განათლების გაუმჯობესების გზით და არა უბრალოდ ცდილობდეს გახადოს დიაობა უფრო მეტად გასაგები.⁶⁶³ გახადო საშუალო ინვესტორი უკეთესად ინფორმირებული საინვესტიციო გადაწყვეტილების**

⁶⁶¹Commission, *Green Paper on Retail Financial Services*, COM(2007) 226, Brussels, 2007, 15.
⁶⁶²Möllers T. M.J., Poppele M.C., Paradigmenwechsel durch MiFID: II divergierende Anlegerleitbilder und neue Instrumentarien wie Qualitätskontrolle und Verbote, ZGR 2013, 437-481, 458-459.
⁶⁶³Franco J. A., A Consumer Protection Approach to Mutual Fund Disclosure and the Limits of Simplification, March 23, 2010, ხელმისაწვდომია: www.ssrn.com, 2.

მიღების დროს, როგორც ღიაობის ევროპული რეგულირების მთავარი მიზანი, ვერ ითვალისწინებს უფრო მნიშვნელოვან მიზანს – ღიაობა, როგორც ინვესტორის დამცავი საშუალება. ღიაობის მექანიზმმა სტიმული უნდა მისცეს ინვესტორს, გააკეთოს უკეთესი და უფრო რაციონალური საინვესტიციო არჩევანი და არა უბრალოდ შეთავაზოს ინვესტორს შესაძლებლობა უფრო მეტად ინფორმირებული არჩევანის გაკეთებისა.⁶⁶⁴ როგორც ჩანს, ევროპის კავშირის ინფორმაციული ღიაობის სტრატეგია ასკვნის, რომ გამარტივებული ინფორმაციის არარსებობა არის თავდაპირველი დამაბრკოლებელი ფაქტორი ინვესტორთა გადაწყვეტილებების ხარისხის გაუმჯობესებისთვის.

IV.2.2. ინფორმაციული ღიაობისა და ინფორმაციის სტანდარტიზების საზღვრები

გლობალური ფინანსური კრიზისის შემდგომ გატარებულ რეფორმაში შეინიშნება პირველი ნაბიჯები ინფორმაციული მოდელიდან უფრო მეტად ინტერვენციულ რეგულირებაზე გადასვლისა. ნელ-ნელა ხდება ისეთი ღონისძიებების გამოყენება, რომლებიც პირდაპირ ერევა კაპიტალის ბაზარზე პროდუქტების შეთავაზებასა და მომსახურების გაწევაში და აღარ შემოიფარგლება ბაზარზე არსებული შემოთავაზებების შესახებ ამომწურავი ინფორმაციის შექმნით. ინტერვენციულ რეგულირებაზე გადასვლის მაგალითია პროდუქტის აკრძალვის შესაძლებლობა. მას ითვალისწინებს *MiFID II*, რომელიც უფრო კონკრეტულ აქცენტს აკეთებს პროდუქტის ინტერვენციაზე.⁶⁶⁵ ამასთან, ევროპელი მარეგულირებლის მიერ გლობალური ფინანსური კრიზისის შემდგომ განხორციელებულ რეფორმებში კონცენტრაციის მოხდენა ინფორმაციის გამარტივებასა და სტანდარტიზებაზე, პროსპექტის რევიზიის შემოღება, მაგალითია იმისა, რომ მარეგულირებელი ნელ-ნელა შორდება რაციონალური ინვესტორის სახეს, აღჭურვის მოდელს, აღიარებს არსებულ კოგნიტიურ შეზღუდვებს და იმას, რომ მცირე ინვესტორები ხშირად საერთოდ არ კითხულობენ მიწოდებულ გრძელ პროსპექტებს. შესაბამისად, არ არის საკმარისი, რომ რეგულირებამ მოითხოვოს მცირე ინვესტორების მხოლოდ ყველა ინფორმაციით აღჭურვა, საჭიროა მიწოდებული ინფორმაციის გაგება. მცირე ინვესტორებს არა აქვთ დრო, სურვილი, ხშირად არც უნარი, რომ წაიკითხონ, გადაამუშაონ და სწორად გამოიყენონ მათთვის მიწოდებული ინფორმაცია.⁶⁶⁶

მიუხედავად იმისა, რომ გლობალური ფინანსური კრიზისის შემდეგ ევროპულ რეფორმებში შეინიშნება მცირე ინვესტორთა ბაზრების დიზაინის მიმართ უფრო ინტერვენციულ მიდგომაზე გადასვლის ტენდენცია და ღიაობაზე დამყარებული წესების ნელ-ნელა ცვლილება,⁶⁶⁷ ფართო ღიაობის

⁶⁶⁴ *Franco J. A.*, A Consumer Protection Approach to Mutual Fund Disclosure and the Limits of Simplification, March 23, 2010, ხელმისაწვდომია: www.ssrn.com, 7.

⁶⁶⁵ *Schelling H.*, Vergütungssysteme und Interessenkonflikte in der Anlageberatung, Eine Studie zum europäischen, deutschen und englischen Recht, Berlin, 2013, 318.

⁶⁶⁶ *Willemaers G. S.*, The EU Issuer Disclosure Regime: Objectives and Proposals for Reform, Kluwer Law International, Brussels, 2011, 284.

⁶⁶⁷ *Möllers T. M.J.*, Investor Protection in the System of Capital Markets Law: Legal Foundations and Outlook, N.C. J. INT'L L. & COM. REG., Volume 36, Issue 1, Fall 2010, 57-84, 67.

და ინვესტორების რაციონალურობის პრეზუმფციის თავდაპირველი მოდელი, თუმცა სუსტდება, მაინც შენარჩუნებულია. მარეგულირებლები სრულად ვერ აცნობიერებენ ღიაობის საშუალების საზღვრებს. გლობალური ფინანსური კრიზისის შემდგომ კვლავ შენარჩუნებულია პოლიტიკური უპირატესობის მინიჭება ღიაობის, როგორც ინვესტორთა დაცვის მთავარი მარეგულირებელი მექანიზმის, მიმართ.⁶⁶⁸ ამის მაგალითია პროსპექტის დირექტივის მცირე ინვესტორთა რეზიუმეს რეფორმა; *PRIIPs* რეფორმა, *UCITS KIID* და *MiFID II*, რომელიც შეიცავს პერიოდული ანგარიშგების გაზრდილ ვალდებულებებს და შესაბამისობის ანგარიშს.⁶⁶⁹ სამწუხაროდ, ღონისძიებების პოლიტიკური მიმზიდველობა ყოველთვის არ ასახავს მისი მნიშვნელობისა და შესაბამისობის, მიზანშეწონილობის დონეს.

ბუნდოვანი ფორმულა: „ინვესტორთა დაცვის დონის გაზრდა საკმარისი და ადეკვატური ინფორმაციის მიწოდების უზრუნველყოფის გზით, რაც შესაძლებელს ხდის ინფორმირებული საინვესტიციო გადაწყვეტილების მიღებას“,⁶⁷⁰ რომელიც ინვესტორთა ინფორმაციის აღჭურვის ევროპული რეჟიმის საფუძველია და წარმოადგენს მცირე ინვესტორთა ღიაობის მარეგულირებელი ევროპული რეჟიმის უცვლელ მიზანს, გლობალური ფინანსური კრიზისის შემდგომ განხორციელებული რეფორმების ლაიტმოტივად რჩება. ეს ფორმულა კვლავ გვხვდება *UCITS IV recital 59*-ში, რომელიც მოითხოვს ინვესტორებისთვის საკვანძო ინფორმაციის მიწოდებას რათა დაეხმაროს მათ ინფორმირებული საინვესტიციო გადაწყვეტილების მიღებაში; ემისიის პროსპექტის შესახებ დირექტივის მე-5 მუხლში, რომელიც მოითხოვს, რომ პროსპექტის რეზიუმეს ფორმატი და შინაარსი შეიცავდეს საკვანძო ინფორმაციას, რათა შესაძლებელი გახდეს ინვესტორმა მიიღოს ინფორმირებული საინვესტიციო გადაწყვეტილებები და შეადარონ ფასიანი ქაღალდები სხვა საინვესტიციო პროდუქტებს; *KID*-ის რეგულაციაში (*recital 15*), რომელიც მოითხოვს, რომ მცირე ინვესტორებს უნდა მიეწოდოთ ინფორმაცია, მათთვის საჭიროა ინფორმირებული საინვესტიციო გადაწყვეტილებების მისაღებად. შესაბამისად, რეფორმების შემდეგ შექმნილი დანაწესები მოითხოვს საკვანძო ინფორმაციის მიწოდებას მოკლე, ლაკონური სახით არატექნიკურ ენაზე, რათა გასაგები იყოს საშუალო ან ტიპური მცირე ინვესტორისთვის და შესაძლებლობა მიცეს მას, გაიგოს პროდუქტის ძირითადი მახასიათებლები, ადვილად შეადაროს ისინი ერთმანეთს და მიიღოს ინფორმირებული საინვესტიციო გადაწყვეტილება.

მიუხედავად წლების განმავლობაში განხორციელებული მცდელობებისა, პრობლემას წარმოადგენს ის, რომ ევროპამ ვერ შექმნა „რეცეპტი“ ამ მიზნების მიღწევისთვის. რა არის არსებული რეჟიმის მთავარი ნაკლოვანებები? რა უნდა შეიცვალოს? როგორ უნდა მოხდეს ღიაობის გაუმჯობესება? – ეს არის უსასრულო, მუდმივი კითხვები, რომელსაც სვამენ

⁶⁶⁸ *O'brien J.*, Normal science and paradigmatic shifts: political and regulatory strategies to develop investor protection in the aftermath of crisis, Centre of Law, Markets and Regulation, Faculty of Law, The University of New South Wales, Kensington, NSW, Australia, Accounting and Finance, AFAANZ 2012, 3.

⁶⁶⁹ MiFID II Directive Proposal, Art. 25(5).

⁶⁷⁰ „Enhancing the level of investor protection with ensuring that the sufficient and adequate information is provided and thus enabling informed investment decision“.

ევროპელი მარეგულირებლები და ისინი სწორი მიმართულებით არის დასმული, მაგრამ გაცემული პასუხები დღემდე არ აღმოჩნდა ეფექტიანი და სათანადო. გამარტივებული და ლაკონური ღიაობის იდეა, რომელიც კონცენტრირებულია ფინანსური პროდუქტის ყველაზე მნიშვნელოვან მახასიათებლებზე, ჯერ კიდევ UCITS III გამარტივებული პროსპექტის საფუძველს წარმოადგენდა – ის არ გამოდგა წარმატებული. UCITS III გამარტივებული პროსპექტსა და UCITS IV KIID-ს შორის არსებული მთავარი განსხვავება არის ის, რომ გამარტივებული პროსპექტი არ იყო ბაზარზე-ტესტირებული მცირე ინვესტორების მიერ, თუმცა საეჭვოა შეუძლია თუ არა ბაზარზე ტესტირებულ KIID-ს რეალურად ასახოს ინვესტორების მოთხოვნილებები მცირე ინვესტორთა ფრაგმენტული ბაზრების რეალობაში. გამართლებულია ზოგიერთი კომენტატორის სკეპტიციზმი იმის თაობაზე, შეძლებს თუ არა საბაზრო-ტესტირება მცირე ინვესტორთა მოთხოვნილებების, ინფორმაციის მიმართ მათი უნარის და ქცევის რეალური სურათის ჩვენებას მცირე ინვესტორთა ფრაგმენტირებული ბაზრების რეალობაში.

რეფორმებს კვლავ აქვს ინვესტორების ინფორმაციით აღჭურვის მიმართულება. ინვესტორთა დაცვის სფეროში მიმდინარე რეფორმების მიზანია ინვესტორთა აღჭურვა თავიანთი უფლებების ადეკვატური გამოყენებისთვის.⁶⁷¹ მცირე ინვესტორების მასობრივი უუნარობა, გაიგონ და რაციონალურად გამოიყენონ მიწოდებული ინფორმაცია, ქმნის საზღვრებს არა მხოლოდ მცირე ინვესტორთათვის სავალდებულო ღიაობის მიწოდების მოთხოვნებთან დაკავშირებით, არამედ კომპანიებსა და ინვესტორებზე დამატებითი ხარჯების დაკისრების გამართლებისთვისაც, რომ არაფერი ითქვას, საზედამხედველო ორგანოების ხარჯებსა და რეგულირების ღირებულებაზე. არასწორი მიზნით განხორციელებული მარეგულირებელი ჩარევა შეიძლება აღმოჩნდეს კონტრპროდუქტიული იმ გაგებით, რომ გამოიწვიოს გაუმართლებელი დამატებითი ხარჯები სათანადო სარგებლის შექმნის გარეშე, საბაზრო განვითარების საზიანოდ.⁶⁷²

PRIPs რეგულირების შემოთავაზებით ევროპელი მარეგულირებელი ცდილობს მცირე ინვესტორთა პროდუქტებისთვის ღიაობის მოთხოვნების სტანდარტიზების მიღწევას. ევროპის კომისია მიზნად ისახავს მომხმარებლის ინფორმირებას ადვილად გასაგები ფორმატით და შემოაქვს პროდუქტის ინფორმაციის ახალი სტანდარტი, რომელიც არის მოკლე, ადვილად გასაგები და მომხმარებელზე ორიენტირებული. დოკუმენტს ექნება ერთიანი სტანდარტი მის სტრუქტურასთან, შინაარსთან და პრეზენტაციასთან დაკავშირებით, რაც შესაძლებელს გახდის მომხმარებლისთვის შეადაროს სხვადასხვა საინვესტიციო პროდუქტი და აირჩიოს ის, რომელიც ყველაზე მეტად აკმაყოფილებს მის მოთხოვნებს. თეორიულად მოცემული დოკუმენტი

⁶⁷¹Cherednychenko O., The Regulation of Retail Investment Services in the EU: Towards the Improvement of Investor Rights?, 33 Journal of Consumer Policy (2010), 403–424, 405. იხ. : Summary of the Technical Workshop on Packaged Retail Investment Products, 22 October 2009, ხელმისაწვდომია: http://ec.europa.eu/internal_market/finservicesretail/docs/investment_products/minutes_prips-workshop-221009_en.pdf, ბოლოს გამოხმობილი: 22.05.2015, 2.

⁶⁷²Willemaers G. S., The EU Issuer Disclosure Regime: Objectives and Proposals for Reform, Kluwer Law International, Brussels, 2011, 50-51.

იდეალური ჩანს, მაგრამ არის ის უპრობლემო? რა პრობლემები მოჰყვება მას?

ევროპელი მარეგულირებელი კვლავ კონცენტრირებული რჩება ინფორმაციის ოდენობაზე, ინვესტორთა უნარის ნაცვლად გადაამუშაონ ეს ინფორმაცია. ევროპის კომისიის მცდელობები არასაკმარისად არის მიმართული ახალი, მოკლე და კომპაქტური დოკუმენტის ხარისხობრივ განზომილებებზე. შესაბამისად, ინვესტორების ლიმიტირებული კოგნიტიური შესაძლებლობების საკითხი, მეორე მნიშვნელოვანი საყრდენი, ინფორმაციული ღიაობის შესახებ დანაწესის წარმატებისთვის, შედარებით უგულვებელყოფილი და არასაკმარისად გათვალისწინებულია. გლობალური ფინანსური კრიზისის შემდეგ კრიტიკის ერთ-ერთ მთავარ პუნქტს წარმოადგენდა ის, რომ ინფორმაციული ღიაობა იყო ძალიან გრძელი და კომპლექსური, რაც ართულებდა საკვანძო ინფორმაციის აღმოჩენას. შესაბამისად, **ევროპის კომისია პროდუქტის ინფორმაციის გამარტივებას და სტანდარტიზებას განიხილავს, როგორც საინვესტიციო გადაწყვეტილების მნიშვნელოვანი გაუმჯობესების მთავარ მექანიზმს.** იდეალად წარმოდგენილია ინფორმაციული ღიაობის დოკუმენტი, რომელიც არის მოკლე, ცხადი და სრულყოფილი, რეფორმები კი ფართოდ არის კონცენტრირებული დოკუმენტის გამარტივებასა და ამ დოკუმენტისა და მიწოდებული ინფორმაციის ოდენობის შემცირებაზე.

მაგრამ შეიძლება ვიდავოთ, რომ საინფორმაციო დოკუმენტის მოცულობა არ არის მთავარი, **ინფორმაციის გამარტივება, სტანდარტიზება და მისი მოცულობის შემცირება არ წარმოადგენს პანაცეას** გაუმჯობესებული საინვესტიციო გადაწყვეტილებებისთვის. უბრალოდ მიწოდებული ინფორმაციის მოცულობის მოდიფიკაციას არ შეუძლია არსებითად შეცვალოს ადამიანების საინვესტიციო გადაწყვეტილებები.⁶⁷³ მხოლოდ ღიაობა, რა ფორმატით ან მოცულობითაც არ უნდა განხორციელდეს ის, არ იქნება საკმარისი დასახული მიზნების მიღწევისთვის.⁶⁷⁴ უფრო მეტიც, ზოგიერთი ავტორი მიიჩნევს, რომ ლაკონური საინფორმაციო დოკუმენტის მოთხოვნა ბოლოს მაინც გრძელ და კომპლექსურ ინფორმაციულ ღიაობამდე მიგვიყვანს. მოთხოვნა „სრულყოფილი“ ღიაობის შესახებ, პასუხისმგებლობის რეჟიმთან ერთად, აუცილებლად გამოიწვევს ინფორმაციის მოცულობის გაზრდას. პირი, რომელსაც ევალება დოკუმენტის შექმნა, შეეცდება შეამციროს თავისი პასუხისმგებლობის რისკი და ჩადებს იმდენ ინფორმაციას დოკუმენტში, რამდენიც მას მიაჩნია საჭიროდ. შესაბამისად, პრაქტიკაში თვით ლაკონური დოკუმენტის მოთხოვნა შეიძლება დამთავრდეს ინფორმაციული ღიაობის გრძელი დოკუმენტით და ვერ გადაჭრას არსებული პრობლემები.⁶⁷⁵

უნდა ითქვას, რომ ევროპის კავშირი ყოველთვის სრულყოფილ იდეოლოგიასა და თეორიებს ავითარებს, მაგრამ ყოველთვის განიცდის პრაგმატიზმის ნაკლებობას.⁶⁷⁶ ევროპის კომისიის სწრაფვა მცირე ინვესტორთა

⁶⁷³ Beshears J., Choi J., Laibson D., Madrian B., How Does Simplified Disclosure Affect Individuals' Mutual Fund Choices?, 2009, ხელმისაწვდომია: www.ssrn.com, 2.

⁶⁷⁴ Avgouleas E., What Future for Disclosure as a Regulatory Technique? Lessons from the Global Financial Crisis and Beyond, ხელმისაწვდომია: www.ssrn.com, 28.

⁶⁷⁵ Panasar R., Boeckman P., European Securities Law, Oxford University Press, Oxford, 2010, 12-13.

⁶⁷⁶ იქვე, 94.

უფრო მეტად ჰარმონიზებული და სტანდარტიზებული ინფორმაციული ღიაობის სისტემის მიმართ, მნიშვნელოვან გამოწვევებს ქმნის. *PRIPs*-ის რეგულირებით ევროპის კომისია მისდევს მცირე ინვესტორებისთვის ინფორმაციის უნიფიცირების, სტანდარტიზების ძალიან ამბიციურ მიზანს, რომლის მიღწევაც რეგულაციის პრაქტიკაში იმპლემენტაციის პროცესით არ იქნება მარტივი, რომ არ ვთქვათ – შეუძლებელი. მიუხედავად იმისა, რომ არ შეიძლება ზოგადად მცირე ინვესტორთა პროდუქტების ღიაობის მიმართ ერთიანი მიდგომის არარსებობის საკითხის გადაწყვეტის საჭიროების უარყოფა, პრობლემებმა, რომელიც მოჰყვება სტანდარტიზებას, შეიძლება გადაწონოს ამ ერთიანი სისტემის შექმნის დადებითი მხარეები. ევროპელი მარეგულირებლების ამოცანაა, რომ საინფორმაციო ვალდებულებების თითოეულ ადრესატს, თითოეულ მცირე ინვესტორს, მიეწოდოს სასურველი ინფორმაცია, კაპიტალის ბაზარზე მონაწილეობის პროცესში, ძალიან ძნელი მისაღწევია ადრესატებისა და პროდუქტების ჰეტეროგენულობის გამო. შესაბამისად, კვლავ რჩება კითხვები ჰარმონიზებული ნორმების მიზანშეწონილობასთან დაკავშირებით, მცირე ინვესტორთა ევროპული ბაზრების ფრაგმენტულობის რეალობის გათვალისწინებით.⁶⁷⁷

გაზრდილი რეგულირება და სტანდარტიზება ქმნის საფრთხეს, რომ შემცირდება ინვესტორებისთვის შეთავაზებული პროდუქტების რაოდენობა და გაიზრდება ხარჯები ემიტენტებისა და ინვესტორებისთვის. **მიჩნეულია, რომ ევროპული რეგულირების დიდი ნაწილი ვერ ახერხებს სწორი ბალანსის შენარჩუნებას ადმინისტრაციულ ტვირთს, ხარჯების შემცირებასა და**

⁶⁷⁷ აღნიშნულთან დაკავშირებით საინტერესოა, რომ 2015 წლის 18 თებერვალს ევროპის კომისიამ წარმოადგინა დოკუმენტი „კაპიტალის ბაზრების კავშირის“ (*The Capital Markets Union (CMU)*) შესახებ (European Commission, Green Paper – Building a Capital Markets Union, COM (2015) 63 final, Brussels, 18.02.2015.). *The Capital Markets Union (CMU)* წარმოადგენს ევროპის კომისიის გეგმას, რომელიც მიზნად ისახავს ევროპის კავშირის 28 წევრ ქვეყანაში უფრო მეტად ინტეგრირებული კაპიტალის ბაზრების შექმნას. მიუხედავად იმისა, რომ დოკუმენტი არ ეხება კონკრეტულად მცირე ინვესტორთა ბაზრებს და გააჩნია ნაკვლოვანებები (უკვე ისმის კრიტიკა, რომ დოკუმენტი მხოლოდ არსებული რეგულირების გაუმჯობესებას შეიცავს და არა ინოვაციურ მიდგომას), რომელიც ანალიზიც ცდება სადისერტაციო ნაშრომის საგანს. ევროპის კომისიის მხრიდან ნაბიჯების გადადგმა კაპიტალის ბაზრების ერთიანობის უზრუნველყოფის მიმართულებით, მაინც მისასაღებელია. დოკუმენტის მიზანია, შეამციროს ევროპული ფინანსური სექტორის დაყრდნობა ბანკებზე და კაპიტალის ბაზარმა რეალურად ანდა შეავსოს ბანკები, როგორც დაფინანსების მნიშვნელოვანი წყარო. წინადადებები ძირითადად კონცენტრირებულია კაპიტალის თავისუფლად გადაადგილების უზრუნველყოფაზე, ევროპაში ბაზარზე დამყარებული დაფინანსების განვითარებასა და ამ მიმართულებით წევრ სახელმწიფოებს შორის არსებული განსხვავებების აღმოფხვრაზე. უზრუნველყოფილ უნდა იქნეს ევროპის კავშირში ნამდვილად ერთიანი კაპიტალის ბაზრის შექმნა, 28 წევრი სახელმწიფოს ინტეგრირებული, კარგად რეგულირებული კაპიტალის ბაზრების კავშირის ჩამოყალიბება და საზღვრებს გარეთ ინვესტირების ბარიერების აღმოფხვრა. კაპიტალის ბაზრების კავშირის შექმნა უნდა მოხდეს 2019 წლისთვის. დოკუმენტის მიზანია ჩამოყალიბოს გეგმა, რომლითაც მოხდება ეკონომიკის დაფინანსების პროცესში მეტი დივერსიფიკაციის მიღწევა და კაპიტალის მოზიდვის ღირებულების შემცირება, განსაკუთრებით მცირე და საშუალო ზომის საწარმოებისთვის. ამასთან, რადგან ბანკები და ფინანსური ინსტიტუტები გლობალური ფინანსური კრიზისის მთავარ დამნაშავეებად იქნენ მიჩნეულნი, პოლიტიკოსები ცდილობენ კომპანიებისთვის დაფინანსების ალტერნატიული წყაროები უფრო მეტად მიმზიდველი გახადონ (*Ringe W.G., Capital Markets Union for Europe – A political message to the UK, 9 March 2015, ხელმისაწვდომია: www.ssrn.com, 1).*

ინვესტორთა დაცვის გაძლიერებას შორის. ბაზარზე არსებული კომპლექსური სტრუქტურირებული პროდუქტების ფართო წრის გამო, შეუძლებელია ღიაობის სტანდარტულ ფორმატზე აგებული დოკუმენტის წარმატება. თითოეულ სტრუქტურირებულ ფასიან ქაღალდს აქვს სპეციფიკური მახასიათებლები, რომელთა აღწერაც შეუძლებელია სტანდარტიზებული მიდგომით. ინფორმაციის სტანდარტიზება პრობლემატურია ამასთანავე იმ კუთხითაც, რომ ის უგულებელყოფს კლიენტების გამოცდილებისა და ფინანსური განათლების სხვადასხვა დონეს.⁶⁷⁸ ძნელია იმის წარმოდგენა, თუ როგორ უნდა მოხდეს შეფუთული/სტრუქტურირებული პროდუქტების კომპლექსური სტრუქტურის და მათი ბუნდოვანი ხასიათის დანაწილება და ახსნა ისე, რომ მოხდეს მათი ნამდვილი მოსალოდნელი მოგებისა და რისკების ჩვენება. რეგულირების მიერ მოცული პროდუქტების მრავალფეროვნების გათვალისწინებით საეჭვოა შესაძლებელია თუ არა ღიაობის გონივრული სტანდარტიზების მიღწევა და თუ კი შესაძლებელია, იქნება თუ არა *KID* დახმარების გამწევი, თუ ის კიდევ უფრო დააბნევს მცირე ინვესტორებს. ამასთან, ამ ახალი დოკუმენტის შემოღება პროსპექტის რეზიუმესა და სხვა მსგავსი ღიაობის მოთხოვნებთან ერთად ფინანსური ბაზრების სხვა დირექტივების მიხედვით თითქოს ეწინააღმდეგება პროდუქტთა სხვადასხვა ტიპებს შორის „თანაბარი სათამაშო მოედნის“ შექმნის მიზანს. ასევე დამაბნეველია, რომ ზოგიერთ შემთხვევაში ინვესტორები მიიღებენ ორი სხვადასხვა სახის რეზიუმეს, ორივე მათგანს შექმნილს პროდუქტის საკვანძო თავისებურებებისა და რისკების ჩვენების მიზნით (მაგალითად *UCITS*). ევროპის კომისია აცნობიერებს ამ პრობლემას და მიუთითებს, რომ ის ეცდება სამომავლოდ ღიაობის მოთხოვნებს შორის დუბლირების აღმოფხვრას. *PRIPs* რეგულირების გადახედვა მოხდება ოთხი წლის განმავლობაში, მისი გავლენის შესაფასებლად. ევროპის კომისია მზად არის საჭიროების შემთხვევაში გააფართოვოს რეგულირების საზღვრები. იმედია, თუ შეფასების შემდეგ დადგინდება, რომ დოკუმენტი მხოლოდ ზედმეტ ადმინისტრაციულ ტვირთს წარმოადგენს და ვერ აღწევს მიზნებს, ევროპის კომისიას ეყოფა გამბედაობა მისი გაუქმებისთვის.⁶⁷⁹ მეორე დონის დონისძიებებში შედის იმის მიღწევა და შემუშავება, თუ როგორ უნდა მოხდეს რისკების, ხარჯებისა და მოგების ღიაობა სათანადოდ. როგორც ბევრ სხვა შემთხვევაში, დეტალური ნორმების შემუშავების ტვირთი ევროპულ საზედამხედველო ორგანოებს აწევთ.

მიუთითებენ იმასაც, რომ პროცესების სტანდარტიზება, სტანდარტიზებული ინფორმაციის გაცემის დაშვება, პირველ რიგში, კომპანიების ინტერესს შეადგენს, რადგან ის ქმნის მათთვის ხარჯების დაზოგვის მნიშვნელოვან პოტენციალს.⁶⁸⁰ ამასთან გამორიცხული არ არის, რომ საკვანძო ინფორმაციის

⁶⁷⁸ *Sachse K., Jungermann H., Belting J.M.*, Investment Risk – The Perspective of Individual Investors, *Journal of Economic Psychology*, 33 (2012), 437-447, 438.

⁶⁷⁹ *Willemaers G. S.*, Client Protection on European Financial Markets – from Inform Your Client to Know Your Product and beyond: an assessment of the PRIPs Regulation, MiFID II/MiFIR and IMD 2, ხელმისაწვდომია: www.ssrn.com, 8.

⁶⁸⁰ *Möllers T. M.J., Poppele M.C.*, Paradigmenwechsel durch MiFID: II divergierende Anlegerleitbilder und neue Instrumentarien wie Qualitätskontrolle und Verbote, *ZGR* 2013, 437-481, 458-459.

დოკუმენტის შედგენად ინვესტორები მხოლოდ ამ დოკუმენტს დაეყრდნონ და დამატებითი პროსპექტის წაკითხვა ზედმეტად მიიჩნიონ.⁶⁸¹

დისერტაციაში ჩამოყალიბებულია პოზიცია, რომ ღიაობის ევროპული სისტემის სტანდარტიზების მცდელობამდე მცირე ინვესტორთა ევროპული ბაზრების ფრაგმენტირების პრობლემა, ინვესტირების მოდელებს, საინვესტიციო ქცევას, ინვესტორთა კომპეტენციის დონეს შორის არსებული განსხვავებები უნდა იქნეს სათანადოდ მოგვარებული. ბაზრების ფრაგმენტული ხასიათის არსებობის რეალობაში ჰარმონიზებული, პრესკრიპციული ნორმების შემოღებამ, შეიძლება გააუარესოს არსებული პრობლემები და მას უკუეფექტი მოჰყვეს. ამასთან, მაღალი ალბათობით, წევრი სახელმწიფოების რეაქცია ახალ მოთხოვნებთან დაკავშირებით ერთმანეთისგან განსხვავებული იქნება, რაც დამატებითი კოორდინაციის პრობლემებს შექმნის.⁶⁸² მცირე ინვესტორთა ევროპულ ბაზრებზე არსებული რეალობის გათვალისწინებით, მოცემულ ეტაპზე შესაძლებელია უფრო გონივრული იყოს რეგულირების შექმნა, რომელიც ითხოვს ინფორმაციის არა სტანდარტიზებას, არამედ მის მორგებას ყოველ კონკრეტულ კლიენტზე და მის მოთხოვნილებებზე. არაოპტიმალური ინვესტიციების თავიდან აცილების უფრო ეფექტიანი საშუალებაა, ყოველ კონკრეტულ შემთხვევაში, ინფორმაციის ადაპტირების მოთხოვნა კლიენტის ისეთი მახასიათებლების გამოყენებით, როგორც არის ასაკი, სქესი, საინვესტიციო ქცევის ისტორია და ა.შ. აუცილებელია, რომ ინფორმაცია და კონსულტაცია მორგებული იყოს კლიენტის ინდივიდუალურ სიტუაციაზე, მოთხოვნილებებსა და გარემოებებზე (როგორც ამას ითვალისწინებს *MiFID*). რა თქმა უნდა, ასეთი მიდგომა იქნება უფრო ძვირი, მაგრამ წარმატების შემთხვევაში, ხარჯები გადაიფარება მოტანილი სარგებლით და თავიდან აიცილებს არასწორი მიდგომის წარუმატებლობით გამოწვეულ ხარჯებს.

IV.2.3. ფინანსური განათლების, როგორც ინვესტორთა დაცვის დამატებითი საშუალების გამოყენების პრობლემა

ღიაობის ვალდებულებები ვერ მიაღწევს დასახულ მიზნებს, თუ ადამიანებისთვის, რომელთა დასაცავადაც ის არის შემუშავებული, გაუგებარია მიწოდებული ინფორმაცია. ამ მიმართულებით აღსანიშნავია ფინანსური განათლების როლი. ფინანსური განათლება განიხილება, როგორც ღიაობის მექანიზმის მნიშვნელოვანი შემავსებელი მექანიზმი. ფინანსური განათლება გავლენას ახდენს საინვესტიციო რისკის შეცნობის უნარზე. საინვესტიციო რისკი მცირდება ცოდნის ზრდასთან ერთად. ფინანსურ განათლებას მოჰყვება ინვესტიციების უფრო ფართო დივერსიფიკაცია. პორტფოლიოს დივერსიფიკაცია კი, თავის მხრივ განიხილება, როგორც

⁶⁸¹Podewils F., Beipackzettel für Finanzprodukte – Verbesserte Anlegerinformation durch Informationsblätter und Key Investor Information Documents?, Zeitschrift für Bankrecht und Bankwirtschaft (ZBB), Heft 3, 15 Juni 2011, 169-179, 179.

⁶⁸²Commission Communication, Communication from the Commission to the European Parliament and to the Council of 30 April 2009 - Packaged retail investment products, Brussels, 2009, 25.

ყველაზე მნიშვნელოვანი ღონისძიება აქტივების რისკებსა და მოგებას შორის ბალანსის ოპტიმიზაციისთვის.

თუმცა, სამწუხაროდ, მხოლოდ გარკვეულ დონემდე არის შესაძლებელი ინვესტორისთვის ფინანსური განათლების მიცემა, მისი ფინანსური აღზრდა ინვესტიციების რისკების გასაგებად. მიუხედავად ფინანსურ განათლებასთან დაკავშირებული პოზიტიური შედეგებისა, ფინანსური განათლება სულ უფრო ნაკლებად განიხილება მცირე ინვესტორთა დაცვის პოლიტიკის საყრდენად, თუმცა იგი ერთ-ერთ წამყვან თემად რჩება კრიზისის შემდგომ რეფორმებში. როგორც ჩანს, იზრდება აღიარება, რომ ფინანსური განათლება არის ხანგრძლივ-ვადიანი გამოსავალი და ინვესტორთა დაცვაში მას შეუძლია მხოლოდ მხარდამჭერი როლის შესრულება.⁶⁸³ **ღიაობის მექანიზმმა მიაღწია მისი პოტენციალის დასასრულს და საჭიროებს ისეთი დამატებითი ღონისძიებით შევსებას, როგორც არის ფინანსური განათლება.** მიწოდებული ინფორმაცია საჭიროებს მისი წაკითხვის უნარს, რაც, როგორც წესი, მცირე ინვესტორებს არა აქვთ. რა თქმა უნდა, ფინანსური განათლების დონის ამაღლება არ წარმოადგენს გარანტიას, რომ ინვესტორები აღარასოდეს მიიღებენ ცუდ საინვესტიციო გადაწყვეტილებებს, მაგრამ განათლების საკმარისი დონის გარეშე თანამედროვე კომპლექსურ ბაზრებზე კარგი საინვესტიციო გადაწყვეტილებების მიღება შეუძლებელია.

IV.2.4. ინვესტორთა დაცვის საკანონმდებლო კონცეფციაში ქცევითი ეკონომიკის მიღწევების გათვალისწინების პერსპექტივა

აღსანიშნავია, რომ მთლიანად ევროპული მართვისა და განსაკუთრებით რეგულირების ხარისხის გაუმჯობესებისთვის ევროპის კავშირში **ეკონომიკურ ანალიზს** არსებითი როლი მიენიჭა.⁶⁸⁴ კიდევ ერთხელ უნდა აღინიშნოს, რომ ქცევითი ეკონომიკის მიზანია არა ტრადიციული ეკონომიკური თეორიის ჩანაცვლება, **არამედ ახალი პერსპექტივის დამატება.** შესაბამისად ამ თეორიის მიხედვით, ფასიანი ქაღალდების რეგულირება უნდა დაექვემდებაროს არა სისტემურ ცვლილებას, არამედ მხოლოდ არსებული ნორმების ფრთხილ მოდიფიკაციას.⁶⁸⁵

საბაზრო ნაკლი, დეფექტი აუცილებელ წინაპირობას წარმოადგენს სახელმწიფო რეგულირების ნორმატიული გამართლებისთვის.⁶⁸⁶ კანონმდებლებმა და მარეგულირებლებმა მხედველობაში უნდა მიიღონ ქცევითი ეკონომიკის მიერ დადგენილი საინვესტიციო პროცესის მიკერძოებები და შეცდომები მხოლოდ იმ შემთხვევაში, თუ ისინი თეორიულად არგუმენტირებული, ექსპერიმენტულად ტესტირებული და საბაზრო კვლევების მიერ დადასტურებულია. შესაბამისად, ქცევითი ეკონომიკის გამოყენების

⁶⁸³ Moloney N., The Investor Model Underlying the EU's Investor Protection Regime: Consumers or Investors?, European Business Organization Law Review, Volume 13, Issue 02, June 2012, 169-193, 184.

⁶⁸⁴ Franck J.U., Purnhagen K., Homo Economicus, Behavioral Sciences, and Economic Regulation: On the Concept of Man in Internal Regulation and its Normative Basis, in Mathias K. ed., Law and Economics in Europe, Springer, Dordrecht, 2014, 330.

⁶⁸⁵ Kocher D., Der Anlegerschutz bei der Vermögensverwaltung, ECOFIN Research & Consulting, Zürich, 2010, 43.

⁶⁸⁶ იქვე, 43.

სასარგებლოდ არგუმენტებს უფრო მეტი წონა ექნება, თუ კოგნიტიურ შეცდომებს მოჰყვება არა მხოლოდ უარყოფითი შედეგები თვითონ ინდივიდებისთვის, არამედ რაღაც სახით ასევე საბაზრო დეფექტი, ანუ ექსტერნალური შედეგები. ასეთ შემთხვევაში ინტერვენციის დასაბუთება უფრო ადვილი გახდება.⁶⁸⁷

ქცევითი ეკონომიკის მიერ მოწოდებული აღმოჩენების შედეგად ისმის კითხვა, როგორ ახდენს ევროპის კავშირი იმ ინდივიდის კონცეპტუალიზაციას, რომლისკენაც არის მიმართული დამცავი რეგულირება?

კანონმდებლის მიერ ჩამოყალიბებული ინვესტორის არასწორი სახე, სურათი და შემდგომ მასზე აშენებული რეგულირება შეუსაბამოა ინვესტორთა დაცვის გამიზნული დონის მიღწევისთვის. რეალური ინვესტორის განსხვავება *Homo oeconomicus*-სგან შეიძლება იყოს იმის საფუძველი, რომ ინვესტორთა დაცვის საკანონმდებლო კონცეფცია არ არის საკმარისი. შესაბამისად, ისმის კითხვა, უნდა განაგრძოს თუ არა *Homo oeconomicus*-მა არსებული ფორმით არსებობა და თუ არა, რა შედეგები უნდა მოჰყვეს ამას. ინვესტორთა დაცვის არასათანადო დონის არსებობის მიზეზი არის არა საკმარისი ინფორმაციის არ არსებობა, არამედ ის, რომ აღჭურვისა და სულ უფრო მეტი ინფორმაციის მიწოდების არსებული პოლიტიკა წინააღმდეგობაში მოდის მცირე ინვესტორთა ინფორმაციის გადამუშავებისა და გადაწყვეტილების მიღების, როგორც წესი, შეზღუდულ უნართან.⁶⁸⁸

რეალობასთან ახლოს მდგომი ინვესტორის სახის ძიებაში განიხილება მომხმარებლის სახის გამოყენების შესაძლებლობა. მცირე ინვესტორები, როგორც წესი, არიან კერძო პირები და მრავალ საკონსულტაციო სიტუაციაში – ასევე მომხმარებლები. არსებობს პარალელები სიტუაციურ დაქვემდებარებულობასთან მიმართებით მომხმარებელსა და საწარმოს, ინვესტორთა ინტერესებსა და საინვესტიციო მრჩეველებს შორის. ამასთან, შეინიშნება კანონმდებლის სურვილიც, რომ ეძებოს მცირე ინვესტორი მომხმარებელთა რიგებში. ინვესტორებისა და მომხმარებლების დაცვის მარეგულირებელი მექანიზმების გათანაბრების მოწინააღმდეგეთა მიხედვით, კაპიტალის ბაზარზე საქმიანობა მოგების მიღების მიზნით ვერ გაუთანაბრდება სამომხმარებლო საქონლის საჭირო მოხმარებას. დაცვის მოთხოვნილება, რომელიც აქვს მომხმარებელს სასიცოცხლო მოთხოვნილებების დაკმაყოფილების მიზნით განხორციელებულ გარიგებებში, აშკარა არ არის ქონების გაზრდის მიზნით განხორციელებული რისკის შემცველი საინვესტიციო საქმიანობის დროს. ამიტომ, ინვესტორებს არ უნდა ჰქონდეთ შესაძლებლობა, ისარგებლონ მომხმარებელთა დაცვის ნორმებით.⁶⁸⁹

როგორც ზემოთ უკვე აღინიშნა, ევროპის კავშირის მიერ პროდუქტის გამარტივებული ინფორმაციის შემოღება წარმოადგენს ქცევითი ეკონომიკის დაკვირვებების აღიარებასა და მათი გამოყენების მცდელობის მიმართულებით

⁶⁸⁷ Klöhn L., Preventing Excessive Retail Investor Trading under MiFID: A Behavioural Law & Economics Perspective, European Business Organization Law Review, Volume 10, Issue 03, September 2009, 437-454, 449-450.

⁶⁸⁸ Eberius R., Regulierung der Anlageberatung und Behavioural Finance – Anlegerleitbild: Homo Economicus vs. Realität, Kölner Wissenschaftsverlag, Köln, 2013, 82.

⁶⁸⁹ იქვე, 90.

გადადგმულ ნაბიჯს. რა თქმა უნდა, ეს არის მხოლოდ პუნქტობრივი მიდგომა და არა ერთიანი რეგულირების ფილოსოფიის შემუშავება ქცევითი ეკონომიკის გათვალისწინების საფუძველზე. მიუხედავად იმისა, რომ კანონმდებელი ფიქრობს ინფორმაციის მომზადების სახეზე, ფორმებზე, მას აკლია საფუძვლიანი გაგება იმისა, თუ რატომ არის ეს საჭირო. კანონმდებლის მხრიდან აშკარაა არასაკმარისი დისკუსია, დაინტერესება ნორმების ადრესატების მიერ ინფორმაციის გადამუშავების შეზღუდული უნარების მიმართ. პუნქტუალური მიდგომების სანაცვლოდ საჭიროა საინფორმაციო მოდელის საფუძვლიანი გადამუშავება, რომელიც ქცევითი ეკონომიკის მიერ აღწერილ დაკვირვებებს ითვალისწინებს. ამასთან, საექვოდ უნდა მივიჩნიოთ არა მთლიანად საინფორმაციო მოდელი, არამედ მის საფუძვლად არსებული ინვესტორის სახე. როდესაც კანონმდებელი შეძლებს ინვესტორის ამ სახის ცვლილებას და ამასთან აღიარებს, რომ მხოლოდ ინფორმაციული ღიაობა არ არის საკმარისი, საინფორმაციო მოდელი გაითავისუფლებს თავს *Homo oeconomicus*-სგან. სამომავლო მოდელის ამოსავალი წერტილი უნდა იყოს არსებული საინფორმაციო მოდელის შენარჩუნება, მაგრამ, მისი იმგვარად გადამუშავება, რომ მოხდეს ქცევითი ეკონომიკის აღმოჩენების გათვალისწინება. ამასთან უნდა მოხდეს საინფორმაციო ვალდებულებების შემოწმება ინვესტორის ახალი სახის გათვალისწინებით. შედეგად შეიძლება მივიღოთ საინფორმაციო ვალდებულებების მთლიანად გაუქმება ან ახალი წესების დამატება.⁶⁹⁰

რეგულირებამ უნდა განიხილოს ინვესტორთა ინდივიდუალური კოგნიტიური საზღვრები და წინააღმდეგობა გაუწიოს ინფორმაციის დეფიციტის, ინფორმაციის გადამუშავების რისკებს სხვადასხვა მარეგულირებელი მექანიზმებით, რამდენადაც შესაძლებელია, ერთიანი ბაზრის მიერ შექმნილი პროდუქტების ფართო არჩევანის შეზღუდვის გარეშე.⁶⁹¹ **საინვესტიციო რჩევისა და მისი რეგულირების მიზანი ადრე არსებული მაქსიმალური ინფორმაციის ნაცვლად, ოპტიმალური ინფორმაცია უნდა გახდეს.** შესაბამისად, როგორც ინფორმაციის წარმოდგენის ფორმა ასევე ოდენობა ინვესტორთა უნარებზე უნდა იყოს მორგებული, რაც, რა თქმა უნდა, ინვესტორთა ჰეტეროგენულობის გამო ძნელი ამოცანაა.⁶⁹²

ამ ეტაპზე ძნელი სათქმელია, თუ კონკრეტულად რა როლი უნდა ითამაშოს ქცევითი ეკონომიკის ახალგაზრდა მეცნიერებამ რეგულირების ფორმირებაში და რა სახის მარეგულირებელი ჩარევა, თუ საერთოდ, უნდა მოჰყვეს მისი აღმოჩენების გათვალისწინებას. ზოგიერთი ავტორის მითითებით, უფრო მეტად ინტერვენციული რეგულირების მოთხოვნა არ უნდა გახდეს ქცევითი მეცნიერებების შედეგებზე ავტომატური, რეფლექსური რეაქცია. მარეგულირებლებმა ეს აღმოჩენები არ უნდა მიიღონ, როგორც საკუთარი საქმიანობის სფეროს გაზრდის, ბაზრის გამოსასწორებელი ინტერვენციისა და

⁶⁹⁰ Eberius R., *Regulierung der Anlageberatung und Behavioural Finance – Anlegerleitbild: Homo Economicus vs. Realität*, Kölner Wissenschaftsverlag, Köln, 2013, 111-112.

⁶⁹¹ Franck J.U., Purnhagen K., *Homo Economicus, Behavioral Sciences, and Economic Regulation: On the Concept of Man in Internal Regulation and its Normative Basis*, in Mathias K. ed., *Law and Economics in Europe*, Springer, Dordrecht, 2014, 349.

⁶⁹² Eberius R., *Regulierung der Anlageberatung und Behavioural Finance – Anlegerleitbild: Homo Economicus vs. Realität*, Kölner Wissenschaftsverlag, Köln, 2013, 118.

რეგულირების გაზრდის გასამართლებელი საბუთი. პირიქით, მათ უნდა განიხილონ ეს აღმოჩენები, როგორც მარეგულირებელი ამბიციების რეალისტურ დონეზე შემცირების მიზეზი.⁶⁹³ წინამდებარე ნაშრომში გატარებული პოზიცია არ ეთანხმება ქცევითი ეკონომიკის აღმოჩენების გამოყენების მიმართ აბსოლიტურ სკეპტიციზმს და იზიარებს იმ მეცნიერთა პოზიციას, რომლებიც მიიჩნევენ, რომ ქცევითი ეკონომიკის მეცნიერება საჭიროებს გარკვეულ დროს, რათა დადგინდეს მისი გამოყენების შესაძლებლობა, მისი წვლილი სამართლებრივი რეგულირების თუ მარეგულირებელი ინტერვენციის განხორციელების დროს ან მისი გამოუსადეგარობა. შესაბამისად, ამ ეტაპზე ძალიან ადრეა ქცევითი ეკონომიკის საფუძველზე მნიშვნელოვანი ცვლილებების განხორციელება, თუმცა კაპიტალის ბაზრის რეგულირება მომავალში ქცევითი ეკონომიკის დანაწესების გათვალისწინებას გვერდს ვერ აუვლის.⁶⁹⁴

IV.2.5. უფრო მეტი, თუ უფრო ნაკლები რეგულირება? რეგულირება და აღსრულება

„Marktakteure gestalten Märkte im Wechselspiel mit der Regulierung“⁶⁹⁵

მხოლოდ 2008 წელს 50-ზე მეტი ამერიკული ბანკი და 12 ბრიტანული ფინანსური ინსტიტუტი სრულად გაქრა ბაზრიდან ან (ნაწილობრივ) მოხდა მისი ნაციონალიზაცია.⁶⁹⁶ ფინანსური კრიზისი, როგორც ნდობის კრიზისი დღემდე არ არის დაძლეული. თითქმის ყოველ დღე ახალი ფინანსური დაწესებულებები ექცევიან სირთულეებში, რადგან მათ არ შეუძლიათ საკუთარი კრედიტების რეფინანსირებისთვის საჭირო ფინანსური საშუალებების მოპოვება. შესაბამისად, სახელმწიფოთა მთავრობები იძულებული ხდებიან სულ ახალი დახმარების პროგრამებით ჩაერიონ ამ პროცესში და ამასთან ნელ-ნელა აღწევენ ფინანსური ტვირთის ტარების საკუთარ ზღვარს.⁶⁹⁷ აღნიშნულიდან გამომდინარე, ფინანსური ბაზრების „laissez-faire“ (ჩაურევლობა) კაპიტალიზმი სულ უფრო მეტი კრიტიკის საგანი ხდება, თუმცა სახელმწიფო ინტერვენციის სწორი, გონივრული დონე და მისი ფორმა კვლავ სადავო რჩება.⁶⁹⁸

ვეროპელი კანონმდებელი გლობალური ფინანსური კრიზისის შემდეგ, როგორც ჩანს, გადადის ბაზრების მიმართ ლიბერალური მიდგომიდან რეგულირების უფრო მკაცრ რეჟიმზე. ცხადია, რომ კრიზისს აქვს ძლიერი გავლენა კანონმდებლების მხრიდან რეგულირებისადმი მიდგომაზე მთელი

⁶⁹³ Franck J.U., Purnhagen K., Homo Economicus, Behavioral Sciences, and Economic Regulation: On the Concept of Man in Internal Regulation and its Normative Basis, in Mathias K. ed., Law and Economics in Europe, Springer, Dordrecht, 2014, 360.

⁶⁹⁴ Teigelack L., Finanzanalysen und Behavioural Finance, Schriften zum Gesellschafts-, Bank- und Kapitalmarktrecht, Band 13, Nomos, Baden-Baden, 2009, 308.

⁶⁹⁵ ბაზრის მონაწილეები აშენებენ ბაზრებს მარეგულირებლებთან ერთად. Weber R.H., Theorie und Praxis der Finanzmarktregulierung, SZW/RSDA, 6/2014, 577-588,587.

⁶⁹⁶ Thiele A.,Finanzaufsicht, Jus Publicum, Bank 229, Mohr Siebeck, Tübingen, 2014, 1.

⁶⁹⁷ იქვე 2.

⁶⁹⁸ იქვე 5.

მსოფლიოს მასშტაბით. კრიზისის შედეგად ევროპელმა კანონმდებელმა მიიღო შთამბეჭდავი ოდენობის მარეგულირებელი ზომები, მაგრამ გადამწვევტია არა ოდენობა, არამედ ხარისხი.

ფინანსური ბაზრის კრიზისი არის ასევე ფინანსური ბაზრის რეგულირების კრიზისი.⁶⁹⁹ მიუხედავად იმისა, რომ სწორედ დერეგულირებული ქმედებები იქნა მიჩნეული გლობალური ფინანსური კრიზისის ერთ-ერთ მთავარ გამომწვევ მიზეზად, კრიტიკულად უნდა იქნეს შეფასებული ევროპელი მარეგულირებლების სწრაფვა აბსოლუტური რეგულირებისკენ. არსებობს მოსაზრება, რომ კრიზისის შედეგები არის რეგულირების და არა დერეგულირების შედეგი. იმისთვის რომ მოხდეს ფინანსური კრიზისის სწორი გაგება და შემდგომი კრიზისის თავიდან აცილება, უნდა მოხდეს რეგულირების შეცდომებისა და ხარვეზების გაანალიზება და არა მითიური დერეგულირების დადანაშაულება.⁷⁰⁰

რეგულირება ხშირად მიდრეკილია იყოს რეაქტიული, ვიდრე პროაქტიული. რეგულირების მხარდაჭერა გლობალური ფინანსური კრიზისის შემდეგ გაძლიერებულია პოლიტიკური ზეწოლით. პოლიტიკოსები და მარეგულირებლები გრძნობენ, რომ მათ ევალებათ „რამე მოიმოქმედონ“ პრობლემების მოსაგვარებლად. ამასთან, არსებობს რომელიმე კონკრეტული ჯგუფის დადანაშაულების სურვილი, რათა ყურადღების გადატანა მოხდეს არასწორი მარეგულირებელი ნორმებიდან. ყველაფერ ამას მოჰყვება რეაქტიული რეგულირება, რომელიც ეხება მხოლოდ კონკრეტულ საკითხებს, რომლებიც რეალურად აღარ განმეორდება იმავე ფორმით. ბაზრის მონაწილეები სწავლობენ წარსულ შეცდომებზე და ახდენენ საკუთარი ქცევის ადაპტაციას. შესაბამისად, რეგულირება, რომელიც ვერ აგვარებს ზოგად პრობლემებს პროაქტიულად მთლიანი სისტემის გაუმჯობესების გზით, საბოლოოდ მაინც გამოუსადეგარი აღმოჩნდება. გლობალური ფინანსური კრიზისის შემდგომ რჩება განცდა, რომ იქმნება თვალისამხვევი შთაბეჭდილება მთლიანი მარეგულირებელი სისტემის განახლებისა, კონკრეტული დაკვირვებით კი რეალურად აშკარაა მხოლოდ ამომრჩეველთა მოხიბვლის სურვილი. მაშინ, როდესაც სისტემის ფუნდამენტი იგივე რჩება, საფუძვლიანი რეფორმის განცდა ილუზიურია.⁷⁰¹

მარეგულირებლები გადაჭარბებულად აფასებენ თავიანთ როლსა და უნარს კრიზისის მართვაში და არასაკმარისად აფასებენ თავიანთ როლს კრიზისის გამომწვევასა თუ მისი გავლენის გაუარესებაში.⁷⁰² საჯარო ხელისუფლების წარმომადგენლების ისტორიული ჩანაწერი კრიზისის წინასწარმეტყველების

⁶⁹⁹Von der Crone H.C., Linder T., Regulierung: Reputation, Vertrauen und Verantwortung, University of Zurich Open Repository and Archive, 2009, თავდაპირველად გამოქვეყნდა: Kunz P. V. (et al.), Wirtschaftsrecht in Theorie und Praxis: Festschrift für Roland von Büren, Basel (Switzerland), 2009, 729-ff., 8.

⁷⁰⁰„To explain the financial crisis, and avoid the next one, we should look at the failure of regulation, not at a mythical deregulation“. Calabria M. A., Did Deregulation cause the Financial Crisis, CATO Institute Policy report, July/August 2009, ხელმისაწვდომია: [HTTP://OBJECT.CATO.ORG/POLICY-REPORT/JULYAUGUST-2009/DID-DEREGULATION-CAUSE-FINANCIAL-CRISIS](http://OBJECT.CATO.ORG/POLICY-REPORT/JULYAUGUST-2009/DID-DEREGULATION-CAUSE-FINANCIAL-CRISIS), ბოლოს გამოხმობილი: 22.05.2015.

⁷⁰¹Juurikkala O., The Behavioural Paradox: Why Investor Irrationality calls for Lighter and Simpler Financial Regulation, Fordham Journal of Corporate & Financial Law, Vol. XVIII, 2012, 33-93, 79-80.

⁷⁰²იქვე 81.

სფეროში ძალზე მწირია და მათი რესურსები და სტიმული, მოახდინონ კრიზისის იდენტიფიცირება, არის სუსტი კერძო სექტორთან შედარებით. მარეგულირებელი ნორმების შემქმნელებს ახასიათებთ არასაკმარისი რაციონალურობა, რომელიც ამცირებს მარეგულირებელი ინტერვენციის ხარისხს. რეგულირების გაზრდას არ შეუძლია გადაჭრას პრობლემები, რომლებიც გამოწვეულია საბაზრო დისციპლინის ნაკლებობით და ფინანსური ინოვაციით. უკეთესი შედეგების მიღწევა შეიძლება უფრო მარტივი წესებით და მეტი თავისუფლებით. კომპლექსური რეგულირება უფრო მეტად ზრდის ლიმიტირებული რაციონალურობის საზიანო ეფექტს მაშინ, როდესაც მარტივი და სტაბილური ნორმები ხელს უწყობენ პოზიტიურ, გაკვეთილის მომცემ შედეგებს.⁷⁰³ მარეგულირებელი დანაწესების ზედმეტი კომპლექსურობის საფრთხეების გათვალისწინებით, უფრო სასარგებლო შეიძლება იყოს მარტივი წესების შემოღება.⁷⁰⁴

მარეგულირებელი ჩარევა არ არის თავისუფალი საფრთხეებისგან. ზედმეტად ინტერვენციულ მარეგულირებელ სქემებს შეუძლიათ შექმნან უსაფრთხოებისა და დაცულობის ილუზია, შესაბამისად გამოიწვიონ გადამეტებული ოპტიმიზმი ბაზრის მონაწილეებში. ასეთ შემთხვევაში შესაძლოა ინვესტორები გადამეტებულად დაეყრდნონ საჯარო დაცვას. აღნიშნული პრობლემატურია განსაკუთრებით კრიზისის შემდგომ პერიოდში, როდესაც მარეგულირებლები იძლევიან სიგნალს, რომ ისინი აკონტროლებენ სიტუაციას, იციან როგორ მოაგვარონ პრობლემური საკითხები და ამას ეფექტიანად ახორციელებენ. ამან შეიძლება გამოიწვიოს რეფორმების მიმართ ბრმა ნდობა. უკეთესი იქნება, რომ შეიქმნას მარტივი, მყარ პრინციპებზე დაფუძნებული წესების ერთობლიობა, რომელიც აღქმულია როგორც სამართლიანი, მკაცრად სჯის ამ წესების დარღვევას და პირველ რიგში იმპლემენტირებული, აღსრულებული იქნება თვითონ ბაზრის მონაწილეთა მიერ.⁷⁰⁵

ნაკლებმა რეგულირებამ შეიძლება გამოიწვიოს უფრო მეტი, თუმცა პატარა კრიზისები. შეიძლება ითქვას, რომ კრიზისი ხანდახან კარგია, მაგრამ ის უნდა იყოს შედარებით ხშირი და მოცულობით მცირე. ხშირი პატარა კრიზისები უფრო დადებითია, ვიდრე დიდი მასშტაბის კრიზისი ყოველ 10-20 წელიწადში ერთხელ, რადგან იმ კრიზისის გაკვეთილები, რომლებიც შორეულ წარსულში მოხდა, ადვილად ავიწყდებათ ადამიანებს და ხშირად ისინი იმავე შეცდომებს იმეორებენ. ხშირი, პატარა კრიზისების დროს კი შენარჩუნებული იქნება სიფრთხილე, კეთილგონიერება და უფრო სწრაფად მოხდება შეცდომებზე სწავლა, როგორც ინდივიდუალურ, ასევე ინსტიტუციონალურ დონეზე.⁷⁰⁶

ევროპის კავშირი აძლიერებს რეგულირებას დანაწესების ჰარმონიზაციის მეშვეობით და ამასთან ჰარმონიზაციის სამართლებრივ ინსტრუმენტად

⁷⁰³ *Juurikkala O.*, The Behavioural Paradox: Why Investor Irrationality calls for Lighter and Simpler Financial Regulation, *Fordham Journal of Corporate & Financial Law*, Vol. XVIII, 2012, 33-93, 36-38.

⁷⁰⁴ *Van Aaken A.*, Gefordert und überfordert: Wie viel Fortschritt verträgt der Mensch?, in *Strebel-Aerni* (Hrsg.), *Finanzmärkte im Bannke von Big Data*, Schulthess, Zürich, 2012, 341.

⁷⁰⁵ *Juurikkala O.*, The Behavioural Paradox: Why Investor Irrationality calls for Lighter and Simpler Financial Regulation, *Fordham Journal of Corporate & Financial Law*, Vol. XVIII, 2012, 33-93, 82-83.

⁷⁰⁶ *იქვე*, 90-92.

დირექტივების მაგივრად პრიორიტეტს ანიჭებს რეგულაციის გამოყენებას.⁷⁰⁷ რეგულაცია პირდაპირ ხდება სავალდებულოდ გამოსაყენებელი სამართალი წევრ სახელმწიფოებში (*Article 288 TFEU*). მას ახასიათებს ე.წ. „*direct applicability*“ (პირდაპირი გამოყენების ვალდებულება). დირექტივები კი იძლევა მისი იმპლემენტაციის დროს წევრი სახელმწიფოების მხრიდან განსხვავებული მიდგომების არსებობის შესაძლებლობას. დირექტივა მხოლოდ დირექტივით გათვალისწინებული მიზნის მიღწევის მიმართულებით, მაგრამ წევრი სახელმწიფოების უფლებამოსილებად მიიჩნევა მიზნის მიღწევის ფორმისა და მეთოდების არჩევას. ამასთან, დირექტივა სავალდებულო სამართალი ხდება მხოლოდ ნაციონალურ სამართალში მისი იმპლემენტაციის შემდეგ. რეგულირების უპირატესობას წარმოადგენს შესაბამისად ის, რომ თავიდან იცილებს გაურკვევლობას, რომელიც თან ახლავს დირექტივის არასწორ იმპლემენტაციას.⁷⁰⁸

მაგრამ სწორია ასეთი მიდგომა? ევროპის კომისია ბიზნესგარემოსა და კაპიტალის ბაზრების რეგულირების ჰარმონიზებისკენ სწრაფვას ამართლებს კაპიტალის ბაზარზე ინვესტორთა დაცვის მაღალი დონის უზრუნველყოფის საჭიროებით. აღნიშნული არ არის საკმარისი ჰარმონიზაციის საჭიროების დასასაბუთებლად, თუ არ იქნა ასევე ნახევრები, რომ, მაგალითად, ნაციონალური დონის მარეგულირებლებს სტრუქტურულად არ შეუძლიათ დაცვის ადეკვატური დონის გარანტირება.⁷⁰⁹ ერთმნიშვნელოვანი არაა, რომ ინვესტორთა დაცვის სათანადო დონე მხოლოდ მაქსიმუმი ჰარმონიზაციის კანონმდებლობის მიღების მეშვეობით მიიღწევა, როგორც კურსიც შეინიშნება ევროპის კავშირში. მინიმუმი სტანდარტების დადგენამ შეიძლება უზრუნველყოს ის, რომ ინვესტორებიც კი, რომლებსაც ადვილად არ შეუძლიათ სამართლებრივი რეჟიმის არჩევა (სავარაუდოდ მცირე, ვიდრე ინსტიტუციონალური ინვესტორები) ადეკვატურად არიან დაცულნი, სამართლებრივი ინოვაციისა და ექსპერიმენტებისთვის ხელის შეშლის გარეშე. აღნიშნული განსაკუთრებით მნიშვნელოვანია ღიაობის დანაწესებთან მიმართებით, რადგან წარმოუდგენლად ძნელია შეაფასო ღიაობის რა დონე და სიხშირე არის ოპტიმალური კაპიტალის ბაზარზე ინფორმაციული ასიმეტრიის შემსუბუქებასა და ემიტენტებისთვის კაპიტალის ღირებულების გაძვირების თავიდან აცილებას შორის სწორი ბალანსის პოვნის კუთხით.⁷¹⁰ მაქსიმუმი ჰარმონიზაციისკენ სწრაფვა სიფრთხილეს მოითხოვს. აუცილებელია სამართლებრივი გარემოს უკეთესი ანალიზი იმ დასკვნის გამოტანამდე, რომ ერთიანი ნორმები და კაპიტალის ბაზრის ევროპული სამართლის რეგულირების ერთიანი ჩარჩო პანაცეას წარმოადგენს იმ გამოწვევებისა, რომლის წინაშეც დგას ევროპული კაპიტალის ბაზრების ინტეგრაცია.⁷¹¹

⁷⁰⁷ *Rotondo E.*, The Legal Effect of EU Regulations, Computer Law and Security Review 29 (2013), 437-445, 437.

⁷⁰⁸ იქვე, 438.

⁷⁰⁹ *Gerner-Beuerle C.*, United in Diversity: Maximum versus Minimum Harmonization in EU Securities Regulation, Capital Markets Law Journal, Vol. 7, No. 3, 2012, 317 – 342, 340.

⁷¹⁰ იქვე, 341.

⁷¹¹ იქვე, 342.

შესაბამისად იმის კითხვა, იქნებ „*comply or explain*“ (რომლის მიზანიც არის ბაზარს მიანდო იმის გადაწყვეტა, კონკრეტული სტანდარტები საკმარისი არის თუ არა ინდივიდუალური კომპანიებისთვის) უფრო სწორი მიდგომაა კრიზისის შემდეგ, ვიდრე „*one size fits all*“ მიდგომა, რომელიც აირჩია ევროპის კავშირმა. გლობალური ფინანსური კრიზისის შედეგად არსებული რეალობის გათვალისწინებით სწორი მარეგულირებელი ფორმის პოვნა მნიშვნელოვან გამოწვევას წარმოადგენს.⁷¹² ყველაზე მთავარ პრობლემას წარმოადგენს

⁷¹² აღნიშნულ პროცესში შესაძლოა პრინციპებზე დამყარებული რეგულირების (Principle Based Regulation – შემდეგში PBR) გამოყენების შესაძლებლობის განხილვა. პრინციპებზე-დამყარებული რეგულირების სფეროში წამყვანია დიდი ბრიტანეთის ფინანსური მომსახურების ორგანო (Financial Conduct Authority; ყოფილი FSA). დიდმა ბრიტანეთმა ფინანსურ რეგულირებაში პრინციპების შემოღება დაიწყო 1990 წელს. პრინციპებზე დამყარებული რეგულირება წარმოადგენს დეტალურ, პრესკრიპციულ წესებზე დაყრდნობიდან უფრო მაღალი დონის, ზოგად წესებზე ან პრინციპებზე გადასვლას იმ სტანდარტების დასადგენად, რომლის მიხედვითაც კომპანიებმა უნდა განახორციელონ საქმიანობა. „Principle-based regulation“ გულისხმობს: ფართო სტანდარტებისთვის პრიორიტეტის მინიჭებას დეტალურ დანაწესებთან მიმართებით; შედეგებზე დამყარებულ რეგულირებას; მენეჯმენტის გაზრდილ პასუხისმგებლობას (Increasing senior management responsibility) (Black J., Hopper M., Band C., Making Success of Principles Based Regulation, (2007) 1(3) Law and Financial Markets Review 191-206, 191). აღნიშნული სტრატეგიის ლოგიკას წარმოადგენს ის, რომ კომპანიები და მათი მენეჯმენტი უკეთეს პოზიციაშია, ვიდრე მარეგულირებლები მოცემული მარეგულირებელი მიზნის მიღწევისთვის. შესაბამისად, იმის ნაცვლად, რომ მარეგულირებლებმა მოახდინონ იმ პროცესებისა და მოქმედებების გამოწერა, რომლებიც უნდა განახორციელონ კომპანიებმა. ისინი განსაზღვრავენ იმ მიზნებს, შედეგებს, რომლის მიღწევაც სურთ. კომპანიები და მათი მენეჯმენტი შემდეგ თავისუფლად პოულობენ ყველაზე ეფექტიან გზას მოთხოვნილი შედეგების მისაღწევად (Black J., Hopper M., Band C., Making Success of Principles Based Regulation, (2007) 1(3) Law and Financial Markets Review 191-206, 192). თუ დაგაკვირდებით ეს ისეთივე განსხვავებაა, როგორც რეგულირებებსა და დირექტივებს შორის, უბრალოდ მთლიანად რეგულირების ფორმის დონეზე. პრინციპებზე-დამყარებული რეგულირების სასარგებლოდ მიუთითებენ, რომ მას შემოაქვს: მარეგულირებელი მოქნილობა, ზრდის კონკურენტუნარიანობას, ხელს უწყობს მარეგულირებელ ინოვაციას სახედამხედველო მეთოდების შერჩევის დროს და საშუალებას აძლევს მარეგულირებელ რეჟიმს ჰქონდეს გარკვეული გამძლეობა, მდგრადობა მუდმივად ცვალებადი საბაზრო გარემოს პირობებში. (Black J., Forms and Paradoxes of Principles Based Regulation, (2008) Capital Markets Law Journal, Vol 3., No.4, 425-457, 427.). თუმცა პრინციპებზე დამყარებული რეგულირების კრიტიკოსები თვლიან, რომ პრინციპები არ არის საკმარისად ცხადი, შესაბამისად ეს არ აძლევს ინდუსტრიას საკმარის კომფორტს იცოდეს მისი ქმედება არის თუ არა ამ დანაწესების შესაბამისი (Black J., Hopper M., Band C., Making Success of Principles Based Regulation, (2007) 1(3) Law and Financial Markets Review 191-206, 196). ამასთან, არსებობს საფრთხეც, რომ პრინციპებზე დამყარებული რეგულირება წარუმატებელი აღმოჩნდეს რეგულირებული კომპანიებისა და სახედამხედველო ორგანოების არასაკმარისი უნარების გამო. სახედამხედველო ორგანოს უნდა შეეძლოს იმის გაგება თუ რატომ აირჩია კონკრეტულმა კომპანიამ დადგენილი შედეგების მიღწევის ესა თუ ის ფორმა და როგორ უზრუნველყოფს ეს მექანიზმები დადგენილი შედეგების მიღწევას. ამასთან, აღნიშნული მოიცავს მენეჯმენტის ჩართულობის მაღალ დონეს. როდესაც ხდება მხოლოდ „compliance“-ის (სამართლებრივ ნორმებთან შესაბამისობა; ნორმების შესრულება) დეპარტამენტზე ამ ფუნქციის დელეგირებას, იზრდება ასევე „compliance“-ის ჯგუფების ტვირთიც, რაც ასევე საჭიროებს სათანადო ადამიანურ რესურსებს (Black J., Hopper M., Band C., Making Success of Principles Based Regulation, (2007) 1(3) Law and Financial Markets Review 191-206, 200).

არ უნდა იქნეს დავიწყებული, რომ ყველა წერილობით წესს (Rules), პრინციპებს ან სტანდარტებს აქვს შემდეგი შეზღუდვები: წესი წარმოადგენს მომავლის „საუკეთესო

სწორი ბალანსის პოვნა ფინანსური ბაზრებიდან საფრთხის შემცველი ფინანსური პროდუქტების აღმოფხვრასა და ბაზარზე მომხმარებელთა არჩევანისა და კონკურენციის ჯანსაღი დონის შენარჩუნებას შორის. „one size fits all“ რეგულირება შეიძლება არ აღმოჩნდეს წარმატებული ბაზრებზე, რომლებსაც ახასიათებთ მომხმარებელთა ჰეტეროგენულობა.⁷¹³

რეგულირების შექმნის დროს გათვალისწინებული უნდა იქნეს: რა მიზნებით და საშუალებებით ხორციელდება ის? რა არასასურველი შედეგები შეიძლება მოჰყვეს ამ პროცესს? ეფექტიანი რეგულირება დიდ პასუხისმგებლობას მოითხოვს, ამდენად არცოდნის შემთხვევაში უმჯობესია უარი ითქვას მასზე.⁷¹⁴ აბსოლუტური დერეგულირება მიუღებელია მუდმივად მზარდი კომპლექსურობის მქონე ბაზრებზე, მაგრამ გამოსავალს არც აბსოლუტური რეგულირება წარმოადგენს.

აღსანიშნავია, რომ მხარდამჭერები ჰყავს ინვესტორთა დაცვის რეგულირების გლობალურ დონეზე გადატანასაც. მითითებულია, რომ უნდა შეიქმნას ინვესტორთა დაცვის გლობალური სამართალი და გლობალური ორგანო. გლობალურ კითხვებს ასევე გლობალური პასუხები სჭირდება. გლობალური ფინანსურ-ეკონომიკური მოვლენა გლობალურად უნდა იქნეს დარეგულირებული. ინტერნაციონალიზაციისა და კაპიტალის ბაზრების ერთმანეთზე დამოკიდებულების ხარისხის ზრდასთან ერთად ინვესტორთა დაცვა მოითხოვს დანაწესებს, რომლებიც ვერ ეტევა ნაციონალური

გამოცნობის“ (best guess) საშუალებას. წესების შემქმნელმა უნდა გამოიცნოს, როგორ მოხდება მისი გამოყენება მომავალში. ამასთან, შესაძლებელია წარმოიშვას ახალი სიტუაცია, რომლებიც არ იყო მოსალოდნელი წესების შექმნის დროს და აღნიშნულის შედეგად მისი ინტერპრეტირება და გამოყენება შეიძლება მოხდეს ისე, რაც არ იყო გათვალისწინებული თავიდან ან არ შეესაბამება წესების შემქმნელთა სურვილს. ამასთან, თუ რა გავლენას მოახდენენ წესები ქცევაზე, ეს მხოლოდ მათზე არ არის დამოკიდებული. იგი ნაწილობრივ დამოკიდებულია მის კონკრეტულობაზე, დეტალურობასა და პრინციპულობაზე. კომპანიის საკუთარი დამოკიდებულება რეგულირების მიმართ, სტიმულების სტრუქტურა compliance-სთვის და non-compliance-ის შემთხვევაში, ნდობის დონე მარეგულირებელი რეჟიმის ფარგლებში და აღსრულების მიმართ გამოყენებული მიდგომა ასევე კრიტიკული მნიშვნელობისაა (*Black J., Hopper M., Band C., Making Success of Principles Based Regulation, (2007) 1(3) Law and Financial Markets Review 191-206, 193-194.*)

გლობალურმა ფინანსურმა კრიზისმა საფუძველი გამოაცალა პრინციპებზე დამყარებული რეგულირების სანდოობას და ის არ განიხილება ალტერნატივებს შორის. განსაკუთრებით კრიზისის პერიოდისა და პოსტ კრიზისული რეგულირების პროცესში პოლიტიკური მხარდაჭერა პრინციპებიდან დეტალურ ნორმებზე გადადის. ხდება რეგულირების უპრეცედენტო გამკაცრება ყველა მომართულებით, რაც არასწორი მიდგომაა. ფინანსური რეგულირების საგანი მუდმივი ევოლუციის პროცესში მყოფი და მოძრავი მიზანია, რომელსაც ვერასოდეს დაეწევა მარეგულირებელი. უფრო მეტი რეგულირება არ წარმოადგენს აუცილებლად სწორ გადაწყვეტას, შესაძლებელია გასაღები სხვა, ახალი ფორმის, სახის რეგულირებაში იმალებოდეს. ინფორმაციული დაცვიდან პირდაპირ მოხდა უფრო მეტ მარეგულირებელ დაცვაზე და მკაცრ რეგულირებაზე, პროდუქტის ინტერვენციაზე გადასვლა, იქნებ ეს გადამეტებული რეაქცია იყო?!

⁷¹³ *Cherednychenko O.O, Freedom of Contract in the Post-Crisis Era: Quo Vadis?, ERCL 2014, 10(3), 390-421, De Gruyter, 418.*

⁷¹⁴ *Von der Crone H.C., Linder T., Regulierung: Reputation, Vertrauen und Verantwortung, University of Zurich Open Repository and Archive, 2009, თავდაპირველად გამოქვეყნდა: Kunz P. V. (et al.), Wirtschaftsrecht in Theorie und Praxis: Festschrift für Roland von Büren, Basel (Switzerland), 2009, 729-ff., 7.*

სახელმწიფოებისა და თვით ევროპის კავშირის საზღვრებში.⁷¹⁵ საჭიროა ცხადი ლიდერი „ზემოდან“, რათა მსოფლიოში ყველა მარეგულირებელი მოქმედებდეს ერთიანი წესების მიხედვით და ერთნაირი საზედამხედველო პროცესის გამოყენებით.⁷¹⁶ სხვადასხვა ქვეყნებში განხორციელებული ღონისძიებები არ არის ჰომოგენური და შესაბამისად გამოუსადეგარია გლობალური დონის სისტემური პრობლემების აღმოსაფხვრელად. პრობლემებს ვერ გადაჭრის გლობალური „ინტელექტუალური დიზაინის“ შემუშავება ისეთ კონტექსტში, როდესაც არ არსებობს საყოველთაოდ აღიარებული წარმატების სქემა და ამასთან პოლიტიკური ჩარევა რეგულარულია. საჭიროა კონვერგენცია, დაახლოების გაზრდა თანამშრომლობის გზით, რაც დღემდე ერთადერთ სანდო საშუალებას წარმოადგენს, რათა სტიმული მიეცეს გამოსავლის პოვნისათვის საჭირო კულტურულ ცვლილებას.⁷¹⁷ გლობალურ დონეზე ასეთი განვითარების მიღწევა პოლიტიკურად ძნელად წარმოსადგენია, თუმცა რამდენიმე კრიზისის შემდეგ შეიძლება გაკეთდეს ასეთი საბოლოო დასკვნა.⁷¹⁸

აქვე უნდა აღინიშნოს, რომ ცენტრალიზაცია ყოველთვის ერთმნიშვნელოვნად სასურველი არ არის. გლობალური და ევროპის კავშირის ფინანსური მარეგულირებელი კვლავ იძულებული იქნება, დაეყრდნოს ნაციონალურ მარეგულირებლებს რეგულირების იმპლემენტაციისთვის. ნორმათა დიდი რაოდენობა კვლავ დარჩება ზოგადი პრინციპების დონეზე, რათა შეძლოს ადგილობრივი პირობებისა და კულტურის გათვალისწინება.⁷¹⁹ მსოფლიო ფინანსური ორგანიზაციის შექმნის არაპრაქტიკულობა ხაზს უსვამს საერთაშორისო მარეგულირებელ საკითხებში ნაციონალური მარეგულირებელი ზედამხედველობის დიდ მნიშვნელობას, თვით ტრანსნაციონალური ბაზრებისა და ბაზრების მონაწილეების არსებობის საუკუნეშიც კი. ნაციონალური მარეგულირებლები თითქმის ყოველთვის დარჩებიან ეკონომიკური კრიზისის დროს პირველ პასუხისმგებელ პირებად. საერთაშორისო პასუხები, მაშინაც კი, როდესაც გლობალური ეკონომიკა დგას საფრთხის წინაშე, შეიძლება არ იყოს საკმარისად სწრაფი, რათა დაძლიოს მუდმივი ევოლუციის პროცესში მყოფი ფინანსური ბაზრებისა და საზღვრებს გარეთ კაპიტალის მოძრაობის მიერ შექმნილი გამოწვევები. საერთაშორისო ორგანიზაციების მიერ კონკრეტული წინადადებების შემუშავება არის რთული პროცესი, რომელიც ხშირად ხანგრძლივ პერიოდს, დროს მოითხოვს. შედეგად შექმნილ საკანონმდებლო ვაკუუმში, ნაციონალური მარეგულირებლები, როგორც წესი, წარმოადგენენ დაცვის

⁷¹⁵Laimer S., Perathoner C., Anlegerschutz durch Kapitalmarktregulierung in der Finanzkrise, in Hilpold P., Steinmair W. (Hrsg.), Neue europäische Finanzarchitektur, Springer-Verlag, Berlin- Heidelberg, 2014, 162-163.

⁷¹⁶Black J., Restructuring global and EU financial regulation: Character, Capacities, and Learning, in Wymeersch E., Hopt K.J., Ferrarini G. ed., Financial Regulation and Supervision: A post-Crisis analysis, Oxford University Press, Oxford, 2012, 45-46.

⁷¹⁷Conti V., Rethinking Regulation and Oversight to learn the Lesson from the Crisis, Lecture given at the University of Siena, 27 Mai 2011, 11-12.

⁷¹⁸Black J., Restructuring global and EU financial regulation: Character, Capacities, and Learning, in Wymeersch E., Hopt K.J., Ferrarini G. ed., Financial Regulation and Supervision: A post-Crisis analysis, Oxford University Press, Oxford, 2012, 45-46.

⁷¹⁹იქვე, 45-46.

პირველ ხაზს ფინანსური არასტაბილურობის წინააღმდეგ. გლობალური ფინანსური კრიზისის დროსაც თავდაპირველად სწორედ ნაციონალურმა მარეგულირებლებმა განახორციელეს მნიშვნელოვანი ქმედებები, ფინანსური ინსტიტუტების გადარჩენის ჩათვლით.⁷²⁰

შესაბამისად, არსებობს მოსაზრებაც, რომ პრობლემატურია გლობალურ დონეზე რეგულირებების, მარეგულირებლებისა და აღსრულების სტანდარტიზება. მიუხედავად, იმისა რომ სტანდარტიზებას და კოორდინაციას შეუძლია ტრანზაქციის ხარჯების შემცირება, კაპიტალის ბაზრის კონტექსტში რისკების მართვის ტექნიკის სტანდარტიზებამ გამოიწვია, რომ ბაზრის მონაწილეები მოქმედებდნენ უნისონში და ერთი და იგივე შეცდომები ერთად ჩაიდინეს, რამაც გაზარდა სისტემური კრიზისის ალბათობა. მარეგულირებლების ერთნაერი მოქმედება ზრდის უფრო მოცულობითი და გლობალური კრიზისის საფრთხეს, რადგან იმავე შეცდომებს ყველა ერთდროულად უშვებს.⁷²¹ სტანდარტიზება და ჰარმონიზება ქმნის ენდოგენური, შიდა რისკის საფრთხეს. გლობალური ფინანსური კრიზისის დროს რისკების მოდულების მსგავსებამ, ერთნაირობამ გამოიწვია, რომ ბაზრის მონაწილეთა პასუხები, ქცევა იყო მსგავსი, რამაც გაზარდა ის რისკი, რომელიც მათ უნდა შეემცირებინათ. რისკების შემსუბუქების მიზნით შექმნილი მარეგულირებელი მოთხოვნების სტანდარტიზებამ, თუ ის დეფექტურია, შეიძლება გამოიწვიოს რისკების უფრო სწრაფი გავრცელება ვიდრე სტანდარტების მრავალფეროვნებამ.⁷²²

მარეგულირებელი შეცდომები აშკარაა სხვადასხვა მიზეზების გამო. მარეგულირებელი ნორმები ხშირად ფუნქციონირებენ იმ კონტექსტში, სადაც ძალიან ცოტას – ბაზრის მონაწილეთა ჩათვლით – ესმის ეს ნორმები სრულად. რადგან მარეგულირებლები არ წარმოადგენენ ბაზრის აქტიურ მონაწილეებს, მათ შეიძლება ყოველთვის სწორად ვერ შეაფასონ მარეგულირებელი ჩარევის შედეგები, თუმცა შეიძლება ჰქონდეთ უკეთესი მაკროდონის ინფორმაცია კერძო კომპანიებთან შედარებით, ან ასევე ინსაიდერული ინფორმაცია, რომელიც არ არის ხელმისაწვდომი ამ კომპანიებისთვის. თითოეული ეს უპირატესობა სწორად უნდა იქნეს გამოყენებული მარეგულირებელი სტრატეგიის შემუშავების დროს. შესაძლებელია საჭირო იყოს დუალისტური, კერძო/საჯარო, რეგულირების შექმნა, რომელიც გარკვეულ სფეროებში მოიცავს სახელმწიფო რეგულირებას, გარკვეულ სფეროებში – კერძო რეგულირების გაძლიერებას, კერძო რეგულირების ეფექტიანობის სტიმულის შექმნას. არასწორი რეგულირება ძალიან ძვირია. მთავრობებმა უნდა გამოიყენონ რესურსები, რათა შექმნან და აღასრულონ ახალი წესები ძლიერი ეკონომიკური მოთაბამეებისთვის, როგორც არის: ბანკები, სადაზღვევო კომპანიები და ფასიანი ქაღალდების კომპანიები. შემდგომ ამ რეგულირებულმა

⁷²⁰ Brummer C., *Soft law and the Global Financial System – Rule making in the 21th century*, Cambridge University Press, Cambridge, 2012, 271-272.

⁷²¹ Juurikkala O., *The Behavioural Paradox: Why Investor Irrationality calls for Lighter and Simpler Financial Regulation*, Fordham Journal of Corporate & Financial Law, Vol. XVIII, 2012, 33-93, 90-92.

⁷²² Black J., *Restructuring Global and EU Financial Regulation: Character, Capacities, and Learning*, in Wymeersch E., Hopt K.J., Ferrarini G. ed., *Financial Regulation and Supervision: A post-Crisis Analysis*, Oxford University Press, Oxford, 2012, 46.

დაწესებულებებმა უნდა განახორციელონ სათანადო ნაბიჯები, რათა შეცვალონ თავიანთი ქცევა და თავიდან აიცილონ დაწესებული ნორმების დარღვევა. აღნიშნული პროცესი ხშირად მოიცავს მესამე პირის დაქირავებას: იურისტები, კონსულტანტები, ბუღალტრები. თითოეული ეს ხარჯი მნიშვნელოვნად იზრდება ბაზრის მონაწილეთა შეცდომის გამო. მიუხედავად ამდენი ხარჯისა, რეგულირება შეიძლება იყოს ცუდად შემუშავებული ან არაეფექტიანი. ფინანსური საქმიანობის საფუძვლიანი გაგების გარეშე, უცოდინარობის შემთხვევაში, მარეგულირებლებმა შეიძლება აიძულონ რეგულირებული ერთეულები, რომ არასწორი მიმართულებით წარმართონ თავიანთი მცდელობები და დახარჯონ დრო და ფული იმ მარეგულირებელი ნორმების მორჩილებისთვის, რომლებიც თავიდანვე არასწორად არის შემუშავებული.⁷²³

კაპიტალის ბაზარზე არსებობს ფინანსური პროდუქტები, რომლებიც ინვესტორთა უმრავლესობისთვის, განსაკუთრებით მცირე ინვესტორებისთვის, გაუგებარი და არასათანადოა. აღნიშნულ პროდუქტებთან მიმართებით ლოგიკური იქნებოდა მათი შექმნის აკრძალვა, ვიდრე იმის კონტროლი, რომ ფინანსურმა მრჩეველმა კონკრეტული კატეგორიის ინვესტორს არ ურჩიოს ეს პროდუქტი. მაგრამ, კანონმდებლისთვის სირთულეს წარმოადგენს, ფეხი აუწყოს ფინანსური ბაზრის განვითარებას, სადაც სულ ახალი ფინანსური ინსტრუმენტების შემუშავება და შეთავაზება ხდება. მარტო იმის გადაწყვეტა, რომელი ფინანსური პროდუქტის აკრძალვა უნდა მოხდეს და რომლის არა, მიგვიყვანს პრაქტიკულ პრობლემებთან, რადგან რისკების რაოდენობრივი გამოსახვა და ერთმანეთისგან განსხვავება ძნელია. ამასთან ამას მოჰყვება პროდუქტების შემთავაზებლების მიერ საკანონმდებლო ხარვეზების გამოყენება და ისინი შეეცდებიან საკუთარი პროდუქტები კანონმდებლის მიერ დადგენილი აკრძალვის ზღვარს ქვემოთ შეინარჩუნონ. ამიტომაც აკრძალვები არ უნდა იყოს კანონმდებლის პირველი არჩევანი პრობლემის გადაჭრის ძიებაში.⁷²⁴

კრიზისის შემდგომ სიფრთხილეა საჭირო, რომ არ მოხდეს ზედმეტი რეაგირება. მიუხედავად იმისა, რომ პრაქტიკულად არც ერთი მხარე აღარ დაობს სახელმწიფოსთვის ახალი (უფრო აქტიური?) როლის მინიჭების შესახებ. მაინც საჭიროა კრიზისის შედეგად გამოწვეული ჩქარი დასკვნების გაკეთებისა და გადაწყვეტილებების მიღების საფრთხის გათვალისწინება. კრიზისის მიერ სტიმულირებული რეგულირება, როგორც წესი, მიდრეკილია ზედმეტი რეაქციებისკენ, რათა მოახდინოს პოლიტიკური გადაწყვეტილებების მიმღებთა მოქმედების უნარის დემონსტრირება. აღნიშნული ხშირად გვერდს უვლის ნამდვილი ნაკლოვანებებისა და მათი გამომწვევი მიზეზების საფუძვლიან ანალიზს. თითოეული რეფორმა საჭიროებს ფართომასშტაბიან საჯარო დისკუსიას, რასაც დრო სჭირდება. მამოძრავებელი პრინციპი უნდა იყოს საფუძვლიანობა და არა სიჩქარე.⁷²⁵ აუცილებელია დაბალანსებული

⁷²³ Brummer C., *Soft law and the Global Financial System – Rule making in the 21th century*, Cambridge University Press, Cambridge, 2012, 264.

⁷²⁴ Eberius R., *Regulierung der Anlageberatung und Behavioural Finance – Anlegerleitbild: Homo Economicus vs. Realität*, Kölner Wissenschaftsverlag, Köln, 2013, 123.

⁷²⁵ Thiele A., *Finanzaufsicht, Jus Publicum, Bank 229*, Mohr Siebeck, Tübingen, 2014, 6.

მიდგომის გამოყენება, რათა მომხმარებლებმა ისარგებლონ ერთიან ბაზარზე არსებული შესაძლებლობებით, მაშინ როდესაც პროვაიდერები შეძლებენ გააგრძელონ ინოვაცია და კონკურენცია. შესაძლებელია, რომ სპეციფიკური საკანონმდებლო დანაწესები შეიქმნას მხოლოდ ყველაზე უფრო მგრძობიარე მომხმარებლისთვის. ეს გაუთანაბრდება „სოციალურ კანონმდებლობას“, ვიდრე ბაზრის რეგულირებას და მოხდება მგრძობიარე მომხმარებლისთვის სპეციფიკური პროდუქტის შეთავაზება სხვა საშუალებებით, ვიდრე ტრადიციული ბაზრების მეშვეობით.⁷²⁶

მნიშვნელოვან საკითხს წარმოადგენს რეგულირების აღსრულებისა და დარღვევების სანქცირების საკითხი. ევროპის კავშირის მიერ შექმნილი სამართალი ასევე ევროპულ აღსრულების სისტემას საჭიროებს. ეფექტიანი აღსრულების სისტემის შექმნის გარეშე არ არის საკმარისი მხოლოდ დაცვის მაღალი სტანდარტის დადგენა. ევროპის კავშირში მეტი ყურადღება უნდა დაეთმოს არსებული დირექტივების და დანაწესების სათანადო იმპლენტაციისა და აღსრულების უზრუნველყოფას. აღმოჩენილი პრობლემების საფუძველზე უნდა მოხდეს არა საჩქაროდ ახალი რეგულირებების შექმნა ან ძველის შეცვლა, არამედ იმის დაშვებაც, რომ იქნებ პრობლემა არასწორ, არასრულყოფილ აღსრულებაშია. აუცილებელია არსებული დანაწესების დარღვევების სათანადოდ სანქცირება.⁷²⁷ იშვიათი არ არის, როდესაც რეგულირებების გამოცემის დროს მათ სამომავლო აღსრულებას ძალიან ცოტა მნიშვნელობა ენიჭება. ხშირად არსებული პრობლემების დასაძლევად საკმარისია წინაპირობების შექმნა, რათა სამომავლოდ მოხდეს უკვე არსებული რეგულირებების თანმიმდევრული აღსრულება.⁷²⁸ აღსრულების ეფექტიანობის გაუმჯობესების გარეშე მარეგულირებელი დანაწესები არ იქნება შედეგის მომტანი. ევროპის კავშირში აშკარაა დადგენილი დანაწესების ჰომოგენური გამოყენების უზრუნველყოფის პრობლემა. მნიშვნელოვანი განსხვავებები და ძალიან ცოტა ჰარმონიზება არსებობს ევროპის კავშირის მასშტაბით სანქციებთან მიმართებით. კაპიტალის ბაზრის სამართლებრივი ვალდებულებების დარღვევების სანქცირების მიმართულებით გამოსაყენებელი ევროპული დირექტივების დანაწესები ხშირ შემთხვევაში ბუნდოვანია.⁷²⁹ სამოქალაქო სამართლებრივი პასუხისმგებლობის საკითხი კაპიტალის ბაზრის სამართლებრივი ნორმების დარღვევის შემთხვევაში ნაციონალური სამართლის რეგულირების სფეროში ექცევა და არ არის დარეგულირებული ევროპის კავშირის დონეზე. საჭიროა, სანქციებისა და აღსრულების სტანდარტული სისტემის შექმნა.

მარეგულირებელი ტენდენცია სულ უფრო მეტად მიმართულია ინდივიდუალური ინვესტორის დაცვაზე დამყარებული კონცეფციისკენ. ინვესტორთა დაცვის მიმართულებით განხორციელებულ რეფორმებს თუ

⁷²⁶ *Minor J.*, Consumer Protection in the EU: Searching for the Real Consumer, European Business Organization Law Review, Volume 13, Issue 02, June 2012, 163-168, 167-168.

⁷²⁷ *Ayadi R.*, Integrating Retail Financial Markets in Europe – Between uncertainties & challenges, Centre for European Policy Studies, Brussels, 2011, ხელმისაწვდომია: www.ssrn.com, 48-49.

⁷²⁸ *Von der Crone H.C., Linder T.*, Regulierung: Reputation, Vertrauen und Verantwortung, University of Zurich Open Repository and Archive, 2009, თავდაპირველად გამოქვეყნდა: *Kunz P. V. (et al.)*, Wirtschaftsrecht in Theorie und Praxis: Festschrift für Roland von Büren, Basel (Switzerland), 2009, 729-ff., 8.

⁷²⁹ *Einsele D.*, Kapitalmarktrecht und Privatrecht, JZ 14 (2014), 703-714, 713-714.

გადავხედავთ იქმნება შთაბეჭდილება, რომ ინვესტორები კაპიტალის ბაზრებზე დაცულნი არიან ყველა რისკისგან. ასეთი იმიჯის შექმნა არასწორი და მიუღწევადია. მარეგულირებლები აღნიშნულით ქმნიან განცდას, რომ ყველაფერს არეგულირებენ და აბსოლუტურ დაცვას სთავაზობენ ინვესტორებს, რაც შეიცავს ზემოთ უკვე აღნიშნულ ე.წ. „moral hazard“-ის საფრთხეს. ინვესტირება რისკიანი ბიზნესია და რეგულირებამ უფრო მეტი ადგილი უნდა დაუთმოს ინდივიდუალური ინვესტორის პირად პასუხისმგებლობას. არ უნდა დავივიწყოთ, რომ ინვესტორებს აქვთ ასევე საკუთარი პასუხისმგებლობა, როდესაც ისინი იღებენ რისკიან ბაზრებზე მონაწილეობის გადაწყვეტილებას.

ევროპელმა მარეგულირებელმა, ამომრჩეველთა თვალში პოზიციების გასამყარებლად, მნიშვნელოვნად გადაწონა სასწორი ინვესტორთა ინდივიდუალური დაცვისკენ და დაარღვია ბალანსი ინდუსტრიის საზიანოდ. კრიზისამდე არსებული რეგულირება შეიძლება უფრო ინსტიტუციური დაცვის მიმართულებით რეგულირებად განვიხილოთ, რომელიც ორიენტირებული იყო ბაზრის ფუნქციონირების უნარზე. გლობალური ფინანსური კრიზისის შემდეგ აღნიშნული მიდგომა რადიკალურად შეიცვალა და რეგულირება უფრო ინდივიდუალური დაცვისკენ წავიდა. მიუხედავად იმისა, რომ ინდივიდუალური დაცვისკენ შემობრუნება უდავოდ სწორ მიმართულებას წარმოადგენს, საეჭვოა, რამდენად სწორია ინდივიდუალურ ინვესტორთა დაცვის ასეთი რადიკალური ფორმის არჩევა. ინდივიდუალურ ინვესტორთა დაცვა, ზოგადი ფუნქციონირების დაცვის პერსპექტივიდან (განსხვავებით ინსტიტუციურ ინვესტორთა დაცვისა, რომელიც აუცილებელია, რათა იფუნქციონიროს ბაზარმა), არ არის აუცილებელი. რეალურად ინდივიდუალურმა ინვესტორთა დაცვამ შეიძლება გამოიწვიოს მთლიანი სისტემის დესტაბილიზაცია, რადგან მოხდება რისკიანი ინვესტიციების განხორციელების ზრდა სახელმწიფოს მხრიდან დაცვაზე დაყრდნობით. თითოეული ინვესტორი თავს გრძნობს დაცულად, რადგან საკუთარი ზიანისთვის პასუხისმგებლობა შეიძლება დააკისროს, სულ მცირე, სახელმწიფო ორგანოს. შესაბამისად, ის უფრო მეტად არის მზად, დიდი რისკების ასაღებად დიდი მოგების მიღების იმედით. ინდივიდუალურ ინვესტორთა რადიკალური დაცვა მიზანშეუწონლად უნდა იქნეს მოჩნეული. რა თქმა უნდა, ეს დაკვირვება ხელს არ უშლის კანონმდებელს, პუნქტუალურად გაითვალისწინოს ინდივიდუალურ ინვესტორთა დაცვა იქ, სადაც როგორც ზიანის ოდენობა, ასევე პირთა წრე გონივრულ ფარგლებში ექცევა.⁷³⁰

ინვესტორთა დაცვის ზედმეტად მაღალ დონეს ხანგრძლივ პერსპექტივაში შეიძლება ჰქონდეს არასასურველი შედეგი იმ კუთხით, რომ ინდივიდები სულ უფრო ნაკლებად შეძლებენ პასუხისმგებლობის აღებას საკუთარ გადაწყვეტილებებზე და სულ უფრო მეტად დამოკიდებულნი გახდებიან დამცავ რეგულირებაზე. აღნიშნული გამოიწვევს სულ უფრო მზარდად ინტერვენციული რეგულირების შექმნის საჭიროებას. ბაზრის მონაწილეები „არ სწავლობენ“, როდესაც რეგულირება არ ელოდება სწავლების პროცესს ინდივიდებისგან, არამედ ცდილობს თვითონ წარმართოს მათი ქცევა თავიდანვე „სწორი“ მიმართულებით. შესაბამისად, ზედმეტად დამცავი

⁷³⁰Thiele A., Finanzaufsicht, Jus Publicum, Bank 229, Mohr Siebeck, Tübingen, 2014,101.

რეგულირება შეიცავს თვითკონტროლის უნარის შემცირების რისკს და აუქმებს შესაძლებლობას რომ ბაზრის მოთამაშეები გახდნენ ბაზრის თავდაჯერებული მონაწილეები, რომლებიც სწავლობენ თავიანთ პოზიტიურ და ნეგატიურ გამოცდილებაზე.⁷³¹ ისინი, ვისაც ეკისრებათ პასუხისმგებლობა თავიანთი გადაწყვეტილებებისთვის, უკეთეს გადაწყვეტილებებს იღებენ, ვიდრე ისინი, ვისაც არ აქვს ასეთი პასუხისმგებლობა.⁷³²

მარეგულირებლების დონეზე არსებობს ბაზარზე არსებული ინოვაციების, გაზრდილი ფინანსური კომპლექსურობის, პროდუქტებისა და საქმიანობის უკეთ გაგების საჭიროება. მარეგულირებლებს სჭირდებათ, უკეთ ერკვეოდნენ ბაზრის დინამიკაში, თუ როგორ მოქმედებს ფინანსური ინოვაცია და საქმიანობა, რათა გრძელვადიანი, ეფექტიანი და შესაბამისი რეგულირება შეიმუშავონ.⁷³³ მარეგულირებლებმა უნდა შეცვალონ თავიანთი „ანტიკვარული“ მიდგომები კაპიტალის ბაზრის რეგულირების მიმართ და საკუთარ რიგებში ისეთი თანამშრომლები აიყვანონ, ვისაც ესმის ინოვაციური ფინანსური პროდუქტები და საქმიანობის მოდელები.

მოსაგვარებელია ასევე, გატარებული მოცულობითი რეფორმების სისტემური დალაგების პრობლემა. კანონმდებლის პუნქტუალური მიდგომის შედეგად რთული ხდება არსებული ნორმების ერთმანეთთან შეთანხმება, კოორდინირება, რასაც, თავის მხრივ მოჰყვება შეფასების წინააღმდეგობები და სამართლებრივი უსაფრთხოებისთვის საფრთხის შექმნა.⁷³⁴

ამასთან, უნდა მოხდეს ნორმატიული გადაფასება იმისა, თუ რის მიღწევას უნდა ცდილობდეს რეგულირება. მიუხედავად ფინანსური რეგულირების ნორმატიული მიზნების შესახებ ფართო კონსენსუსისა (ფინანსური სტაბილურობა, ინვესტორთა დაცვა და ბაზრის ბოროტად გამოყენების თავიდან აცილება), ნაკლები კონსენსუსი არსებობს იმასთან დაკავშირებით, თუ რას ნიშნავს თითოეული მათგანი სხვადასხვა შემთხვევებში და რა ზომების მიღება შეიძლება ამ მიზნების მიღწევისთვის.⁷³⁵ სწორად და ფრთხილად უნდა იქნეს შერჩეული რეგულირების ინსტრუმენტები. შეფასებული უნდა იქნეს რომელ სიტუაციაში უნდა მოხდეს უფრო დეტალურ ნორმებზე და რომელ სიტუაციაში ზოგად აბსტრაქტულ პრინციპებზე დაყრდნობა.⁷³⁶

⁷³¹ Franck J.U., Purnhagen K., Homo Economicus, Behavioral Sciences, and Economic Regulation: On the Concept of Man in Internal Regulation and its Normative Basis, in Mathias K. ed., Law and Economics in Europe, Springer, Dordrecht, 2014, 360.

⁷³² „Jene, die Verantwortung für ihre Entscheidungen tragen müssen, bessere Entscheidungen treffen als jene, die das nicht müssen“. Janssen M., Kocher D., Bundesgesetz über die Finanzdienstleistungen (Finanzdienstleistungsgesetz, FIDLEG) – Gutachten zu ausgewählten Aspekten aus ökonomischer Sicht, ECOFIN, 2.Juli 2014, 28.

⁷³³ Conti V., Rethinking Regulation and Oversight to learn the Lesson from the Crisis, Lecture given at the University of Siena, 27 Mai 2011, 11-12.

⁷³⁴ Petsch A., Kapitalmarktrechtliche Informationspflicht versus Geheimhaltungsinteressen des Emittenten, Studien zum Handels-, Arbeits- und Wirtschaftsrecht, Band 143, Nomos, Baden-Baden, 2012, 36.

⁷³⁵ Black J., Restructuring Global and EU Financial Regulation: Character, Capacities, and Learning, in Wymeersch E., Hopt K.J., Ferrarini G. ed., Financial Regulation and Supervision: A post-Crisis Analysis, Oxford University Press, Oxford, 2012, 5.

⁷³⁶ Weber R.H., Theorie und Praxis der Finanzmarktregulierung, SZW/RSDA, 6/2014, 577-588, 586.

მარეგულირებლები სწავლობენ გამოცდილების ლიმიტირებული წრის საფუძველზე. გლობალური ფინანსური კრიზისი იყო მნიშვნელოვანი გამოცდილების მიღების საშუალება, მაგრამ მან მარეგულირებლები დატოვა დიდ გაურკვეველობაში. ადრინდელი საბანკო კრიზისებიდან არც ერთმა განს არ მოუხდენია ასეთი მასშტაბური გავლენა გლობალურ ფინანსურ სისტემაზე ერთიანად. არსებობს ფართოდ აღიარებული სირთულეები იმ ორგანიზაციებისთვის, რომლებიც ცდილობენ ლიმიტირებული გამოცდილებიდან სწავლას. გამოტანილი გაკვეთილები შეიძლება უკავშირდებოდეს ამ კრიზისს, მაგრამ არ იყოს მნიშვნელოვანი შემდეგი კრიზისისთვის, რომელსაც შეიძლება სხვა ფორმა ჰქონდეს.⁷³⁷

IV.3. ინვესტორთა დაცვის ქართული კანონმდებლობა გლობალური ფინანსური კრიზისის შემდგომ პერიოდში

გლობალური ფინანსური კრიზისის დასაწყისში საქართველოში კამათობდნენ, შეეხებოდა თუ არა გლობალური ფინანსური კრიზისი საქართველოს. არსებობდა მოსაზრება, რომ საქართველოს ეკონომიკა მისი მოკრძალებული მასშტაბების გამო იმდენად მცირედ არის ინტეგრირებული საერთაშორისო ეკონომიკურ სივრცეში, რომ მსოფლიო ფინანსური კრიზისი მასზე არ აისახებოდა. ეს მოსაზრება მცდარი აღმოჩნდა, რაც პრაქტიკამაც დაადასტურა. რეცესია შეეხო ყველა მნიშვნელოვან პარტნიორ ქვეყანას, რომელთანაც საქართველოს ეკონომიკური ურთიერთობა აქვს და ეს აუცილებლად მოქმედებს თვითონ საქართველოს ეკონომიკაზე. ამასთან, საქართველო ჩართულია გლობალიზაციის პროცესებში და ქვეყნის ეკონომიკაც მეტ-ნაკლებად რეაგირებს მსოფლიოში მიმდინარე მოვლენებზე.⁷³⁸ ფინანსური კრიზისი საქართველოზე ორი მიმართულებით აისახა: ერთი მხრივ, შემცირდა მოხმარება, დაეცა გაყიდვები და მოხდა ფასების მკვეთრი ზრდა; მეორე მხრივ, ეკონომიკაში გაჩნდა უნდობლობის მომენტი, შემცირდა საინვესტიციო აქტიურობა.⁷³⁹ თავდაპირველად გაძვირდა საბანკო სესხები, რასაც მოჰყვა სესხის მიღების გართულება, შეჩერდა უძრავ ქონებაზე ფასების ზრდა და ამან უძრავი ქონება არალიკვიდური გახადა,⁷⁴⁰ თუმცა მსოფლიო ეკონომიკური კრიზისის გავლენა საქართველოში შედარებით ნაკლებად იგრძნობოდა, რაც განპირობებულია ქვეყნის ეკონომიკის მსოფლიო ეკონომიკაში შედარებით დაბალი ინტეგრირებულობით. მაგრამ მთავარი მიზეზი მოცემულ ისტორიულ მომენტში იყო ის, რომ საქართველომ ამ დროისათვის მიიღო უპრეცედენტო დახმარება რუსეთ-საქართველოს 2008

⁷³⁷Black J., Restructuring Global and EU Financial Regulation: Character, Capacities, and Learning, in Wymeersch E., Hopt K.J., Ferrarini G. ed., Financial Regulation and Supervision: A post-Crisis Analysis, Oxford University Press, Oxford, 2012, 44.

⁷³⁸ძნელადი ლ., მსოფლიო კრიზისი და ქართული ეკონომიკის პერსპექტივები, სოციალური ეკონომიკა, 1(13)/2011, 254.

⁷³⁹ბარათაშვილი ე., საქართველო მსოფლიო ეკონომიკური კრიზისის ფონზე, სოციალური ეკონომიკა, 1(13)/2011, 52.

⁷⁴⁰ვერეშაშვილი თ., გლობალური ეკონომიკური კრიზისის ანატომია, გლობალიზაცია, მსოფლიო კრიზისი და სამხრეთ კავკასია, საერთაშორისო სამეცნიერო-პრაქტიკული კონფერენცია, 16-17 მაისი, 2009, ქუთაისი, 2009, 30.

წლის ომით გამოწვეული შედეგების გამოსასწორებლად.⁷⁴¹ მიუხედავად ამისა, საქართველოს უნდა ჰქონდეს ანტიკრიზისული პროგრამა მოსალოდნელი კრიზისების პრევენციისა და მისგან გამომდინარე ნეგატიური შედეგების თავიდან ასაცილებლად.⁷⁴² გლობალური ფინანსური კრიზისის შემდეგ, რაიმე სპეციალური პროგრამა ფასიანი ქაღალდების ბაზრის ან ინვესტორთა დაცვისათვის სამართლებრივი რეფორმის კუთხით, სპეციალურად გამომდინარე ფინანსური კრიზისიდან, არ განხორციელებულა. საქართველოში მსოფლიო საფინანსო კრიზისის შემდეგ განხორციელებული ღონისძიებებიდან აღსანიშნავია ზოგიერთი ისეთი ღონისძიება, რომელიც კი არ ზრდის რეგულირებისა და ზედამხედველობის ხარისხს კაპიტალის ბაზარზე, არამედ პირიქით, ახდენს მის შემდგომ ლიბერალიზაციას.

საქართველოს ეროვნული ბანკის პრეზიდენტის 2010 წლის 28 დეკემბრის N170/01 ბრძანებით დამტკიცდა „უცხო ქვეყნის აღიარებული საფონდო ბირჟების ნუსხისა და მათზე სავაჭროდ დაშვებული ფასიანი ქაღალდების მფლობელის მიერ საქართველოში ფასიანი ქაღალდების საჯარო შეთავაზების განხორციელების წესი“ და „უცხო ქვეყნის აღიარებული საფონდო ბირჟების ნუსხა“.⁷⁴³ აღნიშნული წესის მიხედვით ემისიის პროსპექტის დაუმტკიცებლად საქართველოში ფასიანი ქაღალდების საჯარო შეთავაზება შეიძლება განხორციელდეს: 1.ფასიანი ქაღალდების, რომელიც დაშვებულია უცხო ქვეყნის ერთ-ერთ აღიარებულ საფონდო ბირჟაზე (მე-3 მუხლი, პ. 1); 2.ფასიანი ქაღალდების, რომელიც შეიძლება არ იყოს დაშვებული უცხო ქვეყნის საფონდო ბირჟის სისტემაში, მაგრამ იმ პირობით თუ მისი ემიტენტის სხვა ფასიანი ქაღალდები დაშვებულია ბირჟაზე (მე-3 მუხლი, პ. 2). თუ პირველ შემთხვევაში ინვესტორს შეუძლია ნახოს ინფორმაცია ფასიანი ქაღალდების შესახებ მისი ემისიის ადგილის მიხედვით, მეორე შემთხვევაში არის რისკი, რომ ინვესტორისათვის შეუძლებელი იქნება ფასიან ქაღალდებზე ინფორმაციის მიღება, რადგანაც შესაძლებელია მათზე საერთოდ არ არსებობდეს საემისიო პროსპექტი. რისკის შემცველია აგრეთვე ე.წ. „აღიარებული საფონდო ბირჟების ნუსხა“, რომელიც დამტკიცებულია სეპის ზემოთ მითითებული ბრძანებით და სადაც მოცემულია 111 ქვეყნის ბირჟების ჩამონათვალი. „აღიარებულობის“ კრიტერიუმში მოცემული არ არის და ინვესტორისათვის ნდობის ჩამოსაყალიბებელ ერთადერთ გზად სეპის მოსაზრების გაზიარება ან არ გაზიარება რჩება. ფასიანი ქაღალდების საჯარო შეთავაზებისათვის, თუ საქმე ეხება ახალი კლასის ფასიანი ქაღალდების ემისიას, უნდა არსებობდეს ერთიანი რეჟიმი ყველა ემიტენტისათვის – იქნება ის რეზიდენტი, თუ არა. ამას ამტკიცებს ისიც, რომ 2013 წლის პირველ აპრილს საქართველოს ეროვნული ბანკის პრეზიდენტის N33/04 ბრძანებით შეტანილ იქნა ცვლილებები აღნიშნულ ბრძანებაში და „აღიარებულ ბირჟათა“ სიაში 111-დან დარჩა 88 ქვეყნის ბირჟები.⁷⁴⁴

⁷⁴¹ *დე ვაალი თ.*, საქართველოს არჩევანი: მომავლის დაგეგმვა გაურკვევლობის პერიოდში, ვაშინგტონი, 2011, 9.

⁷⁴² *პავლიაშვილი ს.*, მსოფლიო ეკონომიკური კრიზისი და საქართველო, სოციალური ეკონომიკა, 1(13)/2011, 35-37.

⁷⁴³ <https://matsne.gov.ge/ka/document/view/1161109>.

⁷⁴⁴ <https://matsne.gov.ge/ka/document/view/1885162>.

2009 წლის 24 სექტემბერს „ფასიანი ქაღალდების ბაზრის შესახებ“ კანონში განხორციელებული ცვლილებებით, ამ კანონის აღსრულება და ფასიანი ქაღალდების ბაზრის ზედამხედველობა საქართველოს ეროვნულ ბანკზე გადავიდა. სებ-ი გახდა ფინანსური სექტორის მეგარეგულატორი. „საქართველოს ეროვნული ბანკის შესახებ“ საქართველოს ორგანული კანონითაც, სებ-ის ერთ-ერთი ფუნქცია საფინანსო სექტორის ზედამხედველობაა (მე-3 მუხლი, პ. 3, ქვეპ. „ბ“), რომელსაც ის ასრულებს „ეროვნული ბანკის საფინანსო სექტორის ზედამხედველობის კომიტეტის“ მეშვეობით (მუხლი 16). სებ-ის მიერ საფინანსო სექტორის ზედამხედველობის მიზნები, ამოცანები და მისი უფლებები მოცემულია კანონის VIII თავში - „საფინანსო სექტორის ზედამხედველობა“. აქ ხაზგასმულია ინვესტორთა უფლებების დაცვის ამოცანა (მუხლი 47) და ნორმები კონკრეტულად, რომლებიც უნდა განხორციელოს აღნიშნული ფასიანი ქაღალდების ბაზარზე (მუხლი 52). ამასთან, 2009–2010 წელს განხორციელებული ცვლილებებით „ფასიანი ქაღალდების ბაზრის შესახებ“ კანონით გათვალისწინებული სანქციები გაიზარდა. კანონის 55-ე მუხლის პირველი პუნქტის თანახმად „ფასიანი ქაღალდების შესახებ კანონმდებლობის დარღვევის სახეები განისაზღვრება ამ კანონით, ხოლო სახდელის ოდენობები და მათი დაკისრების წესი—საქართველოს ეროვნული ბანკის მიერ დადგენილი წესით“. სასურველი იყო, რომ სახდელების დაკისრების წესი და ოდენობა გაწერილი ყოფილიყო კანონში. კანონში უნდა იყოს მოცემული, თუ როგორ ახორციელებს საქართველოს ეროვნული ბანკი ფასიანი ქაღალდების ბაზრის ზედამხედველის ფუნქციებს საქართველოს ეროვნული ბანკის, როგორც ფასიანი ქაღალდების ბაზრის მონაწილის მიმართ.

შევიცარიის მაგალითი მცირე ინვესტორთა დაცვის ევროპული რეფორმების გათვალისწინებისათვის საქართველოში

მთავარი ლოგიკური კითხვა, რომელიც უნდა დაისვას საქართველოსთვის მცირე ინვესტორთა დაცვის მიზნით განხორციელებული ევროპული ინსტრუმენტების რეფორმების მნიშვნელობის ანალიზის კონტექსტში, არის ის, თუ რატომ აქვს სადოქტორო ნაშრომის კვლევის საგანს საერთოდ მნიშვნელობა საქართველოსთვის?

აღნიშნული კითხვის პასუხი შედგება ორი ნაწილისგან. პირველი – ევროპული რეფორმების მნიშვნელობას საქართველოსთვის განაპირობებს ქვეყნის სწრაფვა ევროპულ სამართლებრივ და ეკონომიკურ სივრცეში შესვლისკენ და ევროპასთან ასოცირების შეთანხმების დანაწესებით აღებული ვალდებულებები. საქართველოსა და ევროკავშირს შორის დადებული ასოცირების შეთანხმების 320-ე მუხლის მიხედვით, დადგენილია მხარეთა თანამშრომლობის ვალდებულება ფინანსური მომსახურების სფეროში ინვესტორებისა და ფინანსური მომსახურების სხვა მომხმარებლების ეფექტიანი და ადეკვატური დაცვის უზრუნველყოფის მიზნით (მუხლი 320 (b)). ამასთან, შეთანხმების 417-ე მუხლის მიხედვით, საქართველო იღებს თავისი კანონმდებლობის ეტაპობრივი დაახლოების ვალდებულებას ევროკავშირის სამართალთან. ევროკავშირს სწრაფად ხდება რეალობა და ნაციონალური კანონმდებლობა მზად უნდა იყოს, რათა კანონმდებლობის ჰარმონიზების

პროცესი სწრაფად, მოკლე ვადებში განხორციელდეს. ამასთან, ევროპული სტანდარტების შესაბამისი ნორმების დანერგვა ნაციონალურ სამართალში, თავის მხრივ, წარმოადგენს განვითარებული ფინანსური სისტემის შექმნის მნიშვნელოვან წინაპირობას.

მეორე – არსებობს მნიშვნელოვანი არგუმენტები იმ ფაქტის სასარგებლოდ, რომ ინვესტორთა დაცვის კანონმდებლობის განვითარება ხელს უწყობს კაპიტალის ბაზრების განვითარებას. განვითარებადი ბაზრების მქონე ქვეყნებს შორის ფინანსებთან დაკავშირებული სამართლებრივი/ინსტიტუციური განვითარების ზოგადი დონე ზრდის ფასიანი ქაღალდების ბაზარზე ვაჭრობას.⁷⁴⁵ ლიტერატურაში მიღწეულ კონსენსუსს წარმოადგენს ის, რომ სამართალს მნიშვნელობა აქვს ბაზრის განვითარებისთვის. მიუხედავად იმისა, რომ დღეს მეცნიერები არ დაობენ, რომ არსებობს კორელაცია კაპიტალის ბაზრების განვითარების დონესა და ინვესტორთა უფლებების სამართლებრივ დაცვას შორის, დავა არსებობს ამ კორელაციის მიმართულებასთან დაკავშირებით. აღნიშნულთან მიმართებით აღსანიშნავია *John C. Coffee*-სა და *LLS&V*-ს საწინააღმდეგო პოზიციები. *John C. Coffee*-მ წარმოადგინა ე.წ. „*crash-then-law*“ (დაცემა შემდგომ სამართალი) არგუმენტი⁷⁴⁶, რომლის მიხედვითაც, ბაზრის განვითარება წინ უსწრებს და არა მოსდევს ინვესტორთა ინტერესების დამცავ სამართლებრივ რეფორმებს. სამართლებრივი რეფორმების გატარება ხდება მოტივირებულ ამომრჩეველთა მოთხოვნის საფუძველზე. შესაბამისად ეს ამომრჩეველი, ელექტორატი თავდაპირველად უნდა შეიქმნას, აღმოცენდეს, სანამ ის განახორციელებს სამართლებრივი ცვლილებისთვის ეფექტიან ლობირებას. მხოლოდ ძლიერი ბაზრები ქმნის ძლიერი სამართლებრივი დანაწესების არსებობის საჭიროებას.

მეცნიერთა მეორე ჯგუფი მიიჩნევს, რომ ფასიანი ქაღალდების ბაზრის განვითარება განპირობებულია ინვესტორთა დამცავი ნორმების ხარისხით. *Coffee*-ს უპირისპირდება *LLS&V* მათი „*law matters*“ (სამართალს მნიშვნელობა აქვს) არგუმენტით. *LLS&V*-ის თეზისის მიხედვით, ძლიერი ბაზრები საჭიროებს ძლიერ ნორმებს, როგორც წინაპირობას. ინვესტორთა სამართლებრივი დაცვა ფინანსური განვითარების მნიშვნელოვანი წინასწარმეტყველია, მაჩვენებელია. ქვეყნებს ინვესტორთა სუსტი დაცვით, ორივე – სამართლებრივი დანაწესებისა და სამართლის აღსრულების ხარისხის – მიმართულებით აქვთ უფრო პატარა და ვიწრო კაპიტალის ბაზრები.⁷⁴⁷ სამართლებრივ გარემოს ფართო ეფექტი აქვს კაპიტალის ბაზრის ზომასა და სიღრმეზე.⁷⁴⁸ კონტინენტალური სამართლის და განსაკუთრებით ფრანგული სამართლის ქვეყნებს აქვთ ყველაზე უფრო სუსტი ინვესტორთა დაცვის ნორმები და ყველაზე უფრო ნაკლებად განვითარებული კაპიტალის ბაზრები, საერთო სამართლის ქვეყნებთან შედარებით.⁷⁴⁹

⁷⁴⁵ *Chinn M.D., Ito H.*, What matters for Financial Development? Capital Controls, Institutions, and Interactions, *Journal of Development Economics* 81 (2006), 163-192, 165.

⁷⁴⁶ *Coffee J.C. Jr.*, The Rise of Dispersed Ownership: The Role of Law and the State in the Separation of Ownership and Control, *Yale Law Journal* 111, October 2001.

⁷⁴⁷ *La Porta R., Lopez-De-Silanes, Schleifer A., Vishny R.W.*, Legal Determinants of External Finance, *The Journal of Finance*, Vol. LII, No. 3, July 1997, 1131-1150, 1131.

⁷⁴⁸ იქვე, 1132.

⁷⁴⁹ *La Porta R., Lopez-De-Silanes, Schleifer A., Vishny R.W.*, Legal Determinants of External Finance, *The Journal*

ნაშრომში გატარებული მიდგომა იზიარებს *LLS&V*-ის პოზიციას. მიუხედავად იმისა, რომ აღნიშნული დავის დეტალური ანალიზი ცდება სადისერტაციო ნაშრომის განხილვის საგანს, ინვესტორთა დაცვის ქართული კანონმდებლობის ევროპულ სტანდარტებთან დაახლოება მნიშვნელოვანი პირველი ნაბიჯი იქნება კაპიტალის ქართული ბაზრის განვითარების პროცესის დაწყებისთვის.

საქართველოსთვის ევროპული რეფორმების მნიშვნელობაზე საუბრის კონტექსტში აუცილებლად უნდა იქნეს ნახსენები შვეიცარიის მაგალითი. ის არ წარმოადგენს ევროპის კავშირის წევრ ქვეყანას და მასზე ფორმალურად არ ვრცელდება ევროპის კავშირის მიერ გატარებული რეფორმებისადმი საკუთარი კანონმდებლობის ჰარმონიზების ვალდებულება. მიუხედავად ამისა, შვეიცარიამ საკუთარი გადაწყვეტილებით დაიწყო ფინანსური რეგულირების მნიშვნელოვანი რეფორმები, რათა მოხდეს ევროპულ რეგულირებებთან ნაციონალური დანაწესების ჰარმონიზება, კერძოდ კი, *MiFID*-ის მოთხოვნებთან. ფინანსური მომსახურების ახალი შვეიცარიული კანონი⁷⁵⁰ (შემდგომში *FIDLEG*) ფართოდ ეყრდნობა ევროპის კავშირის კანონმდებლობასა და რეფორმებს. *FIDLEG*-ის ინიციატორთა მიხედვით, შვეიცარიული საფინანსო დაწესებულებებისთვის ფაქტობრივად შეუძლებელი გახდება საერთაშორისო საინვესტიციო რჩევისა და ქონების მართვის განხორციელება სათანადო ევროპული დანაწესების, კერძოდ კი *MiFID I/MiFID II* დანაწესების დაცვის გარეშე.⁷⁵¹ ცვლილებების მთავარი მიზანია დანაწესების ევროპულ კანონმდებლობასთან დაახლოების გზით შვეიცარიის ფინანსური ცენტრის საერთაშორისო კონკურენტუნარიანობისა და მიმზიდველობის შენარჩუნება. *FIDLEG* წარმოადგენს იმის აღიარებას, რომ შეუძლებელია ნაციონალურმა ბანკებმა და ფინანსურმა სისტემამ შეინარჩუნოს კონკურენტუნარიანობა და ეფექტიანი ფუნქციონირების უნარი დანაწესების ევროპულ სამართალთან რაღაც დოზით ჰარმონიზების გარეშე. წინააღმდეგ შემთხვევაში, ნაციონალური ფინანსური დაწესებულებებისთვის ძალიან გართულდება ევროპულ ბაზარზე, რომელიც კონტინენტის ერთ-ერთ ყველაზე დიდ და მნიშვნელოვან ბაზარს წარმოადგენს, შეღწევა. აქვე უნდა აღინიშნოს, რომ *MiFID II* და *MiFIR*-ში ევროპის კავშირმა შემოიღო „მესამე სახელმწიფოების რეჟიმის“ ძალიან კომპლექსური რეგულირება, რომელიც მესამე სახელმწიფოებისთვის ევროპის კავშირის ფინანსური ბაზრების წვდომის უფლების მინიჭებას ითვალისწინებს იმ შემთხვევაში, როდესაც მათი სამართალი *MiFID II/MiFIR*-ის თანასწორია (ეკვივალენტურობის პრინციპი) (*MiFIR Articles 46,47*).⁷⁵² აღნიშნული რეგულირება განსაკუთრებით უსვამს ხაზს ნაციონალური სამართლის ევროპულ სტანდარტებთან შესაბამისობაში მოყვანის საჭიროებას.

of Finance, Vol. LII, No. 3, July 1997, 1131-1150, 1149.

⁷⁵⁰ „Finanzdienstleistungsgesetz“.

⁷⁵¹ *Janssen M., Kocher D.*, Bundesgesetz über die Finanzdienstleistungen (Finanzdienstleistungsgesetz, FIDLEG) – Gutachten zu ausgewählten Aspekten aus ökonomischer Sicht), ECOFIN, 2.Juli 2014, 12.

⁷⁵² *Sethe R.*, Das Drittstaatenregime von MiFIR und MiFID II, Schweizer Zeitschrift für Wirtschafts- und Finanzmarktrecht (SZW/RSDA), 6/2014, 615-631, 620.

ყოველივე ზემოთ აღნიშნულიდან გამომდინარე, მნიშვნელოვანია საქართველომ დაიწყო კაპიტალის ბაზრის სფეროში საკუთარი კანონმდებლობის გადამუშავება და მოახდინოს ინვესტორთა დაცვის სფეროს დანაწესების ევროპული კანონმდებლობის მოთხოვნებთან დაახლოება (განსაკუთრებით MiFID-ის ინვესტორთა კატეგორიზაცია; შესაბამისობისა და სათანადოობის შეფასებები; ინფორმაციული ღიაობის მოთხოვნები). პრევენცია მკურნალობაზე უკეთესია. ქართული კანონმდებლობის დახვეწა უნდა მოხდეს კაპიტალის ბაზრის განვითარების დონის მიუხედავად, რათა ის მზად იყოს კაპიტალის ბაზრის როლის გაზრდის შემთხვევისთვის. რეფორმების მთავარ ორიენტირად გამოყენებული უნდა იქნეს ევროპის კავშირის MiFID II/MiFIR. ქართულ კანონმდებლობაში შემოტანილ უნდა იქნეს კაპიტალის ბაზარზე მცირე ინვესტორის კატეგორია და ნორმები ამ კატეგორიაზე მორგებული ინვესტორთა დაცვის უზრუნველყოფისთვის. მნიშვნელოვანია ასევე, რომ ნაციონალური რეგულირება არ შემოიფარგლოს მხოლოდ ფასიანი ქაღალდების ბაზრის რეგულირებით და გავრცელდეს ასევე ბირჟის გარეთ ვაჭრობაზე, განსაკუთრებით „ნაცრისფერი ბაზრის“ სახით.

დასკვნა

„Regulation of financial markets is a work in progress“⁷⁵³

„It is a capital mistake to theorize before one has data. Insensibly one begins to twist facts to suit theories, instead of theories to fit facts“⁷⁵⁴
-Sherlock Holmes

სადისერტაციო ნაშრომში მოცემულია ინვესტორის დაცვის ევროპული ინსტრუმენტების, გლობალურ ფინანსურ კრიზისამდე არსებული რეგულირებების, 2007–2009 წლის გლობალური ფინანსური კრიზისის შემდეგ კაპიტალის ბაზარზე ინვესტორის დაცვის ევროპული ინსტრუმენტების რეფორმის ეფექტიანობისა და წარმატების პოტენციალის კრიტიკული ანალიზი და დადგენილია ევროპული რეფორმების მნიშვნელობა საქართველოსთვის.

კაპიტალის ბაზრის რეგულირებას მთელ მსოფლიოში საერთო მიზნები აქვს. ესენია: ბაზრის ფუნქციონირების უნარის დაცვა, ინვესტორთა დაცვა, სტაბილური და ინტეგრირებული კაპიტალის ბაზრის გარანტირება. აუცილებლად უნდა ითქვას, რომ ფინანსურ კრიზისამდე არ არსებობდა ერთიანი, სრულყოფილი, სამართლებრივი სისტემა ფასიანი ქაღალდების რეგულირებისა და ინვესტორთა დაცვისთვის არც ნაციონალურ და არც

⁷⁵³ ფინანსური ბაზრების რეგულირება წარმოადგენს პროცესში მყოფ საქმიანობას. Pötzsich T., Aktuelle Entwicklung des Kapitalmarktrechts – Ein Überblick, Zeitschrift für Wirtschafts- und Bankrecht (WM), 8, 21. Februar 2015, 357-359, 359.

⁷⁵⁴ მთავარი შეცდომაა თეორიის შემუშავება მონაცემების არსებობამდე, რადგან ქვეცნობიერად ხდება ფაქტების დამახინჯება, რათა ისინი მოერგოს თეორიებს, იმის მაგივრად, რომ თეორიები მოერგოს ფაქტებს.

საერთაშორისო დონეზე. ამ მხრივ არანაირი შედეგი არ გამოუღია არც ევროპის კავშირისა და არც საერთაშორისო ორგანიზაციების მცდელობებს, უზრუნველყოთ მოქმედების განხორციელება ერთიანი პრინციპების საფუძველზე. ვერც ერთმა მათგანმა ვერ შეძლო კრიზისის დროს ინვესტორთა ინტერესების დაცვის გარანტირება, რომ აღარაფერი ვთქვათ კრიზისის თავიდან აცილებაზე.

ფინანსური კრიზისის მიერ გამოწვეულმა უარყოფითმა შედეგებმა განაპირობა ფინანსური სისტემის გარდაქმნის აუცილებლობა მთელი მსოფლიოს მასშტაბით. გარდაქმნები უნდა წარიმართოს ფინანსური სისტემის ფუნქციონირებაში გამოვლენილი ხარვეზების აღმოსაფხვრელად და ისეთი მარეგულირებელი ნოვაციების შემოსატანად, რომლებმაც უნდა უზრუნველყონ მომავალში ფინანსური კრიზისის მაქსიმუმ პრევენცია და მინიმუმ მისი წარმოშობის შეტყობინების ადრეული სისტემის შექმნა და კრიზისის საწყის სტადიაშივე დაძლევა. ფინანსური სისტემის რეფორმაში მნიშვნელოვანი ადგილი უჭირავს კაპიტალის ბაზრის მარეგულირებელი ნორმებისა და ინსტიტუტების რეფორმას. მათ შორის ცენტრალურია კაპიტალის ბაზარზე ინვესტორების დაცვის საკითხი. ეს ბუნებრივია, რადგანაც ფინანსური კრიზისის შედეგად სწორედ ინვესტორებმა განიცადეს კოლოსალური, ისტორიულად უპრეცედენტო ფინანსური ზარალი.

ფინანსური კრიზისის გენეზისი, წარმოშობა და გავრცელება სხვა კრიზისებისგან განსხვავდებოდა. არც ერთ ქვეყანას არ შეუძლია არ გაითვალისწინოს გლობალიზაციის კონტექსტი და ის შეუსაბამობა, რაც არსებობს მსოფლიოს მასშტაბით ინტეგრირებულ ფინანსურ სისტემასა და მისი სამართლებრივი რეგულირების ლოკალურ ხასიათს შორის ცალკეული ქვეყნების ან, საუკეთესო შემთხვევაში, ქვეყნების ჯგუფის მასშტაბით.

მცირე ინვესტორთა დაცვა „მშვიდობიანობის“ დროს მარეგულირებლების ძირითად საქმიანობას წარმოადგენს, მაგრამ მისი ეფექტიანობა სერიოზული გამოცდის წინ მხოლოდ კრიზისის პერიოდში დგება.⁷⁵⁵ გლობალური ფინანსური კრიზისის შედეგად მცირე ინვესტორებმა კაპიტალის ბაზარზე უაღრესად დიდი დანაკარგები განიცადეს, რამაც მცირე ინვესტორთა დაცვისა და მათი ნდობის დაბრუნების საკითხი ძალზე აქტუალური გახადა. ეს იყო ერთ-ერთი მთავარი მიზეზი, რაც საფუძვლად დაედო ევროპელი მარეგულირებლების ყურადღების და ევროპული პოლიტიკის მიმართულების ფოკუსის შეცვლას. მცირე ინვესტორთა ბაზრების რეგულირების კომპლექსურობამ, ინვესტორთა უაღრესად დიდმა დანაკარგებმა, ინვესტორთა ნდობის დაკარგვამ და არაკეთილსინდისიერი გაყიდვის მუდმივმა პრაქტიკამ, შექმნა მარეგულირებელი ფოკუსის ცვლილების საჭიროება. მცირე ინვესტორთა ბაზრები გახდა მარეგულირებელთა ურეცედენტო ყურადღების საგანი და მნიშვნელოვანი ადგილი დაიკავა საერთაშორისო პროგრამაში.

კრიზისს მოჰყვება რეგულირება. მეტი რეგულირების მიმართ არსებობს მოთხოვნა, მოლოდინი ან შიში, მაგრამ ყველა შემთხვევაში ის განიხილება როგორც ბუნებრივი.⁷⁵⁶ სამწუხაროდ, ევროპის კავშირი რეფორმების

⁷⁵⁵Marjosola H., What Role for Courts in Protecting Investors in Europe – A View from Finland, ERCL 2014, 10 (4), 545-570, 546.

⁷⁵⁶Von der Crone H.C., Linder T., Regulierung: Reputation, Vertrauen und Verantwortung, University of Zurich

ფარგლებში ხშირად მოქმედებს დიდი, ამბიციური სათაურებით და მწირი შინაარსით. ხდება იმ ქმედებებისა და ღონისძიებების პროპაგანდა, რომლებიც ხორციელდება ევროპის კავშირში ევროპული ფინანსური რეგულირების რადიკალური რეფორმისთვის, ევროპის კავშირის მცირე ინვესტორების უკეთესად დაცვისთვის, მაგრამ რეალურად ეს კეთდება? მართალია, ინვესტორთა დაცვა დადგა დღის წესრიგში რეფორმების ბოლო ეტაპზე, მაგრამ ეს ძალიან გვიან მოხდა. დროა მოხდეს ფოკუსის რეალური გადატანა ფინანსური სტაბილურობიდან მცირე ინვესტორთა დაცვის გაზრდისკენ. გლობალურმა ფინანსურმა კრიზისმა დააზარალა ინვესტორთა ნდობა ფინანსური მომსახურების ბაზრების მიმართ. მილიარდობით ევროს დანაკარგი და სახელმწიფო ფინანსური დახმარების პროგრამები სხვადასხვა წევრ სახელმწიფოებში ნაწილობრივ დაფინანსებული იქნა გადასახადის გადამხდელებისა და მცირე ინვესტორების მიერ. ასეთ რეალობაში, იმისთვის, რომ საერთოდ შესაძლებელი გახდეს მცირე ინვესტორთათვის განკუთვნილი ფინანსური მომსახურების ერთიანი შიდა ბაზრის მშენებლობის გაგრძელება, პოლიტიკის შემქმნელებმა უნდა გადახედონ თავიანთ მიდგომას ფინანსური ბაზრის ინტეგრაციის მიმართ, პასუხი გასცენ მცირე ინვესტორთა დაცვის გამოწვევებს ევროპის დონეზე და დაიბრუნონ ინვესტორთა ნდობა. ევროპის კომისიამ უნდა უზრუნველყოს ევროპის კავშირში მყარი მინიმალური სტანდარტების არსებობა ინფორმაციის მიწოდების, ფინანსური რჩევის ხარისხის, რეგულირებების აღსრულების, სამართლებრივი დაცვის, „კოლექტიური კომპენსაციის“ და პროფესიულ სტანდარტებთან მიმართებით.

არსებობს მრავალი რჩევა და რეკომენდაცია რეფორმის მიმართულების შესახებ. მიმდინარეობს გზების ძიება, რათა ფინანსური სისტემა რაც შეიძლება სწრაფად დაუბრუნდეს თავის ჩვეულ წესრიგს.

კაპიტალის ბაზრების ეფექტიანობა დამოკიდებულია ინვესტორთა გრძელვადიან ნდობაზე ბაზრის სტაბილურობის, გამჭვირვალობისა და სამართლიანობის მიმართ. რეალიზაციის პრაქტიკის გაუმჯობესება, ყველა მნიშვნელოვანი ინფორმაციის გარანტირება, ხარჯების გამჭვირვალობის უზრუნველყოფა, ფინანსური შუამავლების კვალიფიკაციის ამაღლება და ფინანსური ცოდნის გაუმჯობესება არის ის უმნიშვნელოვანესი პუნქტები, რომელთა გარეშეც ინვესტორთა დაცვის გაუმჯობესების მიზნის მიღწევა შეუძლებელია.

ინვესტორთა დაცვის ევროპულ ინსტრუმენტებში შეიძლება გამოიყოს ინვესტორთა დაცვის ოთხი ძირითად საშუალება: ინფორმაციული ღიაობა, ინვესტორთა კონსულტაცია, პასუხისმგებლობა, სანქციები და ფინანსური განათლება. ამასთან, წლების განმავლობაში ინფორმაციული ღიაობა წარმოადგენს ყველაზე უფრო ფართოდ გამოყენებულ საშუალებას ინვესტორთა ინტერესების ეფექტიანი დაცვის მიზნის მიღწევის პროცესში. ინვესტორთა დაცვის ამ საშუალებებიდან ნაშრომი აქცენტს აკეთებს ღიაობის მექანიზმსა და ინვესტორთა კონსულტაციაზე. ნაშრომში მიხნეულია, რომ ღიაობა არ შეიძლება განხილული იქნეს, როგორც ეფექტიანი საშუალება მცირე ინვესტორთა დაცვისათვის, თუ ის არ განხორციელდება ისეთ

Open Repository and Archive, 2009, თავდაპირველად გამოქვეყნდა: Kunz P. V. (et al.), *Wirtschaftsrecht in Theorie und Praxis: Festschrift für Roland von Büren*, Basel (Switzerland), 2009, 729-ff., 1.

დამხმარე მექანიზმთან ერთად, როგორც არის ფინანსური განათლება. ამასთან, უახლოესი რეფორმები, რომლებიც კვლავ საუბრობს „საშუალო მცირე ინვესტორის“ გაუგებარ ცნებაზე და კონცენტრირებული რჩება ღიაობის დოკუმენტის მოცულობის შემცირებასა და გამარტივებაზე, არ იქნება წარმატებული მანამ, სანამ ინვესტორთა განათლებისა და მცირე ინვესტორთა ფრაგმენტული ევროპული ბაზრის საკითხი არ იქნება გადაწყვეტილი. აქედან გამომდინარე, სკეპტიკურად უნდა შევხედოთ ევროპელი მარეგულირებლების სწრაფვას სტანდარტიზებული ნორმებისა და ღიაობის სტანდარტიზებული დოკუმენტის შექმნისაკენ მაშინ, როდესაც თვალსაჩინოა ევროპის წევრ ქვეყნებში არსებული აშკარა განსხვავებები მცირე ინვესტორთა ბაზრებს, ინვესტირების ხასიათს, ინვესტორთა ქცევას, ტრადიციებს და ა.შ. შორის, განსაკუთრებით მაშინ, როდესაც ინვესტორებს არ აქვთ სათანადო კოგნიტიური უნარი ამ დოკუმენტების წაკითხვისათვის. შესაბამისად, ევროპული ღიაობის ნორმების სტანდარტიზებამდე, მიზანშეწონილია, თავდაპირველად ბაზრის ფრაგმენტულობის პრობლემის გადაჭრა და ევროპის სხვადასხვა წევრ ქვეყნებში ინვესტორთა კომპეტენციის თანაბარი დონის მიღწევა.

გლობალური ფინანსური კრიზისის მიერ ღიაობის ეფექტიანობის ხარვეზების გამოვლენის ფონზე, ევროპელი მარეგულირებლების მხრიდან ამ საშუალების ფართო გამოყენების ჯიუტად გაგრძელება უცნაურია, განსაკუთრებით მცირე ინვესტორთა ფინანსური პროდუქტების ბაზრებზე. უნდა აღინიშნოს, რომ შეუძლებელია და არასასურველია ღიაობის, როგორც ინვესტორთა დაცვის საშუალების, საერთოდ გაუქმება, მაგრამ უნდა მოხდეს იმის უზრუნველყოფა, რომ ღიაობამ მიაღწიოს თავის მიზნებს.⁷⁵⁷ საინტერესოა, რომ ევროპის კომისია თითქოს აცნობიერებს ღიაობის საშუალების საზღვრებს მცირე ინვესტორთა დაცვის ამოცანის მიღწევაში. ის ინვესტორთა დაცვის რეგულირების განვითარების პროცესში იყენებს ქცევითი ეკონომიკის კვლევებს,⁷⁵⁸ მაგრამ ის ამ ცნობიერებას, დაკვირვებას საკმარისად არ ასახავს პოლიტიკაში და არ ახორციელებას გადაუდებელ ღონისძიებებს.⁷⁵⁹

მცირე ინვესტორთა ბაზრებზე ინვესტორთა დაცვის მიზნით განხორციელებული ღონისძიებები ჯაჭვისებურად, ერთიანი სისტემის სახით უნდა წარმოვიდგინოთ, სადაც თითოეული შემადგენელი მარეგულირებელი მექანიზმი ერთმანეთის შემავსებელი ელემენტია. ინვესტორები იღებენ ცუდ გადაწყვეტილებას, რადგან მათ აკლიათ სათანადო ინფორმაცია და განათლება, შესაბამისად ისინი მიმართავენ მრჩეველებს ამ ხარვეზის შესავსებად. ამ დროს, მრჩეველი არის მიკერძოებული და მოქმედებს

⁷⁵⁷Willemaers G.S., Client protection on European Financial Markets – from Inform Your Client to Know Your Product and beyond: an assessment of the PRIPs Regulation, MiFID II/MiFIR and IMD2, ხელმისაწვდომია: www.ssrn.com, 18.

⁷⁵⁸აღნიშნულის მაგალითია: Comission Staff working Document on the Follow Up in Retail Financial Services to the Consumer Market Scoreboard, SEC (200) 1251 final, s. 312 ff. Schelling H., Vergütungssysteme und Interessenkonflikte in der Anlageberatung, Eine Studie zum europäischen, deutschen und englischen Recht, Berlin, 2013, 334.

⁷⁵⁹Willemaers G. S., The EU Issuer Disclosure Regime: Objectives and Proposals for Reform, Kluwer Law International, Brussels, 2011, 53; იხ. ასევე: European Commission, Minutes of the Industry Workshop on Retail Investment Products (2008), at 8.

ინვესტორის საზიანოდ. შედეგად არ იცვლება მიღებული საინვესტიციო გადაწყვეტილების ხარისხი. ინფორმაციული ღიაობის გაუმჯობესებასა და საკვანძო საინფორმაციო დოკუმენტების შექმნასთან ერთად, საჭიროა ფინანსური რჩევის გაუმჯობესება და ფინანსური განათლების დონის ამაღლება. ინვესტორთა დაცვის გასაძლიერებლად მიღებული ღონისძიებები კუმულაციურად უნდა იქნეს განხილული, მხოლოდ მაშინ, როდესაც თითოეული მათგანი ეფექტიანია და წარმატებით მუშაობს. მხოლოდ ასეთი ერთიანი შედეგი გაზრდის კუმულაციურად ინვესტორთა დაცვას. აღნიშნული ღონისძიებები ბოლოს უნდა დაგვირგვინდეს დანაწესების ეფექტიანი აღსრულების სისტემით.⁷⁶⁰

ინვესტორთა დაცვის გაუმჯობესების მიზნით კონკრეტული მექანიზმის არჩევისას მნიშვნელოვან პრობლემას წარმოადგენს ის, რომ ინვესტორთა რეალური ქცევა ამ ეტაპზე არასაკმარისად არის გამოკვლეული. ზუსტად არ ვიცით, მაგალითად, როგორ შეიძლება საუკეთესოდ დაძლეულ იქნეს ქცევითი ეკონომიკის მიერ აღმოჩენილი ქცევის ანომალიები. აღნიშნული მნიშვნელოვნად ართულებს დაცვის კონკრეტული საშუალების ეფექტიანობის შეფასებას და მისი წარმატების პოტენციალის წინასწარმეტყველებას.⁷⁶¹

მნიშვნელოვანია, რომ გლობალური ფინანსური კრიზისის შემდეგ გატარებული რეფორმების ფარგლებში ყველა რეფორმა და ცვლილება განხორციელდეს თვითონ ინვესტორების, კაპიტალის ბაზრისა და ემიტენტების აქტიური მონაწილეობით, რათა მათი ინტერესები სრულად იქნეს გათვალისწინებული, იმპლემენტაციის ხარჯები კი უფრო შემცირდეს. რეგულატორების გადაწყვეტილებები, შეძლებისდაგვარად საჯარო უნდა იყოს. სხვანაირად ინვესტორებსა და ემიტენტებს არ ექნებათ ამ გადაწყვეტილებებზე გავლენის მოხდენის შესაძლებლობა. UCITS KIID-ის მიმართ ბაზარზე ტესტირებული რეგულირების მიდგომის გამოყენება განხილული უნდა იქნეს, როგორც ძალიან პოზიტიური მოვლენა. ეს მაჩვენებელია იმისა, რომ მარეგულირებლები იწყებენ უფრო მეტად ფაქტებზე დამყარებული სამართლებრივი რეფორმის და ემპირიული კვლევების საჭიროების გაცნობიერებას, რათა უკეთესად იქნეს გაგებული, თუ როგორ ახდენენ ინვესტორები მიწოდებული ინფორმაციის გადამუშავებას და შემდგომ საინვესტიციო გადაწყვეტილების მიღებას.⁷⁶² მიუხედავად იმისა, რომ ევროპის კავშირში შეინიშნება გადასვლა უფრო მეტად ემპირიულ სინამდვილეზე დამყარებული სამართალწარმოებისკენ, საჭიროა მეტი ემპირიული კვლევა, რომელიც წინ უსწრებს ახალ მარეგულირებელ დანაწესებს. როგორც წესი, ევროპელი მარეგულირებელი გავლენის შეფასების დოკუმენტებში ემპირიულად იკვლევს დანაწესების შედეგებს და ნაკლებ ყურადღებას უთმობს ამ დანაწესების შემუშავებამდე წინასწარი, მაპროგნოზებელი

⁷⁶⁰ Kozłowska M., Consumer Protection in Financial Services – towards greater Transparency with a Key Information Document for Packaged Retail Investment Products, Wrocław review of Law, Administration & Economics Vol 2:2, De Gruyter, 2013, 139-146, 144.

⁷⁶¹ Teigelack L., Finanzanalysen und Behavioural Finance, Schriften zum Gesellschafts-, Bank- und Kapitalmarktrecht, Band 13, Nomos, Baden-Baden, 2009, 305-306.

⁷⁶² Paredes T., Blinded by the Light: Information Overload and its Consequences for Securities Regulation, June 1, 2003, ხელმისაწვდომია: www.ssrn.com, 4; Avgouleas E., What Future for Disclosure as a Regulatory Technique? Lessons from the Global Financial Crisis and Beyond, ხელმისაწვდომია: www.ssrn.com.

ტესტებისა და კვლევების ჩატარებას. რეალური სამყაროს მონაცემების არსებობის გარეშე, განსაკუთრებით ინვესტორთა დაცვისა და მათი ქცევის სფეროში, ახალი მარეგულირებელი დანაწესები თავიდანვე განწირულია წარუმატებლობისთვის, რადგან რეალური ქცევის შესახებ არასწორი სუბსუმციის ორიენტირად აღება, ხელს უშლის დანაწესების ეფექტის სწორ განსაზღვრას.

ხშირად მიუთითებენ იმაზე, რომ ყურადღება უნდა მიექცეს აქამდე არსებული რეგულირებების გამოყენებასა და ზედამხედველობას, ანუ ის უნდა ამოქმედდეს ცვლილებების განხორციელებამდე – სჯობს განახორციელო ცოტა მასშტაბური ცვლილება, მაგრამ კარგად.⁷⁶³

მნიშვნელოვანია ასევე, რომ დამთავრდეს დაავადების სიმპტომების მკურნალობა და დაიწყოს რეალური დაავადების განკურნება. სამწუხაროდ, კრიზისის შედეგად ფინანსური სისტემის განხორციელებული რეფორმების ფარგლებში, არ ხდება რეგულირების მთავარი პრინციპების ძირეული ცვლილება. რეგულირება ხდება მხოლოდ დეტალიზებული, სახელმწიფოების თანამშრომლობა კი – უფრო ახლო.⁷⁶⁴ მიუხედავად იმისა, რომ სიფრთხილეა საჭირო, რათა კრიზისის გაკვეთილები არ გამოგვრჩეს მარეგულირებელ სიჩქარეში,⁷⁶⁵ დრო, რომელიც ევროპის კომისიას სჭირდება გადაწყვეტილების მისაღებად, მიუღებელია. ფაქტია, რომ ფინანსურ ბაზრებზე მოვლენები ბევრად სწრაფად ვითარდება და რისკების რეალიზებაც უფრო ჩქარა ხდება, ვიდრე მარეგულირებლების პასუხები. მარეგულირებლებს ძალიან დიდი დრო სჭირდებათ იმისთვის, რომ გააანალიზონ სისტემის ნაკლოვანებები და გაატარონ სწორი ღონისძიებები.⁷⁶⁶ ამის ნათელი მაგალითია თუნდაც ევროპის კომისიის *PRIPs* წინადადება, რომელსაც რეგულირების დეტალური შემოთავაზება მხოლოდ სამი წლის შემდეგ მოჰყვა. მარეგულირებელ პროცესს აკლია მოქნილობა და მუდმივად ევოლუციის პროცესში მყოფი და სწრაფად ცვალებადი საბაზრო რისკების გამო, შესაძლებელია, ცვლილებები მათი იმპლემენტაციის დროს უკვე მოძველებული და ბაზრებზე მიმდინარე პროცესების შეუსაბამო აღმოჩნდეს. ამასთან, საკმარისი არ არის მხოლოდ წარსულ შეცდომებზე სწავლა და შემდეგ იმის მოლოდინი, რომ ეკონომიკა თავის „ძველ ნორმალურ“ მდგომარეობას დაუბრუნდება. ეკონომიკა „ახალ ნორმალურ“ მდგომარეობაში გადასვლას მოითხოვს.⁷⁶⁷ დაგეგმილი/განხორციელებული ცვლილებები გამოწვევა იქნება არა მხოლოდ ბაზრის მონაწილეთათვის, არამედ იურისტებისთვის, რომლებმაც უნდა უზრუნველყონ რეგულირების სათანადო გამოყენება ფინანსური სექტორის

⁷⁶³The Economist, May 28th-June 3rd 2011, 5.
⁷⁶⁴Van Aaken A., Gefordert und überfordert: Wie viel Fortschritt verträgt der Mensch?, in *Strebel-Aerni* (Hrsg.), Finanzmärkte im Bannke von Big Data, Schulthess, Zürich, 2012, 340.
⁷⁶⁵Alexander K.-სა და Moloney N.-ს ტერმინი, Law Reform and Financial Markets, Edward Elgar Publishing, UK, 2011, xi.
⁷⁶⁶„...regulators will never keep up with all this. They lack the resources, the motivation and, in the last resort, the knowledge to do so“ Wolf M., *The Shifts and the Shocks : What we’ve learned – and have still to learn- from the Financial Crisis*, Allen Lane, London, 2014, 147.
⁷⁶⁷„Yet it is not enough merely to learn from past mistakes and then assume economies will swiftly go back to the old normal. They have to go to a „new normal“. Wolf M., *The Shifts and the Shocks: What we’ve learned – and have still to learn- from the Financial Crisis*, Allen Lane, London, 2014, 147.

ფარგლებში.⁷⁶⁸ მარეგულირებელი რეჟიმის შექმნისა და რეფორმების პროცესში უზრუნველყოფილ უნდა იქნეს პოლიტიკური ჩარევის შემცირება.⁷⁶⁹ ამასთან, ყველა ასხალი რეგულირება მოთხოვს სოლიდურ „cost-benefit“ ანალიზს. ევროპელმა მარეგულირებელმა არ უნდა გაუწეროს 28 წევრ ქვეყანას სტანდარტული მოქმედება, რადგან ამას უკუეფექტი შეიძლება მოჰყვეს ნაციონალური სამართლისა და ნაციონალური ინვესტორების ჰეტეროგენულობის გამო.

არ უნდა იქნეს დავიწყებული, რომ რეგულირებები არ იქნება ეფექტიანი კაპიტალის ბაზრებზე ინვესტორთა დაცვის მიზნის მიღწევაში, თუ თვითონ ფინანსურ ინდუსტრიას არ გაუღვივდა ასეთი სურვილი, თუ არ მოხდება ფინანსური პროდუქტების მწარმოებლებსა და დისტრიბუტორებს შორის კლიენტის საუკეთესო ინტერესში მოქმედების კულტურისა და სურვილის ფაქტობრივი არსებობის გარანტირება, რაც დღესდღეობით არ არის მიღებული. ინდუსტრია კვლავ კრეატიულია მარეგულირებელი დანაწესების თავიდან აცილების მიმართულებით.⁷⁷⁰ საჭიროა კულტურის ცვლილება, მენტალიტეტის ცვლილება, რათა ფინანსებმა რეალურად იმუშაოს საზოგადოების კეთილდღეობისთვის.⁷⁷¹

არ უნდა იქნეს ასევე დავიწყებული ისტორიის გათვალისწინება სათანადო გადაწყვეტილებების მიღების პროცესში. თუ ისტორია საწინააღმდეგოს გვასწავლის, ვიდრე მიმართულება, რომლითაც არსებული რეფორმები მიდის, ეს მნიშვნელოვან პრობლემას წარმოადგენს. აუცილებელია ისტორიის უკუღმა წაკითხვა სწორი დასკვნების გამოსატანად. გამოსაყენებადი წარსული უშუალო მაგალითს წარმოადგენს მომავლისთვის, თორემ არსებობს საფრთხე, რომ წარსული ძალიან ძალე, ისევე პროლოგი გახდება.⁷⁷²

ნაშრომში მოცემული მიგნებები:

1. არასწორია მცირე ინვესტორთა დაცვის მიზნით განხორციელებული რეფორმების მთავარ ორიენტირად „საშუალო მცირე ინვესტორის“ ან „ევროპელი მცირე ინვესტორის“ კატეგორიის აღება, რადგან მცირე ინვესტორთა ევროპული ბაზრების ფრაგმენტულობისა და ნაციონალური მცირე ინვესტორების ჰეტეროგენულობის არსებულ რეალობაში ასეთი კატეგორია არ არსებობს. თუ ასეთი მიდგომა მაინც უნდა შენარჩუნდეს, საჭიროა, აღნიშნული კატეგორიის ნორმატიული განმარტების არსებობა, რომელიც გასაგებს ხდის, თუ ვინ არის ასეთი ინვესტორი და რა უნარებით

⁷⁶⁸ Kozłowska M., Consumer Protection in Financial Services – towards greater Transparency with a Key Information Document for Packaged Retail Investment Products, Wrocław review of Law, Administration & Economics Vol 2:2, De Gruyter, 2013, 139-146, 145-146.

⁷⁶⁹ Ferrarini G., Contract Standards and the Markets in Financial Instruments Directive (MiFID): An Assessment of the Lamfalussy Regulatory Architecture, Institute of Law and Finance, Working Paper Series No. 39, Frankfurt, 02/2005, 28.

⁷⁷⁰ Willemaers G.S., Client Protection on European Financial Markets – from Inform Your Client to Know Your Product and beyond: an assessment of the PRIIPs Regulation, MiFID II/MiFIR and IMD 2, ხელმისაწვდომია: www.ssrn.com, 20.

⁷⁷¹ იქვე, 14.

⁷⁷² Coffee J.C., The Rise of Dispersed Ownership: the Role of Law in the Separation of Ownership and Control, Columbia Law School, The Center for Law and Economic Studies, Working Paper No. 182, January 2011, 92.

არის ის აღჭურვილი, თუმცა ეს მიდგომა შეიცავს საფრთხეს, რომ თუკი მოხდება ინვესტორის ამ კატეგორიისთვის გარკვეული დონის უნარების მინიჭება, აღნიშნული დაცვის გარეშე დატოვებს კომპეტენციის სუბსუმირებულ ზღვარს ქვემოთ მყოფ ინვესტორებს. ევროპის კავშირის მცირე ინვესტორის რეგულირების სუბიექტად აღებული უნდა იქნეს ძალიან დაბალი ფინანსური განათლების მქონე პირი.

2. მიუხედავად იმისა, რომ გლობალური ფინანსური კრიზისის შემდგომ ევროპის კავშირში მცირე ინვესტორთა დაცვის სფეროში გატარებულ რეფორმებში შეინიშნება ინფორმაციული ღიაობის საშუალებასა და ინვესტორთა აღჭურვის მექანიზმზე ფართოდ დაყრდნობის შესუსტება და გადასვლა უფრო მეტად ინტერვენციულ რეგულირებაზე (მაგ. *MiFID II/MIFIR* პროდუქტის ინტერვენციის სახით), მარეგულირებლები პრაქტიკაში საკმარისად არ იყენებენ ცოდნას ღიაობის საშუალების საზღვრების შესახებ (აღნიშნულის მაგალითია: პროსპექტის რევიუმე, *KIID* და *KID*).

3. ევროპელი მარეგულირებლის მიერ მცირე ინვესტორთა დაცვის სფეროში განხორციელებული მთავარი რეფორმა – *PRIIPs* პრობლემატურია ფრაგმენტული ბაზრების არსებობის, ინვესტორთა კლასის ჰეტეროგენულობისა და საინვესტიციო პროდუქტებს (*PRIIPs*) შორის არსებული განსხვავებების გათვალისწინებით. თითქმის მიუღწეველი ამოცანაა, ევროპის კავშირის 28 წევრ ქვეყანაში თითოეულ მცირე ინვესტორს სტანდარტიზებული ფორმით მიეწოდოს ის ინფორმაცია, რომლის გამოყენების უნარიც მას აქვს ინდივიდუალური პროფილისა და არჩეული პროდუქტის გათვალისწინებით.

4. ევროპელი მარეგულირებელი კვლავ უფრო მეტად კონცენტრირებული რჩება ინფორმაციის ოდენობასა და ფორმაზე, ვიდრე ინვესტორების უნარზე, გადაამუშაონ და გამოიყენონ მიწოდებული ინფორმაცია. ინფორმაციის გამარტივება, სტანდარტიზება, მოცულობის შემცირება არ არის პანაცეა გაუმჯობესებული საინვესტიციო გადაწყვეტილებებისთვის.

5. ღიაობის ევროპული სისტემის სტანდარტიზების მცდელობამდე სათანადოდ უნდა იქნეს მოგვარებული მცირე ინვესტორთა ევროპული ბაზრების ფრაგმენტირებას, ინვესტირების მოდელებს, საინვესტიციო ქცევასა და ინვესტორთა კომპეტენციის დონეს შორის არსებული განსხვავებები.

6. მცირე ინვესტორთა ევროპულ ბაზრებზე არსებული რეალობის გათვალისწინებით, მოცემულ ეტაპზე შესაძლებელია უფრო გონივრული იყოს რეგულირების შექმნა, რომელიც ითხოვს ინფორმაციის არა სტანდარტიზებას, არამედ მის მორგებას ყოველ კონკრეტულ კლიენტზე და მის მოთხოვნილებებზე. აუცილებელია, რომ ინფორმაცია და კონსულტაცია მორგებული იყოს კლიენტის ინდივიდუალურ სიტუაციაზე, მოთხოვნილებებსა და გარემოებებზე (როგორც ამას ითვალისწინებს *MiFID*). რა თქმა უნდა, ასეთი მიდგომა უფრო ძვირია, მაგრამ წარმატების შემთხვევაში, ხარჯები გადაიფარება მოტანილი სარგებლით და თავიდან აიცილებს არასწორი მიდგომის წარუმატებლობით გამოწვეულ ხარჯებს.

7. საჭიროა მცირე ინვესტორებს შორის ფინანსური განათლების ამაღლება. ფინანსური განათლება გამოყენებულ უნდა იქნეს, როგორც ღიაობის მექანიზმის შემავსებელი საშუალება. მიწოდებული ინფორმაცია საჭიროებს

მისი წაკითხვის უნარს, რაც, როგორც წესი, მცირე ინვესტორებს არ აქვთ. რა თქმა უნდა, ფინანსური განათლების დონის ამაღლება არ წარმოადგენს გარანტიას, რომ ისინი აღარასოდეს მიიღებენ ცუდ საინვესტიციო გადაწყვეტილებებს, მაგრამ ინვესტორთა განათლების საკმარისი დონის გარეშე კარგი საინვესტიციო გადაწყვეტილებების მიღება მნიშვნელოვნად შეუძლებელია.

8. ევროპის კავშირი, პირველ რიგში, საჭიროებს იმ ინდივიდის სწორ კონცეპტუალიზაციას, რომლისკენაც არის მიმართული დამცავი რეგულირება. რეალური ინვესტორის არსებითი განსხვავებები *Homo economicus*-თან მიმართებით, შეიძლება იყოს რეგულირების წარუმატებლობის საფუძველი. ინვესტორების აღჭურვისა და ინფორმაციული დიალობის პოლიტიკა წინააღმდეგობაში მოდის მცირე ინვესტორების მიერ ინფორმაციის გადამუშავებისა და მის საფუძველზე გადაწყვეტილების მიღების უნართან. ევროპელი კანონმდებელი არასაკმარის ყურადღებას უთმობს ამ უკანასკნელს.

9. არ არის სწორი *Homo economicus*-იდან პირდაპირ ძალიან პატერნალისტური „მომხმარებლის“ მოდელზე გადასვლა მცირე ინვესტორთა დაცვის სფეროში. ინვესტირება რისკიანი საქმიანობაა. რეგულირებამ უფრო მეტი ადგილი უნდა დატოვოს ინდივიდუალური ინვესტორების პირადი პასუხისმგებლობისთვის. ინვესტორთა დაცვის ზედმეტად მაღალ დონეს ხანგრძლივ პერსპექტივაში შეიძლება ჰქონდეს არასასურველი შედეგი იმ კუთხით, რომ ინდივიდები სულ უფრო ნაკლებად შეძლებენ პასუხისმგებლობის აღებას საკუთარ გადაწყვეტილებებზე და სულ უფრო მეტად დამოკიდებულნი გახდებიან დამცავ რეგულირებაზე. ევროპელ მარეგულირებელს უჭირს სწორი ბალანსის დაცვა.

10. არასწორია მარეგულირებლების სწრაფვა აბსოლუტური რეგულირებისკენ. მიუხედავად იმისა, რომ მაღალი ხარისხით დერეგულირება მიუღებელია მუდმივად მზარდი კომპლექსურობის მქონე ბაზრებზე, გამოსავალს არც აბსოლუტური რეგულირება წარმოადგენს. ზედმეტად ინტერვენციული რეგულირება ქმნის „*moral hazard*“-ის, გადამეტებული ოპტიმიზმისა და აბსოლუტური დაცულობის ილუზიის საფრთხეს.

11. თუ რეგულირება არ იქნება პროაქტიული, რეაქტიული რეგულირება თავიდანვე განწირულია წარუმატებლობისთვის, რადგან მოვლენები აღარ განვითარდება მომავალში იმავე ფორმით.

12. საჭიროა კაპიტალის ბაზრის რეგულირების ახალი ფორმის შექმნა, სადაც ბაზრის მნიშვნელოვანი მონაწილეები და საქმიანობა არ რჩება დერეგულირებული, მაგრამ კვლავ რჩება ადგილი კერძო თვითრეგულირებისა და საბაზრო დისციპლინის მექანიზმებისთვის. მარეგულირებელი სტრატეგიის შემუშავების დროს სწორად უნდა იქნეს გამოყენებული მარეგულირებლებისა და კერძო სექტორის უპირატესობები და ამის საფუძველზე შეიქმნას მარეგულირებელი რეჟიმი (შესაძლებელია, დუალისტური, კერძო/საჯარო რეგულირება). შესაძლებელია, „*comply or explain*“ (რომლის მიზანიც არის ბაზარს მიანდო იმის გადაწყვეტა, კონკრეტული სტანდარტები საკმარისი არის თუ არა ინდივიდუალური კომპანიებისთვის) უფრო სწორი მიდგომა იყოს კრიზისის შემდგომ, ვიდრე „*one size fits all*“ მიდგომა, რომელიც აირჩია ევროპის კავშირმა.

13. პროდუქტის ინტერვენციის ახალი რეჟიმის შემოღება (*MiFID II/MIFIR*), ერთი მხრივ, არის მარეგულირებლის სწორი ნაბიჯი, რადგან აღნიშნულით ის დისტანცირებას ახდენს ინფორმაციული ღიაობის რეჟიმზე დაყრდნობისგან, მაგრამ, მეორე მხრივ, მარეგულირებლის ცოდნის დონე არ ემთხვევა ფინანსური ბაზრის განვითარებას და პროდუქტის სათანადო გაგების გარეშე ამ უფლებამოსილების სწორი განხორციელება ძალიან საეჭვოა.

14. ევროპის კავშირი ავითარებს სრულყოფილ თეორიასა და იდეოლოგიას, მაგრამ აკლია პრაგმატიზმი, სამართლებრივი დანაწესების აღსრულება და სანქციები.

15. მიუხედავად იმისა, რომ ევროპის კავშირში შეინიშნება გადასვლა უფრო მეტად ემპირიულ სინამდვილეზე დამყარებული სამართალწარმოებისკენ, საჭიროა მეტი ემპირიული კვლევა, რომელიც წინ უსწრებს ახალ მარეგულირებელ დანაწესებს. რეალური სამყაროს მონაცემების არსებობის გარეშე, განსაკუთრებით ინვესტორთა დაცვისა და მათი ქცევის სფეროში, ახალი მარეგულირებელი დანაწესები თავიდანვე განწირულია წარუმატებლობისთვის, რადგან რეალური ქცევის შესახებ არასწორი სუბსუმციის ორიენტირად აღება ხელს უშლის დანაწესების ეფექტის სწორ განსაზღვრას.

16. მნიშვნელოვანია საქართველომ დაიწყო კაპიტალის ბაზრის სფეროში საკუთარი კანონმდებლობის გადამუშავება და მოახდინოს ინვესტორთა დაცვის სფეროს დანაწესების ევროპული კანონმდებლობის მოთხოვნებთან დაახლოება.

ბიბლიოგრაფია

სამეცნიერო ლიტერატურა

- Akinbami F.*, Financial Services and Consumer Protection after the Crisis, *International Journal of bank marketing*, 29 (2), 2011, 134-147.
- Alexander K., Dhumale R.*, *Research Handbook on International Financial Regulation*, Edward Elgar, UK, 2012.
- Alexander K., Moloney N.* eds., *Law Reform and Financial Markets*, Elgar Financial Law Series, UK, 2011.
- Assmann H. D.*, *Konzeptionelle Grundlagen des Anlegerschutzes*, ZBB Heft 2 1989, 49-63.
- Avgouleas E.*, *What Future for Disclosure as a Regulatory Technique? Lessons from the Global Financial Crisis and Beyond*, ხელმისაწვდომია: www.ssrn.com.
- Ayadi R.*, *Integrating Retail Financial Markets in Europe – Between uncertainties & challenges*, Centre for European Policy Studies, Brussels, 2011, ხელმისაწვდომია: www.ssrn.com.
- Bachmann K., Hens T.*, *Investment Competence and Advice Seeking*, UZH, Working paper, February 2013, ხელმისაწვდომია: www.zora.uzh.ch.
- Balling M., Lierman F., Van den Spiegel F., Ayadi R., Llewellyn D.T.*, *New Paradigms in Banking, Financial Markets and Regulation?*, SUEF Study 2012/2, Vienna 2012.
- Bankrechtstag 2013, *Bankregulierung, Insolvenzrecht, Kapitalanlage-Gesetzbuch, Honorarberatung*, De Gruyter, Band 35, Berlin, 2014.
- Bankrechtstag 2007, *Aktuelle Insolvenzzrechtliche Probleme der Kreditwirtschaft Anlegerschutz bei strukturierten Produkten*, Band 28, De Gruyter Recht, Berlin, 2008.
- ბარათაშვილი ე.*, საქართველო მსოფლიო ეკონომიკური კრიზისის ფონზე, სოციალური ეკონომიკა, 1(13)/2011.
- ბაუზაძე ბ.*, გლობალური ეკონომიკური კრიზისის ანატომია, გლობალიზაცია, მსოფლიო კრიზისი და სამხრეთ კავკასია, საერთაშორისო სამეცნიერო-პრაქტიკული კონფერენცია, ქუთაისი, 16-17 მაისი, 2009.
- Becker T.*, ESMA Leitlinien „Vergütungsgrundsätze und –verfahren (MiFID)“ und BT 8 der MaCOMp – neue Vergütungsvorgaben für Wertpapierdienstleistungsunternehmen, BKR 2014 Heft 4, 151-158.
- Becker M., Döhrer B., Johanning L.*, *Considerations to improve Investor Protection: Transparency versus Complexity of Financial Products*, Discussion Paper, WHU, May 2012, 1-20.
- Beshears J., Choi J., Laibson D., Madrian B.*, *How Does Simplified Disclosure Affect Individuals' Mutual Fund Choices?*, 2009, ხელმისაწვდომია: www.ssrn.com.

- Blair M. QC, Walker G. ed.*, Financial Services Law, Oxford University Press, Oxford, 2006.
- Black J.*, Forms and Paradoxes of Principles Based Regulation, (2008) Capital Markets Law Journal Vol 3., No.4, 425-457.
- Black J., Hopper M., Band C.*, Making Success of Principles Based Regulation, (2007) 1(3) Law and Financial Markets Review, 191-206.
- Bode C.*, Anlegerschutz und Neuer Markt, Gottmadingen, 2006.
- Brockhaus Enzyklopädie, Erster Band, A-APT, Mannheim 1986.
- Brenncke M.*, Verständliche Risikoaufklärung und Schutz unkundiger Kleinanleger bei der Anlageberatung, Zeitschrift für Bank- und Bankwirtschaft (ZBB), Heft 6, 15. Dezember 2014, 366-382.
- Brockmeier M., Kapferer H., Nickel H., Willershausen J.*, Das Finanzmarktrichtlinien-Umsetzungsgesetz (MiFID), München 2007.
- Brunner C.*, Soft Law and the Global Financial System – Rule making in the 21th century, Cambridge University Press, Cambridge, 2012.
- Buck-Heeb P.*, Anlageberatung nach der MiFID II, Zeitschrift für Bankrecht und Bankwirtschaft (ZBB), Heft 4, August 2014, 221-232.
- Buckley R.P., Arner D.W.*, From Crisis to Crisis: The Global Financial System and Regulatory Failure, Wolters Kluwer, International Banking and Finance Law series, Volume 14, The Hague, 2011.
- Busch D.*, Why MiFID matters to Private Law – the example of MiFID’s Impact on an Asset Manager’s Civil Liability, Capital Markets Law Journal, Vol. 7, No. 4, 2012, 386-413.
- ბურდუღლი ი.*, სააქციო სამართლის საფუძვლები, ტომი I, მედიდანი, თბილისი, 2010.
- Burghardt M.*, Retail Investor Sentiment and Behavior: An Empirical Analysis, Gabler Research, Wiesbaden, 2011.
- Cahn A., Mühler H.*, Produktintervention nach MiFID II Eingriffsvoraussetzungen und Auswirkungen auf die Pflichten des Vorstands von Wertpapierdienstleistungsunternehmen, BKR 2013 Heft 2, 45-55.
- Calcagno R., Monticone C.*, Financial Literacy and the Demand for Financial Advice, Journal of Banking and Finance 50 (2015), 363-380.
- Calabria M. A.*, Did Deregulation cause the Financial Crisis, CATO Institute Policy report, July/August 2009, ხელმისაწვდომია: [HTTP://OBJECT.CATO.ORG/POLICY-REPORT/JULYAUGUST-2009/DID-DEREGULATION-CAUSE-FINANCIAL-CRISIS](http://object.cato.org/policy-report/julyaugust-2009/did-deregulation-cause-financial-crisis).
- Chater N., Huck S., Inderst R.*, Consumer Decision-making in Retail Investment Services: A Behavioural Economics Perspective, Executive Summary, November 2010.

Cherednychenko O.O., Financial Consumer Protection in the EU: Towards a Self-Sufficient European Contract Law for Consumer Financial Services?, *De Gruyter, ERCL* 2014, 10 (4), 476-495.

Cherednychenko O.O., Freedom of Contract in the Post-Crisis Era: Quo Vadis?, *De Gruyter, ERCL* 2014, 10(3), 390-421.

Cherednychenko O.O., The Regulation of Retail Investment Services in the EU: Towards the Improvement of Investor Rights?, *33 Journal of Consumer Policy*, 2010, 403-424.

Chinn M.D., Ito H., What matters for Financial Development? Capital Controls, Institutions, and Interactions, *Journal of Development Economics* 81 (2006), 163-192.

Cizek B., Hradil D., Retail Distribution Review: New Paradigm for Investment Services Regulation?, ხელმისაწვდომია: www.ssrn.com.

Clausen N.J., Sorensen K.A., Reforming the Regulation of Trading Venues in the EU under the Proposed MiFID II – Levelling the Playing Field and Overcoming Market Fragmentation, *ECFR* 2012, 275-306.

Coffee Jr, The political Economy of Dodd-Frank: Why Financial Reform Tends to be Frustrated and Systemic Risk Perpetuated, The Center for Law and Economic Studies Columbia University School of Law, Working Paper No. 414, January 9 2012.

Coffee J.C., The Rise of Dispersed Ownership: the Role of Law in the Separation of Ownership and Control, Columbia Law School, The Center for Law and Economic Studies, Working Paper No. 182, January 2011.

Conenna M.A., MiFID as a Key Outcome of the Lamfalussy Procedure, Schulthess, Zürich, 2009.

Conti V., Rethinking Regulation and Oversight to learn the Lesson from the Crisis, Lecture given at the University of Siena, 27 Mai 2011.

Contratto F., Access to Justice for Investors in the wake of the Financial Crisis: Test Cases as a Panacea?, *SZW/RSDA* 3/2009, 176-190.

Cronin C., Wish and PRIPs: European Commission seeks better Investor Protections for Packaged Retail Investment Products, *CFA Magazine*, May-June 2011, 26-27.

De Meza D., Irlenbusch B., Reyniers D., Financial Capability: A Behavioural Economics Perspective, *Consumer Research* 69, Financial Services Authority, July 2008.

Della Negra F., The Private Enforcement of the MiFID Conduct of Business Rules. An overview of the Italian and Spanish experiences, *ERCL* 2014, 10(4), 571-595.

დე ვააღო თ., საქართველოს არჩევანი: მომავლის დაგეგმვა გაურკვევლობის პერიოდში, ვაშინგტონი, 2011.

Driesen D.M., *The Economic Dynamics of Law*, Cambridge University Press, Cambridge, 2012.

Eberius R., *Regulierung der Anlageberatung und Behavioural Finance – Anlegerleitbild: Homo Economicus vs Realität*, Kölner Wissenschaftsverlag, Köln, 2013.

- Einsele D.*, Kapitalmarktrecht und Privatrecht, JZ 14 (2014), 703-714.
- Ekkenga J.*, Anlegerschutz, Rechnungslegung und Kapitalmarkt, Tübingen 1998.
- Ferran E.*, Building an EU Securities Market, Cambridge, 2004.
- Ferrarini G., Moloney N.*, Reshaping Order Execution in the EU and the Role of Interest Groups: From MiFID I to MiFID II, European Business Organization Law Review, 13:4, 2012, 557-597.
- Ferrarini G., Wymeers E.*, Investor Protection in Europe: Corporate Law Making, the MiFID and beyond, Oxford University Press, Oxford, 2006.
- Ferrarini G., Giudici P.*, Financial Scandals and the Role of Private Enforcement: The Parmalat Case, European Corporate Governance Institute, Law working paper N 40/2005, 1-57.
- Ferrarini G.*, Contract Standards and the Markets in Financial Instruments Directive (MiFID): An Assessment of the Lamfalussy Regulatory Architecture, Institute of Law and Finance, Working Paper Series No. 39, Frankfurt, 02/2005.
- Fisher J., Bewsey J., Waters M., Ovey E.*, The Law of Investor Protection, 2nd edition Sweet & Maxwell, London, 2003.
- Forschner J.*, Wechselwirkungen von Aufsichtsrecht und Zivilrecht, Schriften zum Unternehmens- und Kapitalmarktrecht, Mohr Siebeck, Tübingen, 2013.
- Forkel H.W.*, Rechtsfragen zur Krise an den Finanzmärkten: Zur Systematik möglicher Schadenersatzansprüche, BKR 2008, 183-188.
- Franco J. A.*, A Consumer Protection Approach to Mutual Fund Disclosure and the Limits of Simplification, March 23, 2010, ხელმისაწვდომია: www.ssrn.com.
- გაბისონია ზ.*, საბანკო სამართალი, მერიდიანი, თბილისი, 2012.
- გაბისონია ზ.*, საინვესტიციო დავის მონაწილე იურიდიულ პირთა იურისდიქცია, დისერტაცია, თბილისი, 2002.
- Geier B.M., Schmitt C.*, MiFID-Reform: der neue Anwendungsbereich der MiFID II und MiFIR, WM 2013 Heft 20, 915 - 920.
- Geiger U.*, The Case for the Harmonization of Securities Disclosure Rules in the Global Market, February 08, Columbia, 1998.
- George B.*, 7 Lessons for Leading in Crisis, Jossey-Bass, San Francisco, 2009.
- Gerner-Beuerle C.*, United in Diversity: Maximum versus Minimum Harmonization in EU Securities Regulation, Capital Markets Law Journal, Vol. 7, No. 3, 2012, 317 – 342.
- Godwin A., Ramsay I.*, Financial Products and Short-form Disclosure Documents – Challenges and Trends, Centre for International Finance and Regulation, Research Report, October 2014, ხელმისაწვდომია: www.ssrn.com.

Grether D., Schwartz A., Wilde L., The Irrelevance of Information Overload: An Analysis of Search and Disclosure, 59 S. Cal. L. Rev. 277 1985-1986.

Grundmann S., Atamer Y.M., Financial Services, Financial Crisis and general European Contract Law, Private Law in European Context Series, Volume 17, Wolters Kluwer, The Netherlands, 2011.

Grundmann S., Hofmann C., Möslein F., Finanzkrise und Wirtschaftsordnung, Berlin, 2009.

გუგუშაშვილი თ., გლობალური ეკონომიკური კრიზისის ანატომია, გლობალიზაცია, მსოფლიო კრიზისი და სამხრეთ კავკასია, საერთაშორისო სამეცნიერო-პრაქტიკული კონფერენცია, 16-17 მაისი, ქუთაისი, 2009.

Günther M., Systemrelevanz von Finanzinstituten, WM 18/2010, 825-831.

Haines L., The Markets in Financial Instruments Directive (MiFID): Investor Protection enhanced by Suitability Requirements, Company Lawyer, 2007.

Halfpap P., Kapitalmarktaufsicht in Europa und den USA, Frankfurt am Main, 2008.

Halm-Addo A., The 2008 Financial Crisis, Dorrance Publishing, USA, 2010.

Heim K. (Hrsg.), Schenker U., Priffner A., Hammer F., Suitability and Appropriateness, Schulthess, Zürich, 2012.

Hens T., Mayer J., Theory matters for Financial Advice, Swiss Finance Institute, March 22 2014, ხელმისაწვდომია: www.ssrn.com.

Hoffmann A.O.I., Post T., Pennings J.M.E., Individual Investor Perceptions and Behaviour during the Financial Crisis, Journal of Banking and Finance 37 (2013), 60-74.

Hopt K., Wymeersch E. ed., Capital Markets and Company Law, Oxford, 2003.

Hopt K.J., Rudolph B., Baum H. (Hrsg.), Börsenreform, Eine ökonomische, rechtsvergleichende und rechtspolitische Untersuchung, Stuttgart, 1997.

Hoppenstedt D.H., Konsequenzen nach der Finanzkrise, Zeitschrift für das gesamte Kreditwesen, 8/2010, 387-392.

Howells G., The Potential and Limits of Consumer Empowerment by Information, Journal of Law and Society Volume 32, Number 3, September 2005.

Inderest R., Ottaviani M., Regulating Financial Advice, European Business Organization Law Review, Volume 13, Issue 02, June 2012, 237-246.

Janssen M., Kocher D., Bundesgesetz über die Finanzdienstleistungen (Finanzdienstleistungsgesetz, FIDLEG) – Gutachten zu ausgewählten Aspekten aus ökonomischer Sicht), ECOFIN, 2.Juli 2014.

ჯიბუტი ნ., სარეიტინგო კომპანიის სამართალი, ჩამოყალიბების და განვითარების პრობლემები, სადისერტაციო ნაშრომი სამართლის დოქტორის აკადემიური ხარისხის მოსაპოვებლად, თბილისი, 2015.

ჭიბუჭი ს., ფინანსური კრიზისი და ინვესტორთა ინტერესების დაცვის სამართლებრივი სისტემის უზრუნველყოფა, რედ. ბურდუღლი ი., საკორპორაციო სამართლის კრებული II, საკორპორაციო, საბანკო და ეკონომიკური სამართლის ინსტიტუტი, თბილისი, „მერიდიანი“, 2014.

ჭიბუჭი მ., ყორანაშვილი ქ., „ფასიანი ქაღალდების ბაზრის შესახებ“ საქართველოს კანონის კომენტარი, თბილისი, 2004.

Jungmann C., Schadensersatzansprüche in Schrottimmobilienfällen, NJW 2007, 1562-1566.

Juurikkala O., The Behavioural Paradox: Why Investor Irrationality calls for Lighter and Simpler Financial Regulation, Fordham Journal of Corporate & Financial Law, Vol. XVIII, 2012, 33-93.

Kanarek D.A., Legislative Development: Directive 2001/107/EC on the Coordination of Laws, Regulations and Administrative Provisions Relating to Undertakings for Collective Investment in Transferable Securities (UCITS) with a View to Regulating Management Companies and Simplified Prospectuses, 2002, 8 Colum. J. Eur. L., 2002, 557.

Keijser T., Transnational Securities Law, Oxford University Press, Oxford, 2014.

Kessler J., Micklitz H.W., Anlegerschutz in Deutschland, Schweiz, Grossbritannien, USA und der Europäischen Gemeinschaft, Baden-Baden, 2004.

Kocher D., Der Anlegerschutz bei der Vermögensverwaltung, ECOFIN Research & Consulting, Zürich, 2010.

Kohlert D., Anlageberatung und Qualität – ein Widerspruch, Schriftenreihe des Instituts für Europäisches Wirtschafts- und Verbraucherrecht e.V., Band 28, Nomos, Baden-Baden, 2009.

Koschyk H., Leible S., Schäfer K., Anlegerschutz und Stabilität der Finanzmärkte, Bayreuther Studien zum Wirtschafts- und Medienrecht, Band 7, JWV, 2012.

Kozłowska M., Consumer Protection in Financial Services – towards greater Transparency with a Key Information Document for Packaged Retail Investment Products, Wrocław review of Law, Administration & Economics Vol 2:2, De Gruyter, 2013, 139-146.

Klöhn L., Preventing Excessive Retail Investor Trading under MiFID: A Behavioural Law & Economics Perspective, European Business Organization Law Review, Volume 10, Issue 03, September 2009, 437-454.

Kümpel S., Bank- und Kapitalmarktrecht, Otto Schmidt KG, Köln, 2004.

Ladler M.P., Evaluierung des Europäischen Systems der Finanzaufsicht: Weitere Reformen sind zu erwarten, Zeitschrift für Finanzmarktrecht, 8/2014, 354-356.

Laimer S., Perathoner C., Anlegerschutz durch Kapitalmarktregulierung in der Finanzkrise, in Hilpold P., Steinmair W. (Hrsg.), Neue europäische Finanzarchitektur, Springer-Verlag, Berlin Heidelberg, 2014.

Lang V., Kühne A.O., Anlegerschutz und Finanzkrise – noch mehr Regel ?, WM 2009, 1301-1308.

- Lannoo K.*, Regulatory Challenges for the EU Asset Management Industry, ECMI Policy Brief (2010).
- La Porta R., Lopez-De-Silanes, Schleifer A., Vishny R.W.*, Legal Determinants of External Finance, *The Journal of Finance*, Vol. LII, No. 3, July 1997, 1131-1150.
- Lenenbach M.*, Kapitalmarktrecht und kapitalmarktrelevantes Gesellschaftsrecht, 2. Auflage, RWS Verlag Kommunikationsforum GmbH, Köln, 2010.
- Lewis M.*, *The Big Short*, Penguin books, London, 2011.
- Loritz K.G.*, Produktsinformationsblätter nach dem neuen EU-Verordnungsvorschlag („PRIPs-Initiative“) – Gedanken zur Konkretisierung von Zielsetzung und Inhalt, *WM* 2014 Heft 32, 1513 - 1520.
- Loss L., Seligman J.*, *Fundamentals of Securities Regulation*, Gaithersburg, 2001.
- Lutter M., Bayer W., Schmidt J.*, Europäisches Unternehmens- und Kapitalmarktrecht, *Zeitschrift für Unternehmens- und Gesellschaftsrecht*, Sonderheft 1, Teil 1, De Gruyter, 2012.
- Mackaay E.*, *Law and Economics for Civil Law Systems*, Edward Elgar, Cheltenham, 2013.
- Mathias K. ed.*, *Law and Economics in Europe*, Springer, Dordrecht, 2014.
- Marjosola H.*, What Role for Courts in Protecting Investors in Europe – A View from Finland, *ERCL*, 2014, 10 (4), 545-570.
- Mellenbergh R.*, MiFID II: New Governance Rules in Relation to Investment Firms, *European Company law* 11, no. 3 (2014), 172-177.
- Merkle C., Weber M.*, Do investors put their Money where their Mouth is? Stock market Expectations and Investing Behavior, *Journal of Banking and Finance*, 46(2014), 372-386.
- Minor J.*, Consumer Protection in the EU: Searching for the Real Consumer, *European Business Organization law Review*, Volume 13, Issue 02, June 2012, 163-168.
- Mokhtar A.I.*, Behavioural Finance, Investor Psychology Perspective, *Journal of Finance and Investment Analysis*, vol 3., no2. 2014, 41-60.
- Moloney N.*, *EU Securities and Financial Markets Regulation*, Oxford EU Law Library, Third Edition, Oxford University Press, Oxford, 2014.
- Moloney N.*, The Investor Model Underlying the EU’s Investor Protection Regime: Consumers or Investors?, *European Business Organization Law Review*, Volume 13, Issue 02, June 2012, 169-193.
- Moloney N.*, *How to Protect Investors: Lessons from the EC and the UK*, Cambridge University Press, Cambridge, 2010.
- Moloney N.*, EU Financial Market Regulation after the Global Financial Crisis: „More Europe“ or „More Risks“?, *Common Market Law Review* 47, 2010, Kluwer Law International, 1317-1383.

- Moloney N.*, EC Securities Regulation, Oxford University Press, Oxford, 2008, 2 ed..
- Märker K., Hillesheim R.*, Brennpunkt Finanzkrise: Anlegerschutz in Deutschland, ZRP 2009, 65-69.
- Möllers T. M.J., Poppele M.C.*, Paradigmenwechsel durch MiFID: II divergierende Anlegerleitbilder und neue Instrumentarien wie Qualitätskontrolle und Verbote, ZGR 2013, 437-481.
- Möllers T. M.J.*, Investor Protection in the System of Capital Markets Law: Legal Foundations and Outlook, N.C. J. INT'L L. & COM. REG., Volume 36, Issue 1, Fall 2010, 57-84.
- Möschel W.*, Die Finanzkrise- Wie soll es weitergehen?, ZRP 5/2009, 129-133.
- Mühler H., Trafkowski U.*, Honoraranlageberatung: Regulierungsvorhaben im deutschen und europäischen Recht, Zeitschrift für Bankrecht und Bankwirtschaft (ZBB), Heft 4, August 2014, 101-114.
- Müller-Christmann B.* in Anlegerschutz im Wertpapiergeschäft, Verantwortlichkeit der Organmitglieder von Kreditinstituten, Bankrechtstag 2012, Band 34, De Gruyter, Berlin, 2013.
- Nicodem D.*, Dopellisting und Anlegerschutz im amerikanischen und deutschen Recht am Beispiel der Börsenrechtlichen Ad-hoc-Publizität, Frankfurt am Main, 2006.
- Nothwehr E.J.*, Post-Crisis Financial Regulatory Reform, February 2010, ხელმისაწვდომია: http://www.uiowa.edu/ifdebook/ebook2/PDF_Files/Part_5_7.pdf.
- O'brien J.*, Normal science and paradigmatic shifts: political and regulatory strategies to develop investor protection in the aftermath of crisis, Centre of Law, Markets and Regulation, Faculty of Law, The University of New South Wales, Kensington, NSW, Australia, Accounting and Finance, AFAANZ 2012.
- Oehler A., Kohlert D., Jungermann H.*, Zur Qualität der Finanzberatung von Privatanlegern: Probleme des Beratungsprozesses und Lösungsansätze – Stellungnahme des Wissenschaftlichen Beirates für Verbraucher und Ernährungspolitik beim BMELV, November 2009.
- Ohne Autor, Zeitschrift für das gesamte Kreditwesen, 3/2010, 116.
- Олейник О.М.*, Основы банковского права, юрист, Москва 1997.
- Otte M.*, Grundlagen einer neuen Finanzmarktarchitektur, in Konrad Adenauer Stiftung, Lehren aus der Finanzmarktkrise: Ein Comeback der Sozialen Marktwirtschaft, Band III: Verflochtene Krisen. Von der Finanzmarkt – zur Eurokrise, Berlin, 2010.
- Paccès A.M., Visscher L.*, Methodology of Law and Economics, 2012, ხელმისაწვდომია: www.ssrn.com.
- Page A., Ferguson R.*, Investor Protection, London 1992.
- Panasar R., Boeckman P.*, European Securities Law, Oxford University Press, Oxford, 2010.

Paredes T., Blinded by the Light: Information Overload and its Consequences for Securities Regulation, June 1, 2003, ხელმისაწვდომია: www.ssrn.com.

პავლიაშვილი ს., მსოფლიო ეკონომიკური კრიზისი და საქართველო, სოციალური ეკონომიკა, 1(13)/2011.

Pavlova V.N., Anlassbezogene Informationspflichten der Emittenten nach dem Wertpapierhandelsgesetz, Studien zum Handels-, Arbeits- und Wirtschaftsrecht, Band 124, Nomos, Baden-Baden, 2008.

Pernice I., Schwarz R., Europa in der Welt – Von der Finanzkrise zur Reform der Union, Schriftenreihe Europäisches Verfassungsrecht, Band 38, Nomos, Baden-Baden, 2013.

Petsch A., Kapitalmarktrechtliche Informationspflicht versus Geheimhaltungsinteressen des Emittenten, Studien zum Handels-, Arbeits- und Wirtschaftsrecht, Band 143, Nomos, Baden-Baden, 2012.

Philipp O., Bankrecht: Informationsblätter für „verpackte“ Anlageprodukte, EuZW 2014, 364-365.

Podewils F., Beipackzettel für Finanzprodukte – Verbesserte Anlegerinformation durch Informationsblätter und Key Investor Information Documents?, Zeitschrift für Bankrecht und Bankwirtschaft (ZBB), Heft 3, 15 Juni 2011, 169-179.

Prentice A., Legislative Comment: The Markets in Financial Instruments Directive, International Trade Law & Regulation, 2012.

Pötzsch T., Aktuelle Entwicklung des Kapitalmarktrechts – Ein Überblick, Zeitschrift für Wirtschafts- und Bankrecht (WM), 8, 21. Februar 2015, 357-359.

Quaglia L., The European Union and Global Financial Regulation, Oxford University Press, Oxford, 2014.

Ravdin G., One step forward, two steps back: Arguing for a Transatlantic Investor Protection Regime, Columbia Journal of Transnational Law, 50 Colum. J. Transnat'l L. 490, 2012.

Reiter J., Methner O., Die Interessenkollision beim Anlageberater – Unterschiede zwischen Honorar- und Provisionsberatung, WM 2013 Heft 44, 2053-2059.

Ringe W.G., Capital Markets Union for Europe – A political message to the UK, 9 March 2015, ხელმისაწვდომია: www.ssrn.com.

Ringe W.G., Huber P.M., Legal Challenges in the Global Financial Crisis: Bail-outs, the Euro and Regulation, Studies of the Oxford Institute of European and Comparative Law, Hart Publishing, Oxford, 2014.

Riesenhuber K., Klinck F., Karakostas I., Information als Schutzinstrument, Grundlagen und Grenzen, Bochumer Juristische Studien zum Zivilrecht, Band 1, Nomos, Baden-Baden, 2013.

Roggatz C.C., Informationspflichten von Investmentgesellschaften, Peter Lang, Frankfurt, 2003.

- Rotondo E.*, The legal Effect of EU Regulations, *Computer Law and Security Review* 29 (2013), 437-445.
- Sachse K., Jungermann H., Belting J.M.*, Investment Risk – The Perspective of Individual Investors, *Journal of Economic Psychology*, 33 (2012), 437-447.
- Schelling H.*, Vergütungssysteme und Interessenkonflikte in der Anlageberatung, Eine Studie zum europäischen, deutschen und englischen Recht, Berlin, 2013.
- შენგელია რ.*, საზღვარგარეთის ქვეყნების საფინანსო სამართალი, თბილისი 2004.
- შენგელია რ.*, საფინანსო სამართალი, თბილისი 2004.
- Schimansky H., Bunte H.J., Lwowsky H.J.*, Bankrechts- Handbuch, Band III, 3. Aufl., München 2007.
- Schenker U.* in *Heim K. (Hrsg.), Schenker U., Priffner A., Hammer F.*, Suitability and Appropriateness, Schulthess, Zürich, 2012.
- Schneider U. H.*, Zwischenruf, Was ist eine systemische relevante Bank, *ZRP* 4/2009, 119-121.
- Schmitt*, What Do Investors Want?, *Journal of International Banking Law* 2001, 55.
- Schumacher M.*, Risikoaufklärung durch Wertpapierfirmen und Effektenhändler. MiFID-Schweiz. Ein Rechtsvergleich, Schulthess, Zürich , 2011.
- Sethe R.*, Das Drittstaatenregime von MiFIR und MiFID II, *Schweizer Zeitschrift für Wirtschafts- und Finanzmarktrecht (SZW/RSDA)*, 6/2014, 615-631.
- Sethe R., Hens T., von der Crone H.C., Weber R.H.* (Hrsg.), Anlegerschutz im Finanzmarktrecht kontrovers diskutiert, *Schweizer Schriften zum Finanzmarktrecht*, Band 108, Schulthess, Zürich, 2013.
- Seitz J., Juhnke A., Seibold A.*, PIBS, KIIDs und nun KIDs – Vorschlag der Europäischen Kommission für eine Verordnung über Basisinformationsblätter für Anlageprodukte im Rahmen der PRIPs Initiative, *BKR* 2013, Heft 1, 18-25.
- Snowdon P., Lovegrove S.*, MiFID review, *Compliance Officer Bulletin*, 2012.
- Soros G.*, *Soros on Soros*, USA, 1995.
- Stafflage A.*, *Die Anlageberatung der Banken*, Berlin 1996.
- Stahl C.*, Information overload am Kapitalmarkt, *Arbeiten zum Internationalen Wirtschafts und zur Wirtschaftsregulierung*, Band 55, Nomos, Baden-Baden, 2013.
- Stadler A.*, Die Vorschläge der Europäischen Kommission zum kollektiven Rechtsschutz in Europa – der Abschied von einem kohärenten europäischen Lösungsansatz?, *GPR* 5/2013, 281-292.
- Statman M.*, *Regulating Financial Markets: Protecting Us from Ourselves and Others*, Santa Clara, January 28 2009.

Stiglitz J.E., Principles for a New Financial Architecture, The Commission of Experts of the President of the UN General Assembly on Reforms of the International Monetary and Financial System, ხელმძღვანელობა: www.un.org/ga/president/63/commission/newfinancialarchitecture.pdf.

Strebel-Aerni (Hrsg.), Finanzmärkte im Banne von Big Data, Schulthess, Zürich, 2012.

Szesny A.M., Kuthe T., Kapitalmarkt compliance, C.F. Müller, Heidelberg, 2014.

Tafara E., Peterson R.J., A Blueprint for Cross-Border Access to U.S. Investors: A New International Framework, 48 Harv.Int'l L. J. 31, 2007.

Teigelack L., Finanzanalysen und Behavioural Finance, Schriften zum Gesellschafts-, Bank- und Kapitalmarktrecht, Band 13, Nomos, Baden-Baden, 2009.

Thiele A., Finanzaufsicht, Jus Publicum, Bank 229, Mohr Siebeck, Tübingen, 2014.

Thieme J., Wertpapierdienstleistungen im Binnenmarkt, Studien zum Bank- und Kapitalmarktrecht, Nomos, Baden-Baden, 2008.

ცერცვაძე გ., შესავალი საერთაშორისო საინვესტიციო სამართალში, მერიდიანი, თბილისი, 2013.

Van Aaken A., Gefordert und überfordert: Wie viel Fortschritt verträgt der Mensch?, in *Strebel-Aerni* (Hrsg.), Finanzmärkte im Banne von Big Data, Schulthess, Zürich, 2012.

Vandenbroucke J., (Non-)complexity through the eyes of MIFID, Eur J Law Econ (2014) 37: 477-488.

Van Gerven D., Prospectus for the Public Offering of Securities in Europe, Volume I, Cambridge, 2008.

Van Randenborgh W., Zertifikate gehören nicht in die Hand privater Anleger!, ZRP 3/2010, 76-79.

Veil R., Europäisches Kapitalmarktrecht, 2. Auflage, Mohr Siebeck, Tübingen, 2014.

Von der Crone H.C., Rochet J.C. (HRSRG), Finanzstabilität: Status und Perspektiven, Schweizer Schriften zum Finanzmarktrecht, Band 112, Schulthess, Zürich – Basel – Genf, 2014.

Von der Crone H.C., Linder T., Regulierung: Reputation, Vertrauen und Verantwortung, University of Zurich Open Repository and Archive, 2009, in *Kunz P. V. (et al.)*, Wirtschaftsrecht in Theorie und Praxis: Festschrift für Roland von Büren, Basel (Switzerland), 2009, 729-ff..

Weber R.H., Theorie und Praxis der Finanzmarktregulierung, SZW/RSDA, 6/2014, 577-588.

Weber-Grellet H., Das Steuerrecht in der Finanzkrise, ZRP 4/2009, 101-104.

Weber M., Die Entwicklung des Kapitalmarktrechts im Jahre 2008, NJW 1-2/2009, 33-39.

Werlauff E., Class Action and Class Settlement in a European Perspective, EBLR 2013, 173-186.

Willemaers G. S., The EU Issuer Disclosure Regime: Objectives and Proposals for Reform, Kluwer Law International, Brussels, 2011.

Willemaers G. S., Client Protection on European Financial Markets – from Inform Your Client to Know Your Product and beyond: an assessment of the PRIIPs Regulation, MiFID II/MiFIR and IMD 2, ხელმისაწვდომია: www.ssrn.com.

Wolf M., The Shifts and the Shocks: What we've learned – and have still to learn- from the Financial Crisis, Allen Lane, London, 2014.

Wymeersch E., Hopt K.J., Ferrarini G. eds., Financial Regulation and Supervision: A post-Crisis Analysis, Oxford University Press, Oxford, 2012.

Wymeersch E., The Institutional Reforms of the European Financial Supervisory System, An Interim Report, Belgium, 2010.

Yeoh P., UCITS from EU to Global, Business Law Review, August/September 2009, 187-190.

Zetsche D.A., The Alternative Investment Fund Managers Directive, Wolters Kluwer, The Netherlands, 2012.

Zulauf U., Eggen M., Finanzmarktrecht, Dike, Zürich, 2013.

Zweig J., Why We're Driven to Trade, The Intelligent Investor, WSJ, July 21, 2012.

ძნელადე ლ., მსოფლიო კრიზისი და ქართული ეკონომიკის პერსპექტივები, სოციალური ეკონომიკა, 1(13)/2011.

ნორმატიული მასალა/ანგარიშები

ასოცირების შესახებ შეთანხმება, ერთი მხრივ, საქართველოსა და, მეორე მხრივ, ევროკავშირს, ევროპის ატომური ენერჯის გაერთიანებასა და მათ წევრ სახელმწიფოებს შორის, 27.06.2014.

Bank for International Settlements, 79th Annual Report, Basel, 29 June 2009.

BME Report, 15 November 2007.

Centre for European Policy Studies, MiFID 2.0: Casting new light on Europe's Capital Markets, Report of the ECMI-CEPS Task Force on the MiFID Review, Brussels, 2011.

CFA Institute, Redress in retail investment markets: International Perspectives and Best Practices, CFA Institute, August 2014.

Commission Impact Assessment on the UCITS 2009 Directive, Brussels, 2012.

Commission Proposal for a regulation on a new Key Information Document for investment products (03.07.2012), Brussels, COM (2012) 352/3.

Commission Staff Working Document Impact Assessment Accompanying the document: Proposal for a Regulation of the European Parliament and of the Council on key information documents for investment products, Brussels, 2012.

Commission, Public Consultation. Review of the Markets in Financial Instruments Directive, 2010.

Commission Communication, Communication from the Commission to the European Parliament and to the Council of 30 April 2009 - Packaged retail investment products, Brussels, 2009.

Commission of the European Communities, Communication from the Commission to the Council, the European Parliament and the European Economic and Social Committee: EU Consumer Policy strategy 2007-2013, Brussels, 13.03.2007, COM (2007) 99 final.

Commission of the European Communities, Green Paper on Consumer Collective Redress, Brussels, 27.11.2008, COM (2008) 794 final.

Communication on Financial Education, December 2007 (IP/07/1954).

Commission, Green Paper on Retail Financial Services, COM(2007) 226, Brussels, 2007.

Consolidated Version of the Treaty on the Functioning of the European Union, Official Journal of the European Union, C 326/47, 26.10.2012.

Directive 2014/91/EU on the coordination of laws, regulations and administrative provisions relating to undertakings for collective investment in transferable securities as regards depositary functions, remuneration policies and sanctions (UCITS V).

Directive 2009/65/EC on the coordination of laws, regulations and administrative provisions relating to undertakings for collective investment in transferable securities (UCITS)(UCITS IV).

Directive 2010/73/EU amending Directives 2003/71/EC on the prospectus to be published when securities are offered to the public or admitted to trading and 2004/109/EC on the harmonisation of transparency requirements in relation to information about issuers whose securities are admitted to trading on a regulated market (Prospectus Directive).

Directive 2003/71/EC on the prospectus to be published when securities are offered to the public or admitted to trading (Prospectus Directive).

Directive 2014/65/EU on markets in financial instruments and amending Directive 2002/92/EC and Directive 2011/61/EU (MiFID II).

Directive 2004/39/EG (Richtlinie über Märkte für Finanzinstrumente (MiFID)).

EuroFinUse, PRIIPs – Better little than nothing, Brussels, April 2014.

EuroFinUse, EuroFinUse's position on the proposal for a regulation on Key Information Documents for Investment Products (PRIIPs Regulation), Brussels, 17 November 2012.

European Investors' Working Group, Restoring Investor Confidence in European Capital Markets, Final Report of the European Investors' Working Group, March 2010.

European Banking Federation report, Financial literacy – Empowering consumers to make the right choices, Brussels, April 2009.

European Commission, Green Paper – Building a Capital Markets Union, COM (2015) 63 final, Brussels, 18.02.2015.

European Commission, Internal Market and Services DG, Exposure Draft, Initial orientations for discussion on possible adjustments to the UCITS Directive, simplified prospectus- Investor disclosure regime.

European Commission, Report from the commission to the European Parliament and the Council on the operation of the European Supervisory Authorities (ESAs) and the European System of Financial Supervision (ESFS), Brussels, 08.08.2014, COM (2014) 509 final.

European Commission, Commission staff working document accompanying the document: Report from the commission to the European Parliament and the Council on the operation of the European Supervisory Authorities (ESAs) and the European System of Financial Supervision (ESFS), Brussels, 08.08.2014, SWD (2014) 261 final.

European Commission, Communication from the Commission to the European Parliament, the Council, the European Economic and Social Committee and the Committee of the Regions: A reformed financial sector for Europe, Brussels, 15.05.2014, COM (2014), 279 final

European Commission, Commission staff working document: Economic review of financial regulation agenda, accompanying the document: Communication from the Commission to the European Parliament, the Council, the European Economic and Social Committee and the Committee of the Regions: a reformed financial sector for Europe, Brussels, 15.05.2014, SWD (2014) 158 final.

European Commission, Communication from the Commission to the European Parliament, the Council, the European Economic and Social Committee and the Committee of the Regions „Towards a European horizontal framework for Collective Redress“, Strasbourg, 11.06.2013, COM(2013) 401 final.

European Commission, Proposal for a Regulation of the European Parliament and of the Council on key information documents for investment products, Strasbourg 03.07.2012, Com (2012) 352 final.

European Commission, Commission Staff Working Document Impact Assessment accompanying the document Proposal for a Regulation of the European Parliament and of the Council on key information documents for investment products, Strasbourg 03.07.2012, SWD(2012) 187 final.

European Commission, Retail financial Services, Special Eurobarometer 373, Summary, TNS Opinion & Social, March 2012.

European Commission, Commission Staff Working Paper – Consumer Empowerment in the EU, SEC (2011) 469 final, Brussels 07.04.2011.

European Commission, Staff working document of the Internal Market and Services DG, Review of the initiatives of the European Commission in the area of financial education, Brussels, 31 March 2011.

European Commission, Commission Staff working paper, Executive Summary of the Impact Assessment Accompanying the document Proposal for a Directive of the European Parliament and of the Council Markets in financial instruments (Recast) and the Proposal for a Regulation of the European Parliament and of the Council Markets in financial instruments, SEC (2011) 1227 final,

Brussels, 20.10.2011.

European Commission, Consumer Decision-Making in Retail Investment Services: A Behavioural Economics Perspective (2010).

European Commission Internal Market and Services DG, Second meeting of the Expert Group on Financial Education, The financial crisis and financial education report, 28th April 2009, Brussels.

European Commission, Commission's Proposal for a Directive of the European Parliament and of the Council amending Directives 2003/71/EC on the prospectus to be published when securities are offered to the public or admitted to trading and 2004/109/EC on the harmonisation of transparency requirements in relation to information about issuers whose securities are admitted to trading on a regulated market, COM(2009) 491 final, 23.09.2009.

European Commission, Optem Report, January 2008.

European Commission, Commission Decision of 30 April 2008: setting up a group of experts on financial education, Brussels, 2008/365/EC.

European Commission, Minutes of the Industry Workshop on Retail Investment Products (2008).

European Commission, EU Consumer Policy strategy 2007-2013, COM (2007) 99, 13.03.2007.

European Commission, Communication from the Commission – Financial Education, COM (2007) 808, 18.12.2007.

ESMA, ESMA's technical advice on possible delegated acts concerning the Prospectus Directive as amended by the Directive 2010/73/EU, FinalReport, 4 October 2011, ESMA/2011/323.

ESMA, Consultation Paper: Guidelines on certain aspects of the MiFID suitability requirements, December 2011, ESMA/2011/445.

Financial Stability Board, Consumer Finance Protection with particular focus on credit, Report, 26 October 2011.

Mitteilung der Kommission an das Europäische Parlament, den Rat, den Europäischen Wirtschafts- und Sozialausschuss und den Ausschuss der Regionen. Stärkung der Sanktionsregelungen in Finanzdienstleistungssektor, 8.12.2010, KOM (2010). Feedback Statment on public consultation on Commission Communication –Reinforcing sanctioning regimes in the financial sector (2011).

Open Hearing on Retail Investment Products -Record, Brussels, 15th July 2008.

Packaged Retail Investment Products (PRIIPs) Workshop, Brussel, 22nd October 2009.

Regulation (EU) No 1286/2014 of the European Parliament and of the Council of 26 November 2014 on key information documents for packaged retail and insurance-based investment products (PRIIPs).

Regulation (EU) No 600/2014 on markets in financial instruments and amending Regulation (EU) No 648/2012 (MiFIR).

Regulation of the European Parliament and of the Council on key information documents for packaged retail and insurance based investment products (PRIIPs), COM (2012) 352 final.

Report and recommendations of the Cross-border Bank Resolution Group - final paper , März 2010, 8, (Nummer 22) : <http://www.bis.org/publ/bcbs169.pdf> .

Summary of the Technical Workshop on Packaged Retail Investment Products, 22 October 2009.

საქართველოს კანონი ფასიანი ქაღალდების ბაზრის შესახებ.

საქართველოს კანონი ინვესტიციების სახელმწიფო მხარდაჭერის შესახებ.

საქართველოს კანონი საინვესტიციო საქმიანობის ხელშეწყობისა და გარანტიების შესახებ.

საქართველოს კანონი საქართველოს სამოქალაქო კოდექსი.

საქართველოს ორგანული კანონი საქართველოს ეროვნული ბანკის შესახებ.

საქართველოს ეროვნული ბანკი, წლიური ანგარიში 2015.

საქართველოს ეროვნული ბანკი, წლიური ანგარიში 2010.

საქართველოს ეროვნული ბანკი, წლიური ანგარიში 2009.

საქართველოს რესპუბლიკის სახელმწიფო საბჭოს ნორმატიული აქტების კრებული, 1995წ., ტომი II.

Synovate, Consumer Market study on advice within the area of retail investment services – final report, 2011.

UCITS Disclosure Testing Research Report prepared for European Commission by IFF Research and YouGov, June 2009.

Working Document of the Commission Services (DG Internal Market): Consultation by Commission Services on legislative steps for the Packaged Retail Investment Products initiative (26 November 2010).

სასამართლო გადაწყვეტილებები

ABN Amro Bank v Bathurst Regional Council.

BGH Urteil vom 5. November 2009, WM 50-52, Dezember 2009, 2360-2363.

Case 604/11, Genil 48, S L and Comercial Hostelera de Grandes Vinos, S L v Bankinter S A and Banco Bilbao Vizcaya Argentaria, S A [2013] (CJEU).

EuGH, Urt. v. 30. 5. 2013, Rs. C-604/11 – Genil.

Wingecarribee Shire Council v Lehman Brothers Australia (in lig) (2012) FCA 1028.

ელექტრონული გვერდები

www.europa.eu

www.economist.com

www.ft.com

www.bbc.co.uk

www.spiegel.de

www.wsj.com

www.matsne.gov.ge

დადასტურება ნაშრომის ორიგინალობის შესახებ

ვადასტურებ, რომ ნაშრომი შესრულებულია ჩემ მიერ, არ გამომიყენებია ლიტერატურა სათანადო მითითების გარეშე და ვაცნობიერებ სიყალბის გამოვლენის შემთხვევაში შედეგების ბათილად ცნობისა და სადოქტორო პროგრამიდან აღდგენის უფლების გარეშე გარიცხვის რეალობას.

/სალომე ჯიბუტი/